

## Più cautela sulle commodity dopo lo storno del petrolio

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo ma sale la cautela.** Il rinnovo dell'OPEC degli attuali tagli alla produzione sino a marzo 2018 e oltre, se necessario, non è parso in grado di sostenere le quotazioni del greggio: restano la crescita dell'offerta statunitense (*shale-oil*) e le elevatissime scorte mondiali a minacciare il comparto, tutti fattori che alimentano un *sentiment* non particolarmente positivo nel breve termine. In aggiunta, il recente intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente aumenta i rischi geopolitici, complicando ulteriormente lo scenario. Questo quadro, pur facendoci restare prudentemente fiduciosi circa un ribilanciamento del mercato del petrolio nel 2° semestre del 2017, confermando così un Outlook Moderatamente Positivo, ci spinge a rivedere al ribasso i nostri livelli di stima. Le previsioni Intesa Sanpaolo: 1) per il Brent: scendono a 49 da 54 dollari al barile per il 3° trimestre 2017 e a 53 da 55 dollari per il 4° trimestre 2017; 2) per il WTI: a 46 (da 52) dollari per il 3° trimestre 2017 e a 51 dollari (da 53) per il 4° trimestre 2017. Brent e WTI vengono stimati per il 2018, rispettivamente, a 53,5 e 51,5 (da 55,8 e 53,8) dollari al barile.

**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale sul comparto.** Ribadiamo il nostro Outlook Neutrale, visto il blando apprezzamento del dollaro, a fronte del costante ciclo di rialzi della Fed, e la debolezza dei fondamentali nel loro insieme. Resta ferma l'ipotesi che nella seconda parte dell'anno lo scenario potrebbe migliorare e la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione potrebbe aumentare, fungendo da supporto al comparto. In attesa che si concretizzi l'auspicata politica fiscale espansiva dell'amministrazione Trump, ad oggi ancora priva di dettagli, le aspettative di inflazione hanno subito un duro colpo, dopo lo storno del petrolio delle ultime sedute. Solo uno scenario di surriscaldamento dei prezzi potrà favorire il possibile miglioramento dell'Outlook.

**Metalli Industriali: l'Outlook resta Moderatamente Positivo ma permane l'invito alla cautela.** Pur restando intatto un certo consolidamento delle quotazioni che giustifica un ottimismo sul comparto, permangono gli appelli alla prudenza, vista la corsa di alcuni metalli. Lo scenario macroeconomico è favorevole, viste le previsioni di una crescita economica mondiale stabile. Nel breve periodo ci attendiamo però ancora qualche turbolenza sulle quotazioni. Il mercato appare sfiduciato dalle promesse mancate in termini di politica fiscale espansiva ed infrastrutture da parte di Trump. Tuttavia, potrebbero permanere forti pressioni al ribasso sui prezzi di tutti i metalli ad uso industriale per il timore di un rallentamento cinese e il rischio di un dollaro più forte delle attese, visto che il processo di restrizione monetaria sarà comunque implementato dalla Fed. Alla luce di questo scenario, confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo sui Metalli Industriali, sottolineando però un'augmentata prudenza visto il complicarsi del quadro.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano i temi che muovono gli Agricoli, rispetto alla prima parte del 2017, tratteggiando un quadro non positivo che supporta il consolidamento al ribasso in atto negli ultimi mesi. L'offerta mondiale di cereali resta abbondante e questo giustifica la debolezza dei prezzi, anche se la FAO segnala un marginale ribasso per le proiezioni produttive relative alla prossima stagione. E' necessario che il rapporto fra scorte e consumi migliori, come suggerito anche dalla FAO e dal WASDE statunitense, affinché si possa ipotizzare un recupero più stabile delle quotazioni delle granaglie. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta tale solo in virtù del fortissimo ribasso in atto sulle quotazioni, che consolida ma non si aggrava, in attesa di un auspicato rimbalzo fisiologico dei prezzi.

28 giugno 2017

15:00 CET

Data e ora di produzione

28 giugno 2017

15:06 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Mario Romani  
Analista Finanziario

### Outlook Settoriale\*

	Giù.	Mag.
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-Datastream

### Performance commodity

(%)	2017	2016
WTI	-17,6	45,0
Brent	-17,9	52,4
Gas Naturale	-18,4	59,3
Gasolio	-15,5	53,6
Oro	8,1	8,6
Argento	4,5	15,8
Rame	5,8	17,7
Alluminio	11,2	12,3
Zinco	7,4	60,6
Nickel	-7,6	13,6
Mais	2,1	-1,9
Frumento	11,1	-13,2
Soia	-8,6	14,4
Cacao	-14,1	-33,8
Zucchero	-35,2	28,0
Caffé	-10,4	8,2
Cotone	5,4	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 27.06.2017

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.06.17	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.095,5	-13,3	-34,3	-51,2
GSCI Energia	340,7	-21,6	-47,3	-62,2
GSCI Met. Preziosi	1.510,5	7,3	4,5	-24,4
GSCI Met. Industriali	1.197,6	6,7	4,8	-16,6
GSCI Prod. Agricoli	398,1	-7,6	-21,5	-44,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.06.2017.

### 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

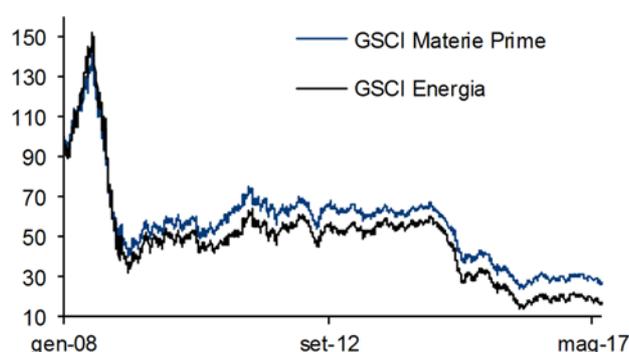
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.06.2017 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: forte storno nonostante il rinnovo dei tagli fino a marzo 2018

Frenano le commodity, pesano il deciso storno dell'Energia e il calo degli Agricoli. Permangono i timori circa il recupero delle quotazioni delle materie prime nel 2017. Il deciso quanto inatteso calo dell'Energia, nonostante il rinnovato accordo sui tagli al petrolio, sta rallentando l'indice delle risorse di base nel suo complesso. Il 2016 è stato un anno positivo per le commodity, il primo dal 2012, e questo ha suggerito forse un troppo facile ottimismo anche per l'anno in corso. Il ciclo di rialzo dei tassi Fed prosegue, pur con le titubanze su quando sia il 3° ed ultimo rincaro annuale del denaro (dopo l'estate o a fine anno?), ma senza un apprezzamento sensibile del dollaro, elemento che gioca a favore delle materie prime, i cui derivati finanziari sono espressi nella valuta USA. La vittoria, carica di promesse espansive, di politiche fiscali aggressive e di ritorno della spesa pubblica per opere pubbliche, da parte di Trump è rimasta sulla carta, lasciando l'onere della domanda di risorse di base solo al ciclo economico cinese. Tutti fattori che non tratteggiano un quadro univoco di forza per le commodity, accrescendo i dubbi sull'ulteriore recupero dei comparti. Sul fronte petrolifero, nonostante l'estensione dei tagli decisa dai produttori OPEC e non-OPEC, il mercato ha avuto una reazione negativa, pur apprezzando il prolungamento di 9 mesi a parità di ammontare (1,8 milioni di barili al giorno). In particolare, preoccupano la crescita dell'offerta non-OPEC, meno vincolata agli accordi, e il forte ritorno dello *shale-oil* USA. Lo scenario centrale resta di cauto ottimismo sulle materie prime, con l'aumento della domanda di risorse di base che può derivare solo da un'effettiva crescita dell'economia globale, i cui segnali, almeno per il momento, tardano ad arrivare seppur in un contesto previsionale di fiducia. La crescita mondiale è legata a doppio filo al recupero ulteriore del ciclo negli Stati Uniti e alla razionalizzazione dell'economia in Cina. La spesa in infrastrutture dovrebbe crescere negli Stati Uniti e rimanere forte in Cina con risultati positivi per la domanda di risorse di base.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



