

Materie prime agricole

- Il forte rialzo delle materie prime iniziato a fine 2001 ha solo recentemente interessato il comparto agricolo.
- Nel corso degli ultimi anni si è registrato un rialzo concentrato soprattutto nel comparto collegato al grano (frumento e mais), pari a circa il 65% (indice S&P GSCI) del comparto in esame.
- In prospettiva le ragioni che spingono ad ipotizzare un andamento favorevole delle materie prime agricole sono: 1) maggior utilizzo in chiave energetica ed alimentare; 2) maggior interesse da parte degli investitori in chiave di diversificazione di portafoglio.
- I due principali fattori di rischio sono rappresentati da: 1) utilizzo di altre fonti rinnovabili in chiave energetica; 2) rallentamento della domanda di beni alimentari soprattutto nell'area emergente.

Il forte rialzo delle materie prime iniziato a fine 2001 ha interessato in prima battuta il comparto energetico e successivamente quello dei metalli industriali. Solo recentemente (più marcatamente dal secondo trimestre del 2007) il rialzo si è esteso in modo più evidente anche al comparto agricolo, che pesa **per circa il 13% sull'intero universo delle materie prime** in base all'indice S&P GSCI (Fig.1). A sua volta il comparto in esame è composto per circa il 65% da componenti legate al settore grano ossia frumento e mais, in base al medesimo indice.

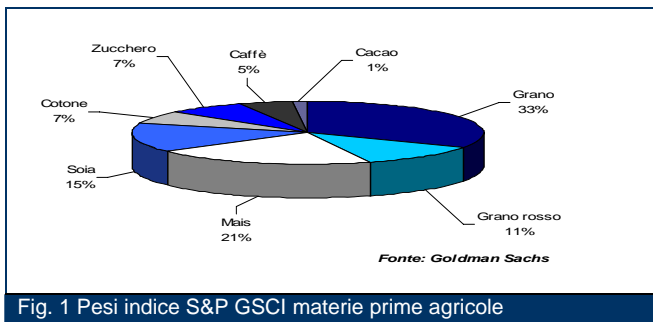


Fig. 1 Pesi indice S&P GSCI materie prime agricole

L'attenzione sul comparto in esame è aumentata nel momento in cui alcune materie prime agricole sono state progressivamente utilizzate per la produzione di **etanolo** (Fig.2), un importante additivo e/o potenziale sostituto della benzina. In tal caso gli operatori hanno riversato la loro attenzione innanzitutto sullo **zucchero** utilizzato primo fra tutti dal Brasile (che ne è anche il primo produttore mondiale) fin dagli anni '70 come sostituto della benzina. Per tale ragione lo zucchero ha registrato, a partire dalla metà del 2005, un forte rialzo che è arrivato fino a +140%. Successivamente, lo spostamento dell'attenzione su altre materie prime agricole utili per la produzione di etanolo, oltre allo stemperamento della componente speculativa, ha riportato lo

zucchero su livelli di prezzo prossimi a quelli antecedenti la forte fase di rialzo prima segnalata.

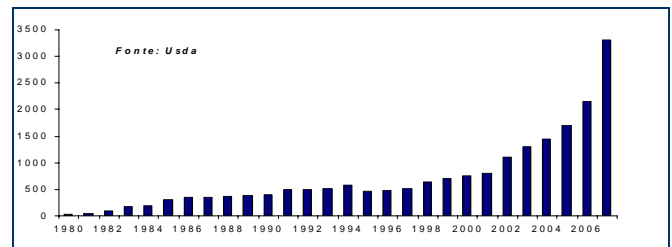


Fig. 2 Usa: ammontare mais utilizzato per etanolo (Mil/bushel)

Nel 2006 l'attenzione si è focalizzata invece sul **mais**, che rappresenta la principale materia prima utilizzata dagli Usa per la produzione di etanolo. In tal caso è stata determinante l'approvazione di una legge da parte del governo Usa atta a rimuovere l'MTBE (additivo della benzina) a partire dal 5 maggio 2006, favorendo così l'etanolo. I prezzi del mais pertanto hanno iniziato nel 2006 una fase di costante rialzo che ha portato al raddoppio delle quotazioni, che successivamente si sono però ridimensionate al punto che al momento da inizio anno presentano una variazione di -11% circa, pur rimanendo i prezzi ampiamente al di sopra dei livelli prima della partenza del rally nell'agosto 2006.