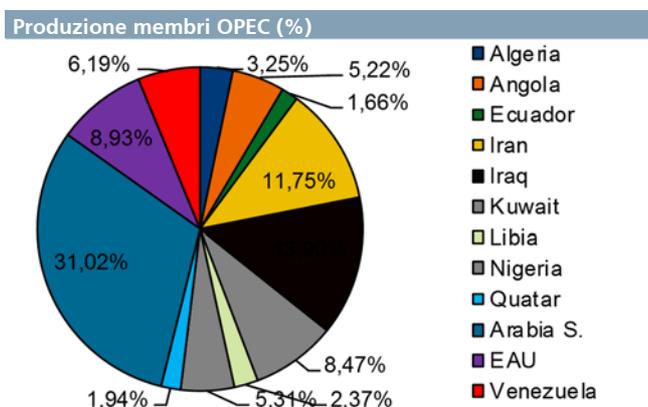
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 27.06.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.095,5	-13,3	-34,3	-51,2
GSCI Energia	340,7	-21,6	-47,3	-62,2
WTI (\$)	44,2	-17,6	-25,8	-43,1
Brent (\$)	46,7	-17,9	-26,3	-48,9
Gas Naturale (\$)	3,0	-18,4	9,5	11,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC: accordo rinnovato ma tensioni nel mondo arabo, cresce il dissenso.** L'atteso meeting OPEC di Vienna del 25 maggio, a cui partecipavano anche alcuni produttori non-OPEC, ha ratificato un'estensione di nove mesi dei tagli alla produzione (-1,8 milioni di barili giornalieri) fino a marzo 2018. Nigeria e Libia sono state ancora una volta esentate, mentre l'Iran mantiene inalterato il proprio obiettivo produttivo post embargo. Sinora, l'OPEC ha registrato un elevato rispetto dell'accordo e non ci sono motivi che indichino un peggioramento sino a che i principali attori, Arabia Saudita e Russia, avranno interesse a mantenere in vita l'accordo. Nel 2018 è prevista l'IPO di Saudi Aramco e ci saranno le elezioni presidenziali in Russia, due eventi che dovrebbero vedere i due attori avere convenienza a mantenere basse le tensioni sul mercato petrolifero. Ciò nonostante sono aumentate le tensioni geopolitiche nell'area mediorientale. Nel corso del suo primo viaggio di stato a Riyadh (lo scorso maggio), il presidente Trump ha sancito un netto cambio nella politica estera statunitense. L'Iran è stato definito il principale finanziatore, e quindi responsabile, del terrorismo islamico. Mossa atta a rinsaldare i legami con la Famiglia Saudita, le cui conseguenze hanno portato, il 5 giugno, Arabia Saudita, Emirati Arabi, Bahrain, Egitto e altri piccoli Paesi alleati ad annunciare la sospensione dei rapporti diplomatici con il Qatar (membro OPEC e forte produttore di gas naturale), per ritorsione contro il presunto supporto a gruppi terroristici. Sale quindi la tensione fra Arabia Saudita e Iran (ovvero fra Sunniti e Sciiti, differenza religiosa che mina internamente il mondo islamico). Il 7 giugno a Teheran si sono verificati alcuni attentati ad opera di jihadisti dell'ISIS. Molti esponenti politici in Iran hanno immediatamente attribuito all'Arabia Saudita la responsabilità "occulta" degli atti terroristici. Si innalza pertanto il rischio che le tensioni fra Sauditi ed Iran finiscano per interferire con l'accordo siglato in seno al Cartello.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.05.2017

**EIA: dopo l'accordo è probabile un mercato petrolifero in deficit nel 2017.** Nell'ultimo Short-Term Energy Outlook, l'EIA (Energy Information Administration) ha rivisto le stime di domanda e offerta, tenendo conto dell'estensione dell'accordo fra OPEC e Russia. A patto che gli attori dell'accordo siano rigorosi nel rispettare i tagli fino a marzo 2018, i fondamentali sono inevitabilmente previsti in netto rafforzamento. Il bilancio di mercato dovrebbe esprimere un deficit nel 2017 di -0,2 milioni di barili giornalieri (mb/g) e potrebbe tornare in modesto surplus nel 2018 (+0,1 mb/g). L'alto livello delle scorte mondiali dovrebbe ridursi quest'anno, per poi tornare a crescere, seppur lentamente, nell'anno successivo, specie se i tagli non verranno estesi. La crescita della produzione di *shale-oil* statunitense (+0,5 mb/g nel 2017 e +0,7 mb/g nel 2018) appare il principale motivo di ostacolo agli sforzi dell'OPEC.

**OPEC: produzione di maggio in aumento a 32,14 milioni di barili giornalieri.** L'ultimo report mensile dell'OPEC (*Monthly Oil Market Report*) segnala che l'output del Cartello si è attestato a maggio a 32,14 milioni di barili, in aumento dai 31,8 milioni di barili del mese precedente, spinto in particolare dalla forte ripresa delle estrazioni in Libia e Nigeria, due paesi che pur facendo parte dell'OPEC non sono stati coinvolti nell'accordo sui tagli. Anche la produzione in Iraq, il secondo produttore alle spalle dell'Arabia Saudita, è salita più di quanto atteso, creando forte malcontento all'interno del Cartello. Nel dettaglio, la produzione libica è cresciuta di 178.000 barili al giorno e raggiunge dunque 730.000 barili dopo i recenti segnali di convergenza tra le fazioni rivali che si contendono il controllo del Paese mediterraneo e dei suoi pozzi. La Nigeria ha di fatto semplicemente ripreso il controllo dei suoi oleodotti, accettando di pagare una sorta di riscatto ai ribelli ma garantendosi il regolare passaggio del prodotto. Il ministro dell'energia dell'Arabia Saudita, Khalid al-Falih, ha detto che il mercato necessita di un ribilanciamento e, di conseguenza, Riad intende tagliare di circa 50 milioni di barili lo stoccaggio. Le esportazioni di greggio dell'Arabia Saudita, secondo i dati pubblicati dalla Joint Organizations Data Initiative (JODI), ad aprile sono già scese a 7,006 milioni di barili al giorno da 7,232 milioni del mese precedente.

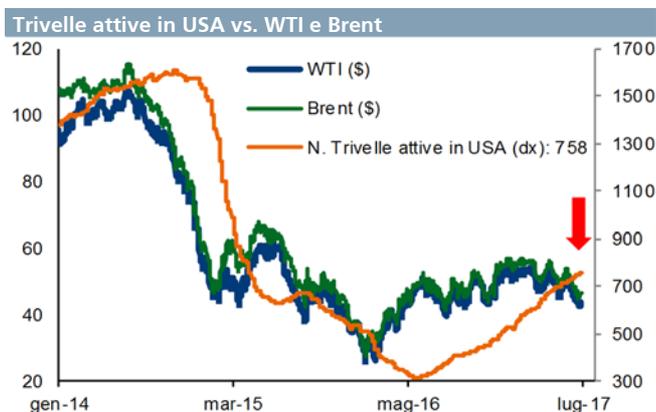
**IEA: domanda mondiale modesta, sale la produzione OPEC e non-OPEC ma pesa lo *shale-oil* USA.** Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy Agency) sostiene che le scorte globali di petrolio continuano a rimanere su livelli "eccessivi". Benché la crescita della domanda globale sia stata di 0,9 milioni di barili al giorno (mb/d) già nel 1° trimestre, si è già registrata un'inaspettata accelerazione anche nel 2° trimestre. Complessivamente, nel 2017, la domanda dovrebbe attestarsi in media a 1,3 mb/d per poi salire moderatamente a 1,4 mb/d nel 2018, portando la richiesta mondiale di petrolio a 99,3 mb/d. La produzione di petrolio dell'OPEC è salita di 290.000 barili al giorno, a 32,08 milioni di barili al giorno, record dall'inizio dell'anno. Questo a dispetto dell'accordo con cui i paesi del Cartello si sono impegnati a rispettare un tetto di produzione giornaliera. L'impegno è dimostrato nei numeri, con un tasso di adesione all'accordo pari al 96% da inizio anno, a conferma di come l'intesa venga comunque osservata. Tuttavia, a sostenere la crescita dell'output sono stati gli incrementi dell'offerta di Libia e Nigeria, paesi che sono esenti dall'obbligo di rispettare l'accordo. In generale, l'offerta globale di petrolio (OPEC e non-OPEC) è salita a maggio di 585.000 barili al giorno a 96,69 milioni di barili, con un incremento su base annua di 1,25 milioni di barili, al ritmo record dal febbraio del 2016, sostenuta soprattutto dagli Stati Uniti, che vedono l'innalzamento delle stime sulla produzione USA di 90.000 barili al giorno nel 2017, a quota 13,1 mb/d. Le trivellazioni attive sul suolo USA a fine giugno erano pari a 758 unità, con un balzo del 137% sul dato di un anno prima. L'output di greggio dovrebbe crescere di 430.000 barili al giorno e quello di gas naturale di 190.000 barili al giorno.

**Performance di medio termine**

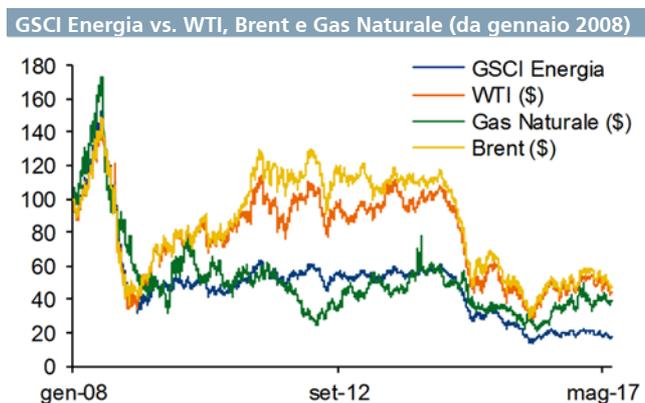
	27.06.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	340,7	-10,0	-13,5	-11,7	-21,6
WTI (\$)	44,2	-8,5	-18,2	-7,5	-17,6
Gas Naturale (\$)	3,0	-1,9	-22,7	4,1	-18,4
Gasolio (\$)	423,3	-7,9	-15,4	-1,2	-15,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

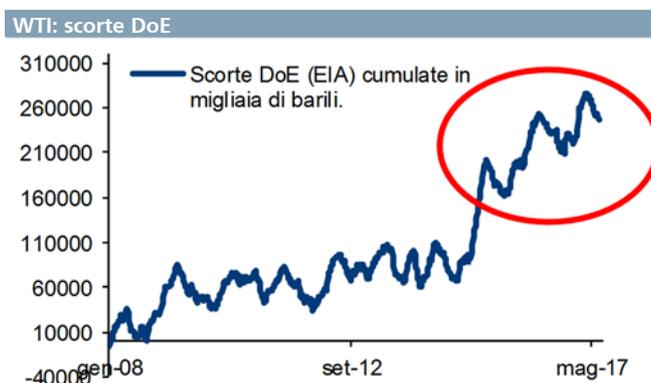
**Dinamica delle scorte USA.** Non cambia il quadro sulle scorte USA di petrolio: secondo le ultime rilevazioni di API ed EIA, rimangono a livelli molto elevati rispetto agli ultimi anni, confermandosi come un grosso ostacolo al recupero delle quotazioni del greggio. Le statistiche settimanali API (American Petroleum Institute) sulle scorte USA hanno evidenziato un inatteso accumulo delle riserve di greggio e benzina (+851.000 barili contro attese di -2,6 milioni di barili) la scorsa settimana. Lo *shale-oil* americano, estratto tramite trivellazioni nella roccia, sta tornando con forza sul mercato proprio grazie all'aumento dei prezzi al barile, che copre gli onerosi costi di questo tipo di estrazione. Resta dominante l'idea secondo cui, fino a una soglia minima di 45 dollari al barile, permane la convenienza all'estrazione degli oli di scisto. Scenario certificato anche dalla statistica Baker-Hughes, che censisce il numero di trivelle attive negli USA e che registra un costante aumento delle medesime, di pari passo col rialzo delle quotazioni petrolifere.



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



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

**Il quadro sul Gas Naturale: la produzione di energia elettrica guida il rialzo.** Il mercato del gas naturale è in rialzo sulla rottura dei recenti massimi dovuta ad un aumento dei consumi. I meteorologi prevedono un mese di luglio con temperature leggermente sopra la norma, anche se non alte quanto lo scorso anno. I generatori di energia elettrica, alimentati a metano nelle grandi centrali, consumeranno una quantità di gas leggermente sopra la norma in risposta all'aumento della domanda di condizionamento d'aria, ma probabilmente meno di quanto avvenuto nel 2016. In agosto le temperature dovrebbero essere vicine alla media ma è presto per stabilire che impatto avranno sui consumi di metano. Queste previsioni potrebbero comunque non essere abbastanza allettanti da incoraggiare gli investitori a entrare in un mercato già fortemente in rialzo. Le scorte infatti sono sopra la media in questo momento dell'anno e la produzione è in leggero aumento. Anche questo potrebbe spingere gli investitori ad attendere uno storno delle quotazioni prima di entrare nuovamente sui derivati finanziari del gas naturale.

**Outlook Moderatamente Positivo ma sale la cautela.** Per quanto riguarda il nostro Outlook Moderatamente Positivo, il rinnovo dell'OPEC degli attuali tagli alla produzione sino a marzo 2018 e oltre, se necessario, non è parso in grado di sostenere le quotazioni del greggio: restano la crescita dell'offerta statunitense (*shale-oil*) e le elevatissime scorte mondiali a minacciare il comparto, tutti fattori che alimentano una *sentiment* non particolarmente positivo nel breve termine. In aggiunta, il recente intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente aumenta i rischi geopolitici, complicando ulteriormente lo scenario. Il Brent dovrebbe continuare a scambiare in un intervallo contenuto intorno al livello di 51 dollari al barile (da 55), in media, nella seconda parte dell'anno. Difficile un rialzo nel 3° trimestre, visto il deciso deterioramento dei fondamentali che si prevede nel 2018. Lo spread fra Brent e WTI è previsto a 3 dollari circa nel 3° trimestre 2017 e successivamente a 2 dollari sino a fine 2018, in attesa che l'amministrazione Trump chiarisca se modificherà o meno la tassazione di importazioni ed esportazioni. Lo scenario centrale vede il greggio difficilmente sopra la soglia dei 60 dollari, senza un inatteso aumento della domanda o tensioni restrittive dal lato dell'offerta. Segnali di rallentamento della domanda in Asia sono già visibili: le importazioni di greggio in Giappone, a maggio, sono scese del 13,5% e in India sono calate del 4,2%, mentre in Cina la richiesta frena, pur mantenendosi vicina ai massimi storici. Infine, gli alti prezzi stimolerebbero infatti la produzione da fonti non-convenzionali, aumentando quindi l'offerta totale; è evidente il riferimento all'aumento dello *shale-oil* americano. I Ministri dell'Energia di Nigeria e Iran hanno nuovamente ribadito come l'intervallo di prezzo ideale a dare stabilità al mercato, a stimolare gli investimenti e sostenere i consumi sia fra i 50 e i 60 dollari al barile, mentre il limite di 60 dollari è ancora percepito come un livello difficile da violare al rialzo. Questo quadro, pur facendoci restare prudentemente fiduciosi circa un ribilanciamento del mercato del petrolio nel 2° semestre del 2017, confermando così un Outlook Moderatamente Positivo, ci spinge a rivedere al ribasso i nostri livelli di stima. Le previsioni Intesa Sanpaolo: 1) per il **Brent**: scendono a 49 da 54 dollari al barile per il 3° trimestre 2017 e a 53 da 55 dollari per il 4° trimestre 2017; 2) per il **WTI**: a 46 (da 52) dollari per il 3°

trimestre 2017 e a 51 dollari (da 53) per il 4° trimestre 2017. Brent e WTI vengono stimati per il 2018, rispettivamente, a 53,5 e 51,5 (da 55,8 e 53,8) dollari al barile. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili, invece, nella sottostante tabella delle previsioni.

**Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore 3° trim.		4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	27.06.17	2017	2017	2018	2017	2018
WTI (\$)	44,2	53,0	55,0	56,0	53,4	57,0
Brent (\$.)	46,7	55,0	58,0	58,0	55,5	60,2
Gas Nat. (\$)	3,0	3,1	3,3	3,3	3,1	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

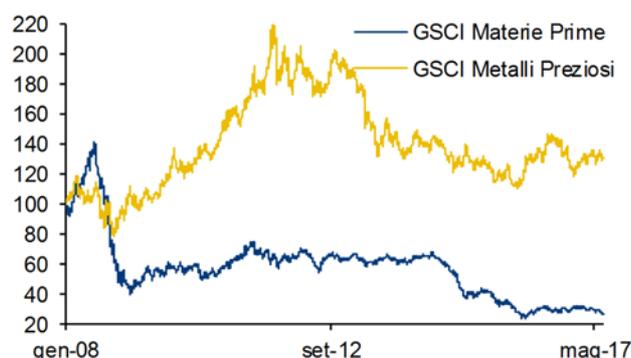
	Valore 3° trim.		4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	27.06.17	2017	2017	2018	2017	2018
WTI (\$)	44,2	46	51	49	49,2	51,5
Brent (\$.)	46,7	49	53	51	51,9	53,5
Gas Nat. (\$)	3,0	3,15	3,5	3,5	3,23	3,25

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: consolidano dopo il blando storno di inizio giugno, post Fed

Non cambiano i temi di fondo: la Fed alza ma rimanda la prossima mossa, il dollaro debole resta debole. Sui Preziosi si sta ripresentando lo stesso quadro di debolezza registrato a marzo, alla vigilia del precedente rialzo dei tassi Fed. A inizio giugno, infatti, la Banca centrale USA ha posto in essere il secondo e annunciato rialzo dei tassi. I Preziosi restano quindi deboli pur consolidando sopra quota 1.500, dopo aver bucato al rialzo anche area 1.550. Oro e argento rischiano di essere influenzati negativamente dalle conseguenze della politica monetaria americana, meno restrittiva di quanto atteso a fine 2016 ma sempre all'interno di un ciclo di rialzo dei tassi chiaro. Le titubanze della Fed circa il prossimo rialzo dei tassi (nella prossima riunione autunnale o a fine anno?) si sommano all'ennesimo segnale di indebolimento negli Stati Uniti che rischia di allontanare la prospettiva della prossima stretta Fed. Questo schiaccia ulteriormente la curva dei rendimenti sui governativi penalizzando il dollaro, che storna contro le principali valute. A favore dei Preziosi gioca quindi solo il mancato apprezzamento del dollaro, aspetto che da sempre aiuta il recupero delle quotazioni del comparto. Anche platino e palladio (elementi correlati al ciclo dell'industria) consolidano in un mercato che attende di capire quanto la domanda industriale possa esercitare pressione su questi due metalli. Rispetto alle promesse elettorali di Trump, che vedevano una politica fiscale espansiva con investimenti in infrastrutture pubbliche, il mercato resta in attesa di ulteriori dettagli che possano spingere la domanda di metalli per costruzioni. Al di là dei 200 miliardi di opere pubbliche promesse, sulla carta, ad oggi appare ingiustificato l'anticipato movimento rialzista delle attese d'inflazione, vista la mancanza di atti concreti da parte dell'amministrazione Trump. Un rialzo più strutturale dei Preziosi appare legato al futuro rafforzamento delle aspettative d'inflazione, correlato anche al recupero delle quotazioni petrolifere, dopo lo storno delle ultime settimane e nonostante il rinnovato accordo fra produttori OPEC e non-OPEC sui tagli all'offerta.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.06.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.095,5	-13,3	-34,3	-51,2
GSCI Preziosi	1.510,5	7,3	4,5	-24,4
Oro (\$)	1.246,8	8,1	6,1	-19,7
Argento (\$)	16,6	4,5	5,0	-37,0
Platino (\$)	918,8	1,8	-14,9	-33,9
Palladio (\$)	863,8	26,4	26,8	53,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il quadro sui Preziosi: il mancato apprezzamento del dollaro e le attese di inflazione sono ancora a favore del comparto.

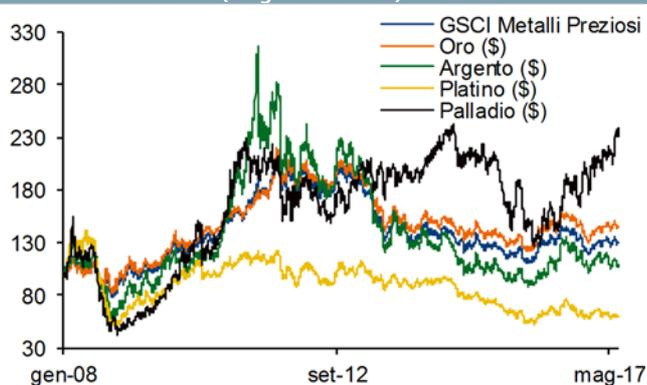
Malgrado alcuni fattori siano ancora a favore dei Preziosi, come le attese di inflazione e un dollaro non particolarmente apprezzato, si accentua la debolezza dell'oro. Dopo che la Fed ha innalzato i tassi d'interesse, lasciando aperta la possibilità a ulteriori incrementi nel corso di quest'anno, il dollaro non ha reagito positivamente ma questo non ha comunque spinto l'oro. A questo quadro si sommano i costanti rialzi dei listini mondiali, che confermano una certa propensione al rischio degli operatori, che hanno preferito asset più rischiosi ma maggiormente profittevoli, tralasciando l'acquisto dei derivati finanziari sul metallo aureo. Anche i prezzi dell'argento, in linea con quelli dell'oro, sono apparsi molto deboli e sembrano puntare al ribasso verso l'obiettivo dei 16 dollari l'oncia, entro il breve termine. Questo nonostante i segnali di forza del dollaro appaiano molto limitati. In questo quadro i prezzi dell'argento potrebbero continuare ancora a soffrire visto che anche dal lato della domanda industriale le tensioni sul metallo appaiono minime. Il calo dei consumi mondiali di argento, legato a una ragionevole diminuzione della produzione di energia da impianti fotovoltaici, rende debole il quadro dei fondamentali, visto l'ulteriore storno del petrolio che rende più convenienti i combustibili fossili. **Platino** e palladio (metalli coinvolti nel ciclo industriale, specie nel settore Auto) divergono nella loro performance da inizio anno; il platino infatti ha subito una decisa battuta d'arresto in aprile e in maggio a causa dei timori sul comparto Auto, che assorbe gran parte del metallo. Il timore resta legato ai numeri positivi sulle immatricolazioni di auto registrati nella parte finale del 2016, che difficilmente potranno ripetersi nel 2017 in assenza di una crescita economica che possa favorire l'acquisto di nuovi autoveicoli. **Palladio**. Da inizio anno, è il palladio la commodity che ha fatto registrare la performance migliore, +25% circa a livelli che non si vedevano dall'agosto del 2014. Nonostante sia un metallo prezioso, la quasi totalità della domanda arriva dal comparto industriale. Il palladio è utilizzato nell'industria chimica, elettronica, gioielliera e, soprattutto, in quella automobilistica, dove è impiegato nella produzione di marmitta catalitiche per motori a benzina (per i diesel viene utilizzato il platino). Per il sesto anno consecutivo, il mercato del palladio è destinato a registrare un deficit di offerta e questo giustifica il consolidamento, sui massimi, in atto. In conclusione, solo l'aumento delle vendite di auto in Cina e USA

potrebbe favorire le attese su entrambi i metalli anche nella seconda parte dell'anno.