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 YTD |
|----------|---------|---------|---------|----------|
| Grano | -18.44% | 10.33% | 47.68% | 69% |
| Mais | -16.77% | 5.37% | 80.88% | -10.30% |
| Soia | -30.58% | 9.90% | 13.54% | 41.10% |
| Cotone | 22.74% | -42.85% | 43.75% | 10.89% |
| Zucchero | 59.44% | 62.39% | -19.96% | -17.90% |
| Caffè | 59.74% | 3.23% | 17.83% | 2.54% |
| Cacao | 2.11% | -2.78% | 8.71% | 14.70% |

Fonte: Bloomberg

Fig. 3 Rendimenti annuali da inizio anno

La sintesi della storia recente del settore in esame, evidenzia pertanto come il comparto sia stato caratterizzato spesso da rialzi concentrati su singole materie prime agricole (Fig.3), a seconda del *focus* del momento, che ha interessato archi temporali prossimi ad un anno. In altri termini, le materie prime agricole raramente si sono mosse tutte nella stessa direzione poiché l'andamento dell'una ha sovente inciso sulle altre, con conseguenti scelte da parte degli agricoltori in termini di spazio dei terreni destinato alle varie colture, a sua volta determinante nel creare deficit o surplus di produzione rispetto alla domanda.

Di seguito un'analisi più dettagliata delle singole materie prime agricole.

Grano: nel 2007 la crescita del prezzo del grano Usa è stata molto marcata (+71% da inizio anno) e segnando nuovi livelli record. Nell'anno 2006/07 gli Usa sono stati il principale paese esportatore

seguiti da Paesi dell'ex federazione Russia (Fsu), Canada, Emu-27 ed Argentina (Fig.4). Quest'anno una serie di fattori concomitanti hanno creato le condizioni per una forte domanda di grano Usa. Innanzitutto si è avuto un aumento della domanda a livello globale a causa del forte tasso di crescita soprattutto nei paesi emergenti (il Fmi stima un Pil relativo ai paesi in via di sviluppo del 7,5% nel 2007). Allo stesso tempo i principali esportatori (Canada, Emu-27, Argentina ed Australia) hanno avuto danni al raccolto a causa di eccessive piogge nell'emisfero nord e siccità nell'emisfero sud del globo, limitando quindi l'offerta globale e rendendo appetibile il grano Usa. Quasi la metà della produzione Usa è data dal grano duro chiamato *Hard Red Winter*, coltivato soprattutto nel Kansas, Nebraska, Texas e Oklahoma. La farina ottenuta da tale qualità è utilizzata principalmente per la produzione del pane. Il grano tenero è chiamato *Soft Red Winter* ed è la seconda qualità più diffusa negli Usa, e la farina derivata è utilizzata soprattutto per la produzione di biscotti, torte, crackers, ecc. A settembre l'Usda ha ridotto le stime di scorte globali per il 2008 a 112Mln tonnellate, livello più basso dal 1981. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe scendere intorno al 16%, un livello storicamente basso, circa la metà rispetto al 2003. Un altro istituto, l'*International Grains Council*, si attende anch'esso un aumento sia della produzione (+2,7%) sia dei consumi mondiali (+0,7%) 2007/08 rispetto al periodo precedente. Si dovrebbe registrare inoltre un calo delle scorte concentrato soprattutto tra i primi 5 esportatori mondiali, nel qual caso raggiungerebbero il minimo almeno dal 2003/4.

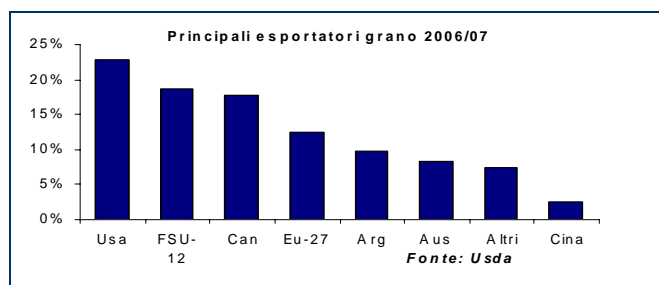


Fig. 4 Grano: principali paesi esportatori su totale mondiale

Mais: il mais occupa la maggior parte dei terreni coltivati nel mondo e negli ultimi 10 anni ha rappresentato anche il principale raccolto. Nei paesi industrializzati l'utilizzo diretto umano per alimentazione è limitata, mentre è maggiormente utilizzato per la produzione di alcol, olio, ecc. Il rendimento del mais nel 2007 è stato negativo (-5% circa da inizio anno), dopo l'elevato rialzo del 2006. L'*International Grains Council* lo scorso agosto ha dichiarato di attendersi un incremento della produzione 2007/8 del 8,5% rispetto a quella del periodo precedente. Sullo stesso orizzonte temporale i consumi sono attesi in rialzo del 6% circa a fronte di un calo atteso delle scorte del 7%, che, in termini assoluti, toccherebbero il livello minimo almeno dal 2003/4.