Performance di medio termine					
	27.06.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.510,5	-2,0	8,1	-6,7	7,3
Oro (\$)	1.246,8	-0,6	9,5	-5,2	8,1
Argento (\$)	16,6	-8,7	4,0	-6,8	4,5
Platino (\$)	918,8	-4,1	201,1	-6,1	1,8
Palladio (\$)	863,8	8,8	29,3	51,8	26,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale sul comparto.** Ribadiamo il nostro Outlook Neutrale, visto il blando apprezzamento del dollaro, a fronte del costante ciclo di rialzi della Fed, e la debolezza dei fondamentali nel loro insieme. Resta ferma l'ipotesi che nella seconda parte dell'anno lo scenario potrebbe migliorare e la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione potrebbe aumentare, fungendo da supporto al comparto. Ancora valida l'idea secondo cui le differenti fasi di propensione o avversione al rischio (stante un probabile rafforzamento del dollaro) saranno i fattori alla base della spinta, più o meno rialzista, di oro e argento. Spinta favorita altresì da un quadro di aspettative sull'inflazione comunque in crescita. Il tutto però in uno scenario in cui la Fed resta pienamente all'interno del ciclo di rialzo dei tassi nel corso del 2017, percorso che potrebbe finire per rafforzare la valuta USA, anche qualora la Fed decidesse di collocare il prossimo rialzo addirittura a dicembre (e non dopo l'estate), con effetti probabilmente negativi sui Preziosi. Ribadiamo pertanto come posizionarsi su asset in grado di preservare il potere d'acquisto sia ancora una scelta preferibile per gli investitori, in attesa che si concretizzi l'auspicata politica fiscale espansiva dell'amministrazione Trump, ad oggi ancora priva di dettagli in grado di convincere gli investitori. Il tutto in una fase in cui le aspettative di inflazione hanno subito un duro colpo, dopo lo storno del petrolio delle ultime sedute. Solo uno scenario di surriscaldamento dei prezzi potrà favorire il possibile miglioramento dell'Outlook.

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

	Valore 3° trim. 27.06.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
Oro (\$)	1.246,8	1.242,5	1.230,0	1.260,0	1.240,6
Argento (\$)	16,6	17,6	17,6	18,3	17,7
Platino (\$)	918,8	980,0	1.000,0	1.050,0	987,0
Palladio (\$)	863,8	792,5	800,0	807,5	777,1

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 3° trim. 27.06.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
Oro (\$)	1.246,8	1.280	1.290	1.285	1.262
Argento (\$)	16,6	17,8	18,3	18,3	17,7
Platino (\$)	918,8	900	890	880	926
Palladio (\$)	863,8	810	790	780	795

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: persiste una marginale ma cauta tensione rialzista

Si conferma il consolidamento in area 1.200. Si rafforza il rialzo dei prezzi dei Metalli Industriali da inizio anno, anche se permane un certo rallentamento dell'intensità del movimento e prevale la stabilizzazione delle quotazioni a 1.200. Il rialzo di fine 2016 e il movimento di accumulo dell'ultimo trimestre restano correlati alla domanda dalla Cina, nonostante i nuovi target di crescita fissati, al ribasso, dal Governo di Pechino. L'attività manifatturiera cinese si è improvvisamente ridotta in maggio, per la prima volta in 11 mesi, con le imprese che hanno tagliato un alto numero di posti di lavoro come conseguenza dell'indebolimento della domanda e vista la riduzione dei prezzi che mette sotto pressione i profitti. Fondamentalmente la Cina proseguirà nel processo di transizione da economia esclusivamente esportatrice a una che abbia anche un mercato interno efficiente, guidato anche da una domanda domestica forte. La robustezza del comparto delle costruzioni cinese, accompagnata dal costante rialzo dei prezzi delle case – dinamica che è necessario tenere sotto controllo verificando che non si creino tensioni ulteriori, come auspicato dallo stesso Governo – resta il fattore fondamentale per i Metalli. Provare a rallentare il surriscaldamento del settore immobiliare non vuol dire però frenare il maggior elemento di contribuzione al PIL cinese. In questo momento lo sperato apporto dell'amministrazione Trump alla domanda di Metalli Industriali, attraverso il varo di un piano di espansione fiscale in opere pubbliche, non appare convincente. I pochi dettagli forniti sui 200 miliardi per infrastrutture annunciati rendono incerto l'impatto che questo piano potrà avere sui Metalli Industriali.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.06.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.095,5	-13,3	-34,3	-51,2
GSCI Industriali	1.197,6	6,7	4,8	-16,6
Rame (\$)	5.858,0	5,8	1,8	-20,7
Alluminio (\$)	1.883,0	11,2	10,5	2,1
Zinco (\$)	2.747,3	7,4	35,7	56,3
Nickel (\$)	9.260,0	-7,6	-25,6	-42,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

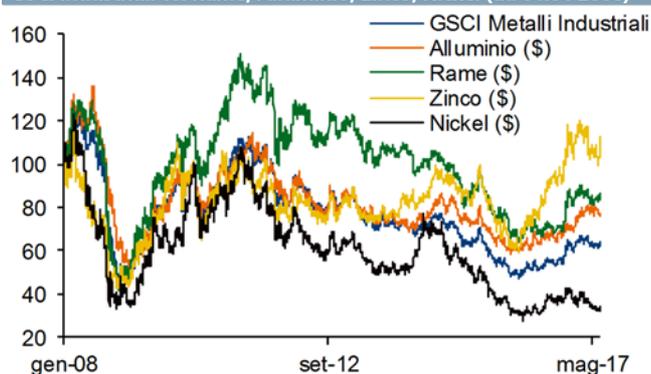
**Cina: attività manifatturiera in rallentamento.** Col settore manifatturiero che appare soggetto a pressioni crescenti, come visto nel mese di maggio, appare inevitabile che l'economia cinese rischi di essere in traiettoria discendente. L'indice **PMI manifatturiero finale di maggio, elaborato da Caixin**, si è attestato a 49,6 (sotto la soglia dei 50 punti che separa le rilevazioni di crescita da quelle di contrazione) da 50,3 del mese precedente; le attese erano per un calo più limitato, a 50,1. Il dato va in netto contrasto con il PMI manifatturiero ufficiale, che aveva invece confermato un'attività manifatturiera in crescita nel Paese. Sullo sfondo il target di crescita del 6,5% nel 2017 resta un obiettivo ambizioso, confermando la strategia cinese di rinunciare a qualche decimo di punto di crescita a fronte di un miglioramento della qualità dell'economia, senza ridimensionare il peso dell'economia cinese sul PIL mondiale. La **produzione industriale** ha registrato una crescita del 6,5% a maggio rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, medesimo dato registrato ad aprile (ma in rallentamento rispetto al 7,6% di marzo). Si tratta di un trend superiore a quello previsto dagli analisti, che puntavano su un aumento del 6,4%. Le **vendite al dettaglio** hanno registrato, sempre a maggio, una crescita del 10,7% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Nei primi cinque mesi dell'anno le vendite al dettaglio hanno registrato una crescita del 10,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tutti dati che confermano un quadro di cautela nei confronti del gigante asiatico.

**Il mercato immobiliare in Cina resta forte.** Ventesimo mese consecutivo di rialzo, in maggio, per i **prezzi delle case** nelle maggiori città della Cina. Secondo quanto comunicato dall'Ufficio nazionale di statistica, la stabilizzazione del mercato immobiliare mostra però segnali di rallentamento e il progresso annuo dei prezzi del 10,4% segnato lo scorso mese è in ulteriore arretramento rispetto al 10,7% di aprile (e l'11,3% di marzo), col dato che si allontana però dal 9,2% registrato nell'agosto dello scorso anno. Ulteriore prova del rallentamento arriva anche dal fatto che delle 70 città monitorate 56 hanno segnato variazioni positive mensili contro le 58 di aprile (62 a marzo), anche se su base annua sono state 69 come nel mese precedente.

**L'inflazione sale anche in maggio in Cina.** L'inflazione (CPI) in maggio è cresciuta dell'1,5% a/a, in linea con le aspettative di mercato. I dati rivelano un incremento anche rispetto al dato del

mezzo di aprile (+1,2% rispetto al 2016). L'indice dei prezzi alla produzione (PPI) è aumentato del 5,5% a/a, in calo per il terzo mese consecutivo, dopo il +6,4% registrato ad aprile. Il declino persistente dei prezzi dei minerali di ferro e del carbone conferma le preoccupazioni sul raffreddamento della domanda. Prezzi alla produzione controllati e prezzi delle materie prime in calo traggono uno scenario di ulteriore rallentamento per l'economia cinese.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Ancora prudenza sui Metalli Industriali.** I Metalli restano in un trend di cauto rialzo, anche se lo storno dai massimi delle ultime settimane sta favorendo una fase di consolidamento lontana dai massimi di inizio anno. Incombe sul comparto l'idea di un'eccessiva fiducia nella domanda dalla Cina, l'unico vero motore che può ancora spingere le quotazioni, visto che non ci sarà l'atteso incremento di domanda a seguito della spesa in infrastrutture varata dall'amministrazione Trump. In un quadro però in cui l'apprezzamento del dollaro non si sta manifestando, sebbene la Fed continui nel suo ciclo di rialzo dei tassi.

**Rame. Mercato in surplus nel 1° semestre 2017, maggior fiducia per la seconda parte dell'anno.** L'International Copper Study Group (ICSG), nel suo periodico mensile di giugno, ha previsto che il mercato del rame raffinato abbia archiviato un 2016 di deficit ma meno delle precedenti stime: -107.000 tonnellate nel 2016 contro le -274.000 tonnellate nel 2015 e le -424.000 tonnellate del 2014. Non a caso, la crescita dell'offerta mondiale ha più che equilibrato l'aumento dei consumi globali, visti al livello di 23,43 milioni di tonnellate nel 2016, dai 22,87 milioni di tonnellate del 2015. Il quadro descritto è quindi caratterizzato da un deterioramento nel 1° trimestre 2017, col mercato mondiale che secondo l'ICSG avrebbe segnato un surplus di 309.000 tonnellate nei mesi da gennaio a marzo, a fronte di un surplus di 111.000 tonnellate nel medesimo lasso temporale del 2016. Maggior fiducia nella seconda parte del 2017, quando dovrebbero iniziare a farsi sentire gli effetti degli scioperi nelle miniere di Escondida in Cile e Cerro Verde in Perù e i blocchi di produzione ed esportazioni dalla miniera di Grasberg in Indonesia. Meno produzione ed erosione delle scorte sembrano

indicare un finale d'anno più bilanciato sul mercato, con possibili reazioni positive per le quotazioni del rame.

**Alluminio. Permane la sovraperformance rispetto ad altri metalli, attenzione alla Cina.** Alla base della performance dell'alluminio e al centro del nostro outlook di moderato ottimismo resta la Cina. Le nuove regolamentazioni ambientali nel settore dell'alluminio, in Cina, se efficacemente implementate, potrebbero portare a un riassorbimento dell'eccesso di offerta domestica, e quindi spingere il mercato mondiale dell'alluminio in deficit. Il Governo cinese sembra intenzionato a combattere seriamente sia l'eccesso di capacità produttiva, sia l'elevato inquinamento ambientale tramite stringenti limiti alla produzione, specie nei mesi invernali, quando i fumi di scarico industriali si sommano al riscaldamento delle abitazioni civili. Nel breve periodo manteniamo quindi cautela ma in seguito l'atteso rafforzamento dei fondamentali potrebbe sostenere ulteriormente le quotazioni.

**Zinco. Storno fisiologico delle quotazioni ma deficit di materiale in aumento per fine 2017.** Le quotazioni dello zinco hanno stornato una volta ridotti i timori relativi alle alluvioni in Perù che avrebbero potuto bloccare l'offerta da quell'area. Superate le prese di profitto, i fattori alla base dello zinco restano positivi, a partire dalle regolamentazioni ambientali più stringenti in Cina, che, come per l'alluminio, pendono sul comparto, aumentando la pressione rialzista sui prezzi. L'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) ha pubblicato a giugno un report che pone il mercato mondiale dello zinco in deficit di 15.000 tonnellate per il 2016, a fronte di un'offerta mondiale di 13,71 milioni di tonnellate e un consumo di 13,86 milioni di tonnellate. Per i primi 4 mesi del 2017, l'ILZSG stima un deficit di 12.000 tonnellate a fronte di un'offerta mondiale di 4,49 milioni di tonnellate e un consumo di 4,61 milioni. Il dato dei primi 4 mesi segnala un deficit molto superiore a quello di sole 2.000 tonnellate registrato negli stessi mesi del 2016. Il quadro appena tratteggiato non esclude che il deficit del mercato mondiale possa espandersi ulteriormente nella seconda parte del 2017, visti anche i segnali di contrazione delle scorte che arrivano dalle principali borse di Londra e Shanghai. L'insieme di questi fattori ci spinge a ribadire, anche in questo caso, un outlook di cauto ottimismo.

**Nickel. Si deteriora il sentiment di breve.** Nel breve periodo permangono le preoccupazioni di un mercato caratterizzato da una forte offerta di materiale dal Sud-Est Asiatico (Indonesia, Filippine) e dalla Cina. Non escludiamo però un modesto rialzo delle quotazioni che riflettano un deficit di mercato nel corso del 2017 in grado di mettere pressione sui prezzi del nickel. L'International Nickel Study Group (INSG) prevede una domanda mondiale di nickel raffinato superiore all'offerta di circa 40.000 tonnellate nel 2017, nonostante un probabile incremento dell'estrazione mineraria. Il deficit rimarrà sui livelli del 2016, dopo il surplus di 90.000 tonnellate che aveva caratterizzato il 2015. La domanda mondiale di nickel raffinato è vista salire a 2,11 milioni di tonnellate. A rendere meno

probabile il rialzo dei prezzi resta il ritorno delle esportazioni di minerali a basso contenuto di nickel, dall'Indonesia, dopo anni di blocco. La sostituzione del Ministro dell'Ambiente nelle Filippine ha rimesso in discussione il nuovo impianto di norme di estrazione mineraria e di tutela ambientale. Quel piano aveva le potenzialità per portare alla chiusura di 23 delle 41 miniere (non solo di nickel) attive nel Paese; la sua mancata implementazione riduce i dubbi dal lato dell'offerta di materiale rendendo il nostro Outlook sul nickel meno positivo.

Performance di medio termine					
	27.06.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.197,6	-2,4	6,2	18,4	6,7
Rame (\$)	5.858,0	-0,3	5,6	21,6	5,8
Alluminio (\$)	1.883,0	-3,1	10,4	15,9	11,2
Zinco (\$)	2.747,3	0,2	7,2	37,9	7,4
Nickel (\$)	9.260,0	-7,4	-8,3	-0,9	-7,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'Outlook resta Moderatamente Positivo ma permane l'invito alla cautela.** Pur restando intatto un certo consolidamento delle quotazioni che giustifica un ottimismo sul comparto, permangono gli appelli alla prudenza, vista la corsa di alcuni metalli. Lo scenario macroeconomico è favorevole, viste le previsioni di una crescita economica mondiale stabile. Nel breve periodo ci attendiamo però ancora qualche turbolenza sulle quotazioni. Il mercato appare sfiduciato dalle promesse mancate in termini di politica fiscale espansiva ed infrastrutture da parte di Trump. Tuttavia, potrebbero permanere forti pressioni al ribasso sui prezzi di tutti i metalli ad uso industriale per il timore di un rallentamento cinese e il rischio di un dollaro più forte delle attese, visto che il processo di restrizione monetaria sarà comunque implementato dalla Fed. Alla luce di questo scenario, confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo sui Metalli Industriali, sottolineando però un'aumentata prudenza visto il complicarsi del quadro.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	27.06.17	2017	2017	2018	2017	2018
Rame (\$)	5.858,0	5.700	5.700	5.850	5.738	5.787
Alluminio (\$)	1.883,0	1.815	1.804	1.825	1.836	1.825
Zinco (\$)	2.747,3	2.601	2.600	2.700	2.665	2.622
Nickel (\$)	9.260,0	9.960	10.350	10.762	10.004	10.813