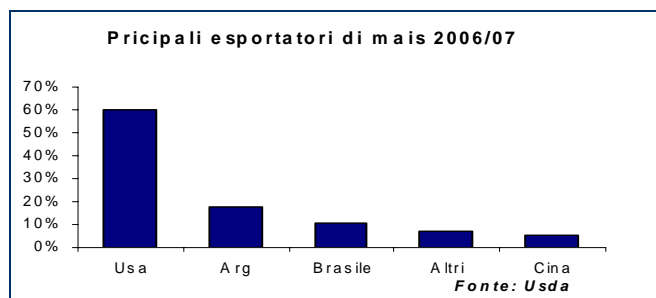


Fig. 5 Mais: principali esportatori su totale mondiale

Soia: al momento è considerata una fonte principale ed essenziale di proteine e di olio da utilizzare sia per l'alimentazione umana, sia per quella animale. È un alimento estremamente versatile, adeguato per produrre cibi e latte, yogurt, formaggi, salse e carni di origine vegetale. Esistono anche numerose applicazioni industriali per le varie componenti di questo legume, il più importante è il bio-diesel per autotrazione. Recentemente la domanda di soia è molto cresciuta: di conseguenza il prezzo del relativo future quotato al Cbot ha iniziato una fase di forte rialzo dalla fine dello scorso settembre: da inizio anno il rialzo è pari a circa il 45%.

Gli Usa sono i principali produttori a livello globale (Fig.6). Ancora una volta le scelte degli agricoltori americani hanno la potenzialità per impattare sul mercato globale. Secondo l'Usda negli Usa il prossimo anno è atteso un calo della produzione a 2,62Mln bushel dagli attuali 3,19, con conseguente riduzione delle scorte.

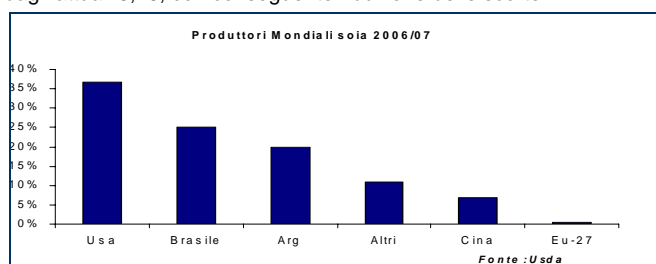


Fig. 6 Soia: principali produttori su totale mondiale

Zucchero: lo zucchero si ricava dalla barbabietola e dalla canna da zucchero. Come prima evidenziato è molto diffuso l'uso anche per la produzione di etanolo. Soprattutto quest'ultimo utilizzo ha contribuito ad attirare l'attenzione degli operatori soprattutto nel 2004/05. Attualmente i principali paesi produttori sono Brasile, India, Cina, Australia e Cuba. Il future più importante è quotato al Nybot. Dopo i forti rialzi del 2004 e 2005, ha avuto rendimenti negativi nei 2 anni successivi (-17% nel 2007 da inizio anno). Secondo l'*International Sugar Organization* la produzione nel 2008 dovrebbe crescere più dei consumi, aumentando così il surplus di produzione (Fig.7). Visti i livelli raggiunti dai prezzi di mercato, tale scenario sembrerebbe essere già stato scontato.

| | 2006/07 | 2007/08 |
|-------------------------|---------|---------|
| Produzione | 165.51 | 169.58 |
| Consumi | 155.22 | 158.78 |
| Surplus/Deficit | 10.29 | 10.8 |
| Scorte | 67.21 | 73.53 |
| Scorte/Consumi % | 43.3% | 46.3% |

Fonte: International Sugar Organization

Fig. 7 Zucchero – dati fondamentali (Mln tonnellate)