Fonte: consenso Bloomberg

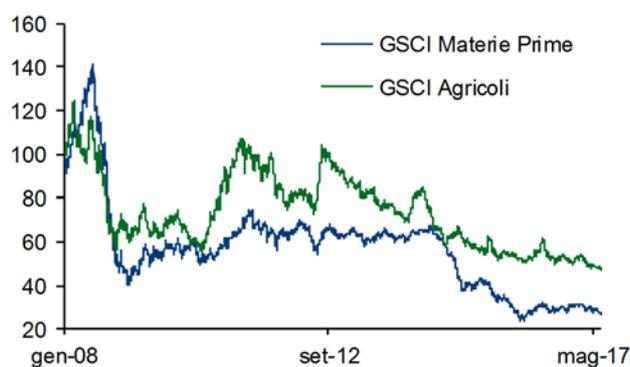
Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi						
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	27.06.17	2017	2017	2018	2017	2018
Rame (\$)	5.858,0	5.650	5.750	5.850	5.735	5.950
Alluminio (\$)	1.883,0	1.905	1.950	1.975	1.905	2.000
Zinco (\$)	2.747,3	2.600	2.700	2.750	2.665	2.775
Nickel (\$)	9.260,0	8.980	9.055	9.200	9.400	9.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: consolidano ai minimi dagli anni '70, permane la cautela

**Consolidano ai minimi di metà anni '70.** Non muta il nostro approccio di cautela circa possibili ulteriori spunti al rialzo sul comparto degli Agricoli. Il deciso consolidamento ribassista degli ultimi mesi appare dominare il mercato, in questa fase in cui ancora si ha scarsa visibilità sui raccolti della stagione estiva in corso. Non cambiano i fondamentali del comparto che restano i medesimi da fine 2016: condizioni metereologiche favorevoli hanno consentito raccolti abbondanti spingendo la crescita delle scorte mondiali di cereali a nuovi record. Situazione rimarcata, ancora una volta, dalle stime FAO (che vedono solo una blanda contrazione della produzione di cereali) e WASDE. Lo scenario di fondo che vede un'abbondante offerta mondiale di cereali non perde consistenza ma anzi accentua la pressione ribassista sui prezzi, a cui si somma un generale rapporto scorte/consumi che alimenta un deciso surplus di offerta per le principali granaglie. Per concludere, non variano i due fattori da osservare con attenzione nei prossimi mesi: quanto incideranno le condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale e le scelte speculative sui derivati finanziari delle granaglie, visto il forte ribasso in essere. Il consolidamento al ribasso può ancora rappresentare una forte occasione speculativa di acquisto, visti i bassi livelli di prezzo raggiunti dalle principali granaglie.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.06.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.095,5	-13,3	-34,3	-51,2
GSCI Agricoli	398,1	-7,6	-21,5	-44,9
Mais (\$ cent)	359,3	2,1	-6,7	-44,9
Frumento (\$ cent.)	453,3	11,1	-19,4	-37,6
Soia (\$ cent)	911,3	-8,6	-9,1	-37,8
Cotone (\$ cent)	74,4	5,4	10,8	9,5
Zucchero (\$ cent.)	12,7	-35,2	8,4	-40,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

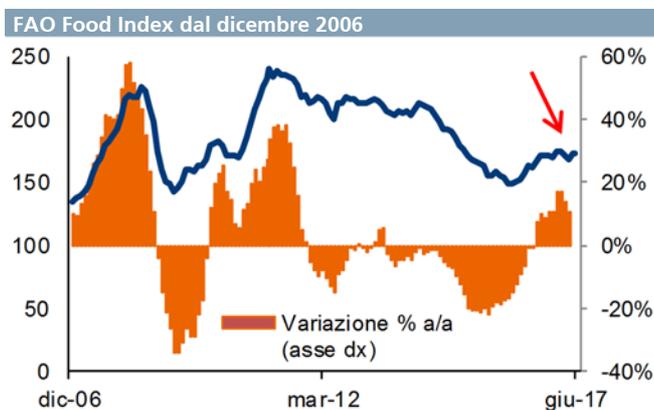
**Il WASDE di giugno.** Il 9 giugno scorso è stato pubblicato il rapporto mensile WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture).

Il rapporto di giugno è il secondo, dopo quello di maggio, a riportare le stime relative alla nuova stagione 2017-2018. Le scorte finali di **frumento** sono viste in rialzo a 261,19 Mt nel 2017-18 da 258,29 Mt di maggio e da 256,43 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 739,53 Mt nel 2017-18 da 737,83 Mt di maggio e da 754,1 Mt del 2016-17. Il consumo globale dovrebbe scendere a 734,77 Mt nel 2017-18 da 734,89 Mt di maggio e rispetto ai 740,25 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta al 35,5% nel 2017-18 dal 35,1% di maggio e dal 34,6% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** dovrebbero scendere a 194,33 Mt nel 2017-18 rispetto a 195,27 Mt di maggio e contro 224,59 Mt nel 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 1.031,86 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.033,66 Mt di maggio e a 1.067,21 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.062,12 Mt nel 2017-18 da 1.062,30 Mt di maggio e rispetto a 1.055,08 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 18,3% nel 2017-18 dal 18,4% di maggio e dal 21,3% del 2016-17. Le scorte finali di **soia** dovrebbero attestarsi a 92,22 Mt nel 2017-18 da 88,81 Mt di maggio e contro 93,21 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 344,67 Mt nel 2017-18 da 344,68 Mt di maggio e da 351,31 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 344,21 Mt nel 2017-18 (invariato da maggio) da 351,31 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 26,8% nel 2017-18, contro 25,8% di maggio e rispetto al 28,1% del 2016-17.

**Il quadro sugli Agricoli.** I prezzi del **frumento** accusano gli effetti dei dati diffusi dal WASDE di giugno, e del quadro non positivo in essere, consolidando al ribasso da inizio anno. L'accumulo di riserve e il ribasso dei prezzi sono il sintomo del superamento dei timori relativi ai danni al raccolto di frumento derivanti dalla siccità nelle pianure USA, anche se lo stesso non si può ancora dire per l'Australia Occidentale, dove la semina di grano è investita da una nuova e intensa ondata di siccità. Ridotte anche le stime sui consumi globali per la prossima stagione a seguito della contrazione della domanda. Scorte globali in calo per il **mais**; piogge e temperature inferiori alla media hanno ostacolato la semina del mais nel MidWest degli Stati Uniti, ma nel corso degli ultimi tre mesi le quotazioni del mais si sono mantenute a livelli molto bassi. Il quadro, tuttavia, potrebbe subire qualche cambiamento nel prosieguo dell'estate, se questa fosse connotata da condizioni climatiche all'insegna di temperature elevate e siccità. Per quanto riguarda la **soia**, il WASDE prosegue nel suo pessimismo, visto l'accumulo di scorte, ma sul mercato molti analisti hanno comunque iniziato a rivedere le loro stime di prezzo, ipotizzando che la soia possa trarre beneficio da una produzione mondiale meno forte dell'atteso, abbinata a una richiesta particolarmente forte dalla Cina.