Caffè: è una pianta orientale, sempre verde, che cresce lungo la fascia tropicale ed equatoriale, purché l'acqua sia sufficiente e la temperatura non scenda sotto zero. Esistono due tipi di pianta: Robusta e Arabica. Quest'ultima è più diffusa e rappresenta il 70% circa della produzione mondiale. Attualmente i principali produttori sono il Brasile, il Vietnam, la Colombia e l'Indonesia. Il dipartimento dell'agricoltura Usa (USDA) si attende nel 2007-08 un forte calo della produzione mondiale a 118,9 Mln di sacchi da 60kg, contro consumi in lieve riduzione a 124,4Mln. Ciò dovrebbe far abbassare le scorte globali e ridurre il rapporto scorte/consumi al 14%, livello più basso dal 2000 (dati a nostra disposizione). Ultimamente il prezzo del caffè sta crescendo a causa di timori di danni alla produzione in Brasile, principale produttore mondiale, a causa della siccità.

| Year ending | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| September 30, | | | | |
| Produzione | 121.1e | 111.6e | 131.3e | 118.9e |
| Consumi | 118.6 | 115.7e | 128.2e | 124.4e |
| Scorte finali | 23.4e | 19.2e | 22.4e | 16.8 |
| Scorte/Consumi % | 19.7% | 16.6% | 17.5% | 14.0% |

Fonte Usda

Fig. 8 Caffè (Mln sacchi da 60kg)

Cotone: è una fibra di origine vegetale che deriva da piccole piante. I peli fissati al seme possono raggiungere la lunghezza di 6 centimetri; maggiore è la lunghezza più elevato è il pregio del raccolto. La fibra ottenuta viene utilizzata per la produzione di filati, oltre che per la fabbricazione di cellulose e polvere da sparo. Dai semi invece si ricavano olio, farina, mangimi, concime e combustibile. Attualmente i principali produttori di cotone sono gli Stati Uniti, la Turchia, l'Indonesia, il Messico e la Russia. Secondo l'USDA (Fig.9) le prospettive del cotone nel 2008 sono buone per i prezzi, poiché la produzione è attesa in lieve calo rispetto al 2007, mentre è attesa una crescita dei consumi. Si ritiene che la Cina possa giocare un ruolo rilevante, poiché il trend in crescita dei salari cinesi potrebbe far aumentare la domanda di cotone. E' atteso per il 2008 un calo delle scorte a 51,5Mln balle, con il rapporto scorte/consumi in calo al 14% dal precedente 17,5%.

| | 2006/07 | 2007/08 |
|-------------------------|---------|---------|
| Produzione | 119.15 | 117.18 |
| Consumi | 123.22 | 127.78 |
| Surplus/Deficit | -4.07 | -10.6 |
| Scorte | 56.79 | 51.56 |
| Scorte/Consumi % | 46.1% | 40.4% |

Fonte: Usda, World Agricultural Outlook board

Fig. 9 Cotone (Mln balle da 480 libbre)

Cacao: il cacao è una pianta tropicale che può vivere fino a 100 anni. L'utilizzo dei derivati del cacao, burro e polvere, è principalmente concentrato nell'industria dolciaria e per la produzione di altri grassi vegetali. I principali produttori sono la Costa D'Avorio ed il Ghana che da soli contano per circa il 50% della produzione. Altri importanti produttori sono l'Indonesia, la Nigeria ed il Brasile. I rendimenti di mercato negli ultimi 2 anni sono stati positivi. Le attese sono per un passaggio da deficit a surplus di produzione nel 2008 sebbene ultimamente gli siano aumentate le preoccupazioni circa la produzione del prossimo anno a causa di una malattia che sta colpendo le piante in Costa d'Avorio.

| | 2005/06 | 2006/07 | 2007/08 | 2008/09 |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Produzione | 3674 | 3472 | 3746 | 3817 |
| Consumi | 3462 | 3540 | 3677 | 3717 |
| Surplus/Deficit | 176 | -103 | 32 | 61 |
| Scorte | 1860 | 1757 | 1789 | 1850 |
| Scorte/Consumi % | 53.7% | 49.6% | 48.7% | 49.8% |

Fonte: International Cocoa Organization (ICCO)

Fig. 10 Cacao (Migliaia tonnellate)

Le considerazioni fin qui evidenziano come il comparto delle materie agricole presenti in **prospettiva** la possibilità di riuscire a beneficiare sia del **maggior utilizzo in chiave energetica**, sia dell'**atteso aumento della domanda soprattutto da parte dei paesi emergenti**, beneficiando dell'aumento del reddito pro-capite in quest'area conseguente al favorevole andamento della crescita. Così ad esempio l'USDA stima che per ogni dollaro di incremento del reddito nei paesi industrializzati, circa il 10% venga destinato al consumo di beni alimentari. Tale percentuale arriva invece fino al 40% nel caso dei paesi emergenti. Di conseguenza i periodi di crescita favorevole nell'area emergente, presentano potenzialmente un impatto più marcato sulla domanda di beni alimentari e quindi di materie prime agricole, con conseguenti potenziali risvolti favorevoli sull'andamento dei prezzi del comparto in esame. In questo caso il ruolo maggiore è ovviamente svolto dall'andamento dell'economia cinese, che le previsioni del Fmi dello scorso aprile proiettano in crescita del 9,5% nel 2008.

Inoltre le materie prime agricole potrebbero essere maggiormente essere utilizzate dagli investitori istituzionali **per diversificare il proprio portafoglio**. L'analisi di correlazione su archi temporali di medio/lungo periodo del comparto degli agricoli, evidenzia infatti una bassa correlazione con altre asset class (**Fig.11**).

| | 2000-2007 | 2003-2007 |
|----------------------------|-----------|-----------|
| GSCI ER INDUSTRIALI | 0.14 | 0.07 |
| GSCI ER PREZIOSI | 0.13 | 0.26 |
| GSCI ER ENERGIA | -0.04 | -0.16 |
| DJ EUROSTOXX | 0.11 | 0.18 |
| S&P 500 | 0.22 | 0.26 |
| TASSO EURO 10Y | 0.003 | 0.04 |
| TASSO EURO 2Y | 0.09 | 0.01 |
| GSCI ER GENERALE | 0.07 | -0.06 |

Fonte: Bloomberg

Fig. 11: correlaz. indice GSCI Excess Return Agric. vs altri indici

Inoltre gli investitori potrebbero essere anche maggiormente attratti dalla **possibile rotazione settoriale** all'interno delle materie prime a favore del comparto in esame, visto che solo recentemente si è registrato l'inizio di un possibile trend rialzista per le materie prime agricole a fronte invece di un trend analogo già ampiamente in atto sugli altri tre comparti, energetico, metalli industriali e preziosi (**Fig.12**).

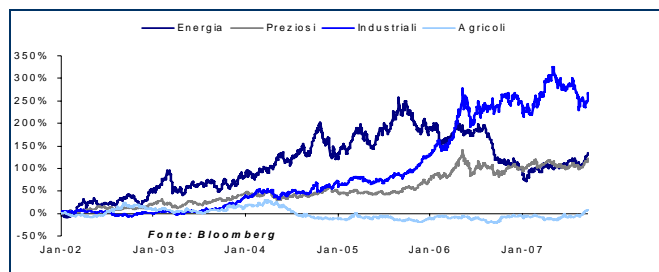


Fig.12 Indici S&P GSCI Excess Return: variazione % da fine 2001

In conclusione, a livello di comparto delle materie prime agricole, i principali *driver* che presentano un potenziale effetto supportivo dei prezzi nel medio termine sono rappresentati da:

- 1) **incremento della domanda** a sua volta collegata a :
 - a. aumento del **consumo di beni alimentari** soprattutto dall'area emergente;
 - b. **maggior utilizzo come sostituto di materie prime energetiche**;
- 2) maggior utilizzo del comparto in esame in chiave di **diversificazione di portafoglio** da parte degli investitori cercando allo stesso tempo di sfruttare l'eventuale rotazione settoriale all'interno dell'intero comparto materie prime.

I **principali fattori di rischio** sono da ricollegarsi a: 1) eventuale minor utilizzo delle materie prime agricole in chiave energetica a

causa ad esempio del potenziale maggior utilizzo di altre fonti rinnovabili; 2) rallentamento dell'area emergente con conseguente impatto negativo sulla domanda di beni alimentari.

AVVERTENZE

Il presente Documento è distribuito da MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. ("MPS Capital Services"), a mezzo posta e/o in forma elettronica, esclusivamente ad investitori istituzionali ovvero ad operatori qualificati, così come definiti nell'art. 31 del Regolamento Consob n° 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni.

MPS Capital Services è una società appartenente al Gruppo MPS ed un intermediario autorizzato ai sensi di legge.

Il Documento è destinato esclusivamente all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandataria.

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede, tuttavia né MPS Capital Services né altra società appartenente al Gruppo MPS rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, 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 dello stesso, e non vi è alcuna garanzia che risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.

Tutte le opinioni espresse nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso.

Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo.

MPS Capital Services e nessuna delle società del Gruppo MPS, né alcuno dei loro amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento.

MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento.

Per esempio MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services potrebbe strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati.

Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi.

Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mpsfinance.it ed alle relative condizioni del servizio.

Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.