**Focus sullo zucchero.** Nel mese di maggio le importazioni di zucchero della Cina sono salite oltre le attese, con le aziende cinesi che hanno intensificato gli acquisti prima dell'applicazione

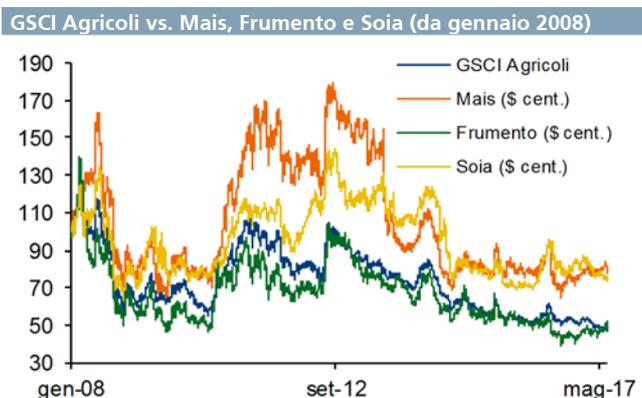
dei dazi sulle importazioni di dolcificante da parte del Governo cinese. L'azione delle autorità cinesi è stata particolarmente intensa: a fine maggio sono stati imposti dazi particolarmente pesanti sulle importazioni di zucchero. Questo ha reso l'acquisto di prodotto da fornitori tradizionali, come Thailandia e Brasile, molto più costoso. L'intervento del Governo non si è limitato all'applicazione di dazi ma prevede anche una sensibile riduzione dei permessi di importazione, scesi di quasi il 50% rispetto all'anno passato. La Cina resta comunque il maggior importatore di zucchero al mondo; nel solo mese di maggio ha importato 186.765 tonnellate, una dimensione che corrisponde a un +38% a/a nello stesso periodo. Le importazioni relative ai primi cinque mesi dell'anno ammontano a 1,27 milioni di tonnellate, in crescita del 26% rispetto all'anno passato, anche a causa dei prezzi contenuti sui mercati.



**L'indice FAO dei prezzi alimentari sale a maggio: +2,2% m/m (+10,2% a/a).** I prezzi alimentari sono aumentati per la prima volta in tre mesi, nel mese di maggio. L'indice dei prezzi FAO ha segnato a maggio una media di 172,6 punti, un rialzo del 2,2% da aprile, e del 10,2% rispetto al maggio dello scorso anno. Il FAO Index è un indice ponderato su base commerciale che misura i prezzi delle cinque principali materie prime alimentari sui mercati e comprende sotto-indici per i prezzi dei cereali, della carne, dei prodotti lattiero-caseari, degli oli vegetali e dello zucchero. A maggio sono aumentati i prezzi di tutti questi sottogruppi, ad eccezione dello zucchero. La crescita dell'indice dei prezzi alimentari, in maggio, è derivata da abbondanti forniture di grano e di mais e dalla ripresa dei prezzi dei semi oleosi e dei loro derivati. Comunque, costi di spedizione in crescita e maggiori volumi di importazione sono destinati a incidere negativamente nella seconda parte di quest'anno.

**La FAO stima scorte ed offerta sostenute per tutti i cereali.** La FAO ha aggiornato le sue previsioni sulla produzione mondiale di cereali per il 2017, nel suo Food Outlook. I prezzi del grano dovrebbero rimanere stabili, soprattutto in questa prima metà della stagione, con le stime sui raccolti lontane dall'essere efficienti. Di contro, la produzione dei cereali secondari, che appare in ritardo rispetto alla stagione in corso, probabilmente manterrà alta la concorrenza tra i principali esportatori. Anche

le forniture di riso si prevede rimarranno sostenute, anche se le scorte potrebbero diminuire, poiché alcuni esportatori hanno deciso di stoccare meno materiale. La produzione mondiale di semi oleosi dovrebbe raggiungere un livello record nel 2017, dovuto principalmente a livelli eccezionali di resa della soia, con l'effetto di vedere ulteriormente aumentate le riserve globali. Le prime indicazioni indicano un mercato ben fornito anche nel 2017/18, segnale ancora negativo per la dinamica rialzista dei prezzi. L'ultimo Bollettino FAO sull'offerta e la domanda mondiale di cereali (Cereal Supply and Demand Brief) prevede una contrazione del 2,2% nella produzione mondiale di grano, pressoché bilanciata dall'ampliamento dell'1,4% della produzione globale di mais (spinta dai buoni raccolti in Sud America e Africa meridionale) e dall'aumento dello 0,7% della produzione mondiale di riso. La produzione mondiale aggregata di cereali è vista in calo dello 0,5%, attestandosi a 2.594 milioni di tonnellate; la FAO ha anche ridotto la sua previsione sull'utilizzo globale di cereali portandola a 2.584 milioni di tonnellate. Infine, la domanda è vista contrarsi più della produzione generando così un ulteriore aumento degli stock di cereali almeno fino al 2018, per un ammontare stimato a 703 milioni di tonnellate. Le proiezioni sulle riserve incorporano i sostanziali cambiamenti in Cina, che sta abbassando sensibilmente le proprie scorte di cereali secondari.



**Performance di medio termine**

	27.06.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	398,1	-6,2	-6,2	-6,2	-7,6
Mais (\$ cent.)	359,3	0,4	3,2	-6,7	2,1
Frumento (\$ cent.)	453,3	6,8	12,9	2,1	11,1
Soia (\$ cent.)	911,3	-6,3	-9,5	-20,8	-8,6
Cotone (\$)	74,4	-3,2	6,7	17,3	5,4
Zucchero (\$ cent.)	12,7	-28,0	-33,4	-36,1	-35,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano i temi che muovono gli Agricoli rispetto alla prima parte del 2017, tratteggiando un quadro non positivo che supporta il consolidamento al ribasso degli ultimi mesi. L'offerta mondiale di cereali resta abbondante e questo giustifica la debolezza dei prezzi, anche se la FAO segnala un marginale ribasso per le

proiezioni produttive relative alla prossima stagione. E' necessario che il rapporto fra scorte e consumi migliori, come suggerito anche dalla FAO e dal WASDE statunitense, affinché si possa ipotizzare un recupero delle quotazioni delle granaglie. All'interno di questo quadro viene di nuovo meno la domanda di etanolo, registrata lo scorso mese, e dovuta alla risalita dei prezzi petroliferi dopo il taglio produttivo deciso dall'OPEC e dagli altri produttori non-OPEC. Lo storno delle quotazioni del petrolio ha di fatto annullato la marginale richiesta di biocarburanti, annullando anche questa possibile tensione sulle granaglie. Questo scenario diminuisce le probabilità di un possibile, seppur blando, rialzo dei prezzi dovuto alla ricerca di combustibili diversi da quelli fossili. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta tale solo in virtù del fortissimo ribasso in atto sulle quotazioni, che consolida ma non si aggrava, in attesa di un auspicato rimbalzo fisiologico dei prezzi.

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

	Valore 3° trim.		4° trim.		1° trim.		Anno		Anno	
	27.06.17	2017	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Mais (\$ cent.)	359,3	372,4	375,0	385,0	370,0	400,0				
Frumento (\$ cent.)	453,3	450,0	455,0	470,0	443,5	485,0				
Soia (\$ cent.)	911,3	953,4	952,9	958,3	975,0	985,0				
Cotone (\$)	74,4	74,0	70,0	69,5	73,0	69,0				
Zucchero (\$ cent.)	12,7	17,0	17,5	17,5	17,8	17,6				

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

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli**

	Valore 3° trim.		4° trim.		1° trim.		Anno		Anno	
	27.06.17	2017	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Mais (\$ cent.)	359,3	364	368	375	367	385				
Frumento (\$ cent.)	453,3	440	445	450	436	450				
Soia (\$ cent.)	911,3	940	950	950	988	965				
Cotone (\$)	74,4	75	75	75	75,8	77				
Zucchero (\$)	388,9	375	365	370	427	385				

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

## Avvertenza generale

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet (JCF), 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 29.05.2017.

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

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

## Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le stime di consenso provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale) e l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA). Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

## Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters.

Le stime di consenso sui metalli preziosi provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio.

Le stime di consenso sui metalli industriali provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, oltre al World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale.

## Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

## Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

## Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/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 agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" 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 sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

## 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  
Cecilia Barazzetta

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi