

## Resta la cautela sulle commodity ma il petrolio recupera

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo, ma si rafforza la prudenza.** Il richiamo dell'OPEC e della Russia ad un rispetto più ferreo degli accordi di riduzione dell'output e l'impegno dell'Arabia Saudita a diminuire l'export a 6,6 milioni di barili al giorno, assunto nel meeting di San Pietroburgo, hanno ridato fiato al mercato. Anche la Nigeria (che insieme alla Libia ha contribuito al rialzo, inatteso, della produzione OPEC) si è detta disposta a ridurre la propria offerta, benché il Paese fosse inizialmente esonerato dai tagli. Il focus si sposterà sulla riunione OPEC di novembre. I produttori si sono già detti pronti, se necessario, ad estendere i tagli oltre il marzo 2018. Questo quadro, pur facendoci restare prudentemente fiduciosi circa un ribilanciamento del mercato del petrolio nel 2° semestre del 2017, ci spinge a confermare i nostri livelli di stima. Le previsioni Intesa Sanpaolo: 1) per il Brent: restano a 49 dollari al barile per il 3° trimestre 2017 e a 53 dollari per il 4° trimestre 2017; 2) per il WTI: a 46 dollari per il 3° trimestre 2017 e a 51 dollari per il 4° trimestre 2017. Brent e WTI vengono stimati per il 2018, rispettivamente, a 53,5 e 51,5 dollari al barile.

**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale sul comparto.** Confermiamo il nostro Outlook Neutrale, visto il mancato apprezzamento del dollaro, a fronte del prosieguo del ciclo di rialzi della Fed: un quadro a cui si somma la debolezza dei fondamentali nel loro insieme. L'ipotesi che nella seconda parte dell'anno lo scenario possa migliorare, grazie alla richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, resta valida ma perde di forza. Anche l'idea secondo cui le differenti fasi di propensione o avversione al rischio (in attesa di un probabile rafforzamento del dollaro) possano essere da stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento, rischia di perdere consistenza, di pari passo con un quadro di aspettative sull'inflazione meno forte rispetto all'inizio del 2017. Solo uno scenario di surriscaldamento dei prezzi potrà favorire il miglioramento dell'Outlook: le speranze sono affidate anche al recupero delle quotazioni petrolifere, dopo il meeting tecnico di San Pietroburgo.

**Metalli Industriali: L'Outlook resta Moderatamente Positivo, ma cresce l'invito alla prudenza.** L'ennesima accelerazione delle quotazioni giustifica il moderato ottimismo sul comparto: ad esso si sommano però gli inviti alla cautela, vista la corsa di alcuni metalli. Il quadro macroeconomico resta favorevole, alla luce delle previsioni di una crescita economica mondiale stabile. Nel breve periodo ci aspettiamo ancora qualche turbolenza sulle quotazioni, viste le incertezze sulle politiche minerarie cinesi e su quelle filippine, anche se le ultime notizie hanno dato nuovo slancio ai prezzi dei principali metalli. Per gli operatori non cambia l'elenco dei possibili fattori negativi per i prezzi di tutti i metalli ad uso industriale, ovvero: il timore di un rallentamento economico cinese che indebolisca la domanda, il rischio di un dollaro più forte delle attese (il processo di rialzo dei tassi della Fed prosegue) ed infine le possibili prese di beneficio sui derivati finanziari, visti gli alti livelli.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Solo stime meteo meno favorevoli del previsto hanno consentito ad alcuni cereali (frumento e soia) di mettere a segno un blando recupero a luglio. 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. La stessa FAO afferma che i prezzi mondiali dei prodotti alimentari sono destinati a restare su bassi livelli nei prossimi 10 anni, a fronte dei precedenti massimi. La crescita della domanda in molte economie emergenti rallenterà e le politiche bioenergetiche eserciteranno un impatto minore sul mercato, visti i prezzi contenuti del petrolio. L'aumento dei costi di produzione e una domanda sostenuta dovrebbero però rafforzare nuovamente e positivamente i prezzi, scesi a livelli troppo bassi per non sperare in un recupero per lo meno fisiologico.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.07.2017	17.01.2017	12.2 anni	5 anni
GSCI	2.244,8	-7,1	-20,1	-53,9
GSCI Energia	373,9	-14,0	-31,3	-63,9
GSCI Met. Preziosi	1.524,2	8,2	13,0	-26,9
GSCI Met. Industriali	1.255,5	11,8	16,6	-14,6
GSCI Prod. Agricoli	417,9	-3,1	-11,8	-51,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.07.2017



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.20XX = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

28 luglio 2017  
14:54 CET  
Data e ora di produzione

28 luglio 2017  
15:04 CET  
Data e ora di prima diffusione

### Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Mario Romani  
Analista Finanziario

### Outlook Settoriale\*

	Lug.	Giu.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	+
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	+	+
Zinco	+	+
Nickel	=	=
Mais	+	+
Frumento	+	+
Soia	+	+
Cotone	=	=

Nota: (\*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Performance commodity		
(%)	2017	2016
WTI	-8,7	45,0
Brent	-9,4	52,4
Gas Naturale	-20,3	59,3
Gasolio	-5,1	53,6
Oro	9,2	8,6
Argento	4,6	15,8
Rame	14,4	17,7
Alluminio	14,5	12,3
Zinco	9,3	60,6
Nickel	1,1	13,6
Mais	6,3	-1,9
Frumento	17,6	-13,2
Soia	-0,2	14,4
Cacao	-5,3	-33,8
Zucchero	-26,0	28,0
Caffè	-0,8	8,2
Cotone	-0,2	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 27.07.2017

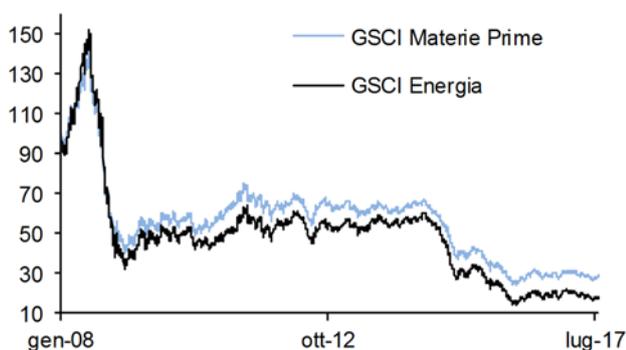
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.07.2017 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: spinta dal calo delle scorte e impegno sui tagli a San Pietroburgo

**Frenano le commodity: pesano il deciso storno dell'Energia e il calo degli Agricoli.** Nonostante il crescente ottimismo dei mercati sugli asset ciclici, in particolare quelli esposti alle materie prime, restano intatti i timori circa una ulteriore accelerazione delle quotazioni delle commodity nella seconda parte del 2017. Sembra frenare il calo dell'Energia, grazie al rinnovato impegno al rispetto dei tagli espresso nel meeting tecnico di San Pietroburgo, a cui si somma una dinamica delle scorte USA in calo da qualche settimana. Il ciclo di rialzo dei tassi Fed continua, col 3° ed ultimo rincaro annuale del costo del denaro che ormai viene visto nel 4° trimestre dell'anno e non più dopo l'estate. Tutto questo, senza che si verifichi un apprezzamento sensibile del dollaro, elemento che giocherebbe a favore delle materie prime, i cui derivati finanziari sono espressi nella valuta USA. Prevale invece la delusione circa le mosse dell'Amministrazione Trump. La vittoria, carica di promesse espansive, di politiche fiscali aggressive e di ritorno della spesa in opere pubbliche non sembra essere in agenda. Questo lascia, senza dubbio, l'onere della domanda di risorse di base solo al ciclo economico cinese: un insieme di fattori che di certo suggeriscono cautela circa un ulteriore recupero dei comparti da qui a fine anno. Sul fronte petrolifero a ridare vigore al mercato è stato il nuovo incontro di San Pietroburgo, dopo l'inattesa debolezza delle ultime settimane a seguito del prolungamento di 9 mesi, a parità di ammontare (1,8 milioni di barili al giorno), dei tagli petroliferi. Lo scenario centrale resta di prudente fiducia sulle materie prime, con l'aumento della domanda di commodity che può derivare solo da un'effettiva crescita dell'economia globale, i cui segnali restano positivi ma lasciano sempre qualche perplessità. La crescita mondiale è fortemente correlata al recupero ulteriore del ciclo negli Stati Uniti e al processo di ottimizzazione dell'economia in Cina, che però sconterà target di crescita percentuali più bassi rispetto al passato.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

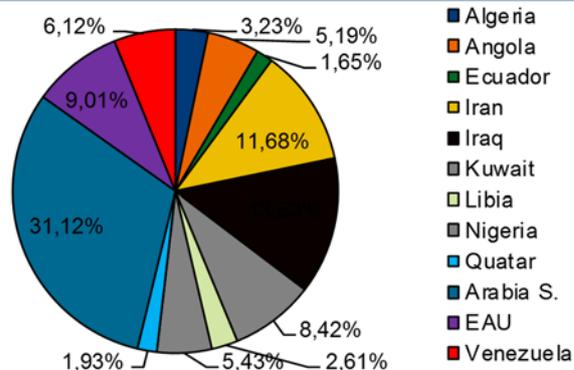
Performance di lungo termine

	Valore 27.07.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.244,8	-7,1	-20,1	-53,9
GSCI Energia	373,9	-14,0	-31,3	-63,9
WTI (\$)	49,0	-8,7	2,2	-45,6
Brent (\$)	51,5	-9,4	-3,4	-51,6
Gas Naturale (\$)	3,0	-20,3	5,2	-1,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**San Pietroburgo: l'Arabia Saudita riduce l'export da agosto.** Il petrolio recupera sulla scia dell'impegno dell'Arabia Saudita di ridurre l'export a 6,6 milioni di barili giornalieri a partire da agosto. Va detto che l'indicazione più concreta emersa dal vertice di San Pietroburgo è stata la disponibilità della Nigeria a implementare aggiustamenti alla produzione, visti gli alti livelli dell'output nigeriano e l'esclusione del Paese dal round di tagli sanciti nel mese di maggio. Il vertice dei Paesi produttori si è sostanzialmente concluso solo con un forte richiamo di Russia e Arabia Saudita al rispetto dei tagli dell'output concordati. I produttori si sono detti pronti, se necessario, ad estenderli oltre il termine del marzo 2018: discussione che avverrà però nel meeting OPEC ufficiale, già calendarizzato per novembre.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.06.2017

**EIA: rivista al ribasso la produzione USA per il 2018.** Nell'ultimo Short-Term Energy Outlook, l'EIA (Energy Information Administration) prevede che la produzione di petrolio americano salirà di meno rispetto a quanto previsto per l'anno prossimo, a causa di una prospettiva di prezzo più bassa. La produzione di greggio del 2018 aumenterà a 9,9 milioni di barili al giorno da 9,3 milioni giornalieri di quest'anno, con un incremento di 570.000 unità. La previsione dell'agenzia per il 2017 è invece invariata. L'output di 9,9 milioni di barili al giorno sarebbe peraltro un record per la produzione statunitense. La crescita della domanda statunitense nel 2017 dovrebbe essere leggermente inferiore a quella prevista, a 310.000 barili al giorno contro i 320.000 attesi stimati in giugno. La domanda USA del 2018 dovrebbe aumentare di 360.000 barili al giorno, da 310.000.

**OPEC: produzione di giugno ancora in aumento.** L'ultimo report mensile dell'OPEC (*Monthly Oil Market Report*) segnala che nei primi sei mesi dell'anno il Cartello ha estratto in media 700.000 barili al giorno in più rispetto al fabbisogno del suo greggio; nel mese di giugno la produzione è salita di 393.000 barili giornalieri, a quota 32,6 milioni di barili. Il tutto a causa di Libia e Nigeria, esentate dai tagli, ma che sono tornate a produrre a pieno regime. Anche l'Arabia Saudita ha sfiorato per la prima volta il suo tetto produttivo, estraendo 10,07 invece di 10,058 milioni di barili giornalieri, un incremento di 190.000 barili rispetto a maggio (legato sembrerebbe al maggior fabbisogno interno). Se i volumi resteranno gli stessi, l'OPEC continuerà a sovra-produrre anche nel 2018, con un surplus (secondo le sue stime) di 900.000 barili al giorno nel primo trimestre, quando aveva previsto di terminare l'azione sui tagli.

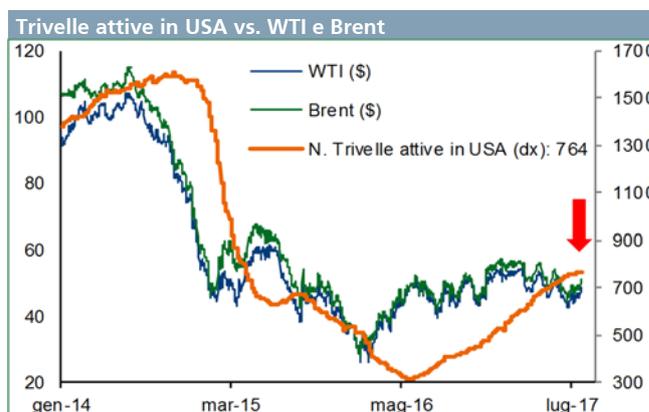
**IEA: l'aumento della produzione OPEC (a causa di Libia e Nigeria) rallenterà il riequilibrio del mercato.** Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy Agency) ha stimato che il tasso di conformità dell'OPEC ai tagli è sceso, a causa dell'aumento della produzione in Libia e Nigeria. L'aumento imprevisto della produzione probabilmente ritarderà il riequilibrio del mercato petrolifero, ha concluso l'IEA. L'Agenzia ha inoltre sottolineato che la domanda mondiale si espanderà quest'anno di 1,5 milioni di barili al giorno, ovvero un incremento di 0,1 milioni di barili rispetto alla stima del mese scorso.

#### Performance di medio termine

	27.07.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	373,9	-1,3	-6,2	4,9	-14,0
WTI (\$)	49,0	-0,6	-7,8	19,2	-8,7
Gas Naturale (\$)	3,0	-9,4	-12,4	3,3	-20,3
Gasolio (\$)	475,3	4,7	-2,1	27,2	-5,1

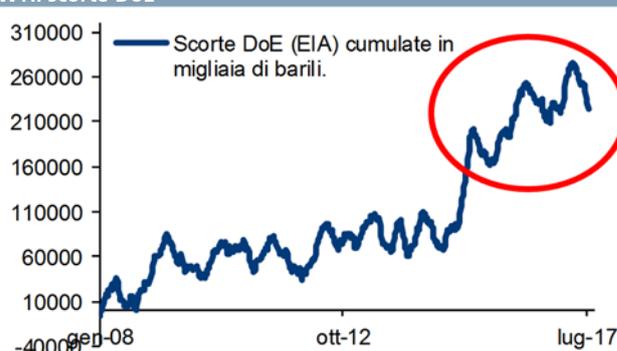
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA sorprende al ribasso.** Il quadro sulle scorte USA di petrolio resta a livelli molto elevati rispetto agli ultimi anni, ma sorprendono i dati delle ultime settimane che indicano una dinamica di contrazione sia per API (American Petroleum Institute) che per EIA. Le statistiche settimanali API sulle scorte USA hanno evidenziato un inatteso calo delle riserve di greggio di 10,2 milioni di barili, contro attese di -2,6 milioni. Anche le riserve EIA sono diminuite di 7,208 milioni di barili. Le stime degli analisti erano fissate su un decremento di 2,629 milioni barili. Nella settimana precedente le scorte di petrolio greggio erano scese di 4,727 milioni di barili. Anche la statistica Baker-Hughes del weekend scorso sembra supportare l'ottimismo degli operatori, segnalando un marginale calo delle trivelle attive negli Stati Uniti: 764 da 765 della settimana precedente.



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

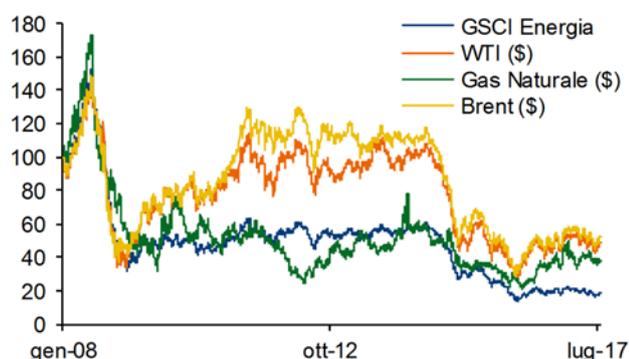
#### WTI: scorte DoE



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

**Il quadro sul Gas Naturale: prezzi in consolidamento, previsto meno caldo ad agosto.** Il mercato del gas naturale, che era apparso in rialzo in maggio e giugno grazie ad un aumento dei consumi in vista del periodo estivo, frena la sua corsa. Lo slancio al ribasso avviato ad inizio luglio è originato dalle previsioni di una minore domanda di aria condizionata agli inizi di agosto. Secondo le previsioni, dopo aver superato la media stagionale a giugno e luglio, ad agosto le temperature saranno intorno ai valori normali. Nelle ultime settimane, l'andamento del gas naturale è dipeso strettamente dalle previsioni meteorologiche: a meno di un cambiamento nelle previsioni, la pressione al ribasso dovrebbe continuare. Sul fronte delle scorte, nella settimana conclusasi il 27 luglio, le scorte EIA sono aumentate di 17 miliardi di piedi cubici, contro attese di 24. La scorsa settimana erano salite di 28 miliardi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 3° trim. 27.07.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
WTI (\$)	44,2	46	51	49,2	51,5
Brent (\$.)	46,7	49	53	51,9	53,5
Gas Nat. (\$)	3,0	3,15	3,5	3,23	3,25

Fonte: Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, ma si rafforza la prudenza.** Il richiamo dell'OPEC e della Russia ad un rispetto più ferreo degli accordi di riduzione dell'output e l'impegno dell'Arabia Saudita a diminuire l'export a 6,6 milioni di barili al giorno, assunto al meeting di San Pietroburgo, hanno ridato fiato al mercato. Anche la Nigeria (che insieme alla Libia ha contribuito al rialzo, inatteso, della produzione OPEC) si è detta disposta a ridurre la sua offerta, benché il Paese fosse inizialmente esonerato dai tagli. Permane invece la crescita dell'offerta statunitense (*shale-oil*) e le elevate scorte mondiali, nonostante i dati delle ultime settimane mostrino una contrazione delle riserve USA. 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. In questo senso, il focus si sposterà ora sulla riunione OPEC di novembre. I produttori si sono già detti pronti, se necessario, ad estendere i tagli oltre il termine di marzo 2018. Questo quadro, pur facendoci restare cautamente ottimisti circa un ribilanciamento del mercato del petrolio nella seconda parte del 2017, ci spinge a confermare i nostri livelli di stima. Le previsioni Intesa Sanpaolo: 1) per il **Brent**: restano a 49 dollari al barile per il 3° trimestre 2017 e a 53 dollari per il 4° trimestre 2017; 2) per il **WTI**: a 46 dollari per il 3° trimestre 2017 e a 51 dollari per il 4° trimestre 2017. Brent e WTI vengono stimati per il 2018, rispettivamente, a 53,5 e 51,5 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

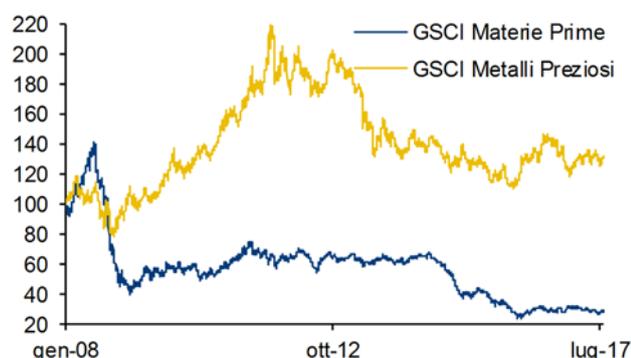
	Valore 3° trim. 27.07.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
WTI (\$)	49,0	50,4	54,0	51,2	54,9
Brent (\$.)	51,5	53,0	56,0	54,0	58,0
Gas Nat. (\$)	3,0	3,1	3,3	3,2	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

## Metalli Preziosi: consolidano in area 1.500, in assenza di particolari spunti

La Fed rimanda la prossima mossa verso fine 2017, il dollaro resta debole. Si conferma il quadro sui Preziosi già tratteggiato a giugno. Il mese scorso, infatti, la Banca centrale USA ha posto in essere il secondo e annunciato rialzo dei tassi senza particolari sorprese: questo ha confermato la debolezza dei Preziosi che restano in area 1.500, dopo aver bucato al rialzo anche area 1.550, proprio sull'attesa dell'aumento Fed. Oro e argento restano a rischio: le 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, stanno influenzando negativamente i due metalli. Le incertezze della Fed circa il prossimo rialzo dei tassi si sommano a una dinamica dei prezzi non così surriscaldata, come previsto. Questo schiaccia ulteriormente la curva dei rendimenti sui governativi danneggiando il dollaro, che scende contro le principali monete. A favore dei Preziosi resta solo il mancato apprezzamento della valuta USA, fattore che da sempre aiuta il recupero del comparto. Nel breve un rimbalzo del dollaro potrebbe originare solo da dati macro migliori delle attese, che sostengano le aspettative sui tassi pur in assenza di espansione fiscale, viste le difficoltà dell'Amministrazione Trump nel perseguire la propria agenda politica. Rispetto alle promesse elettorali (che vedevano una politica fiscale espansiva, con investimenti in infrastrutture pubbliche tali da muovere le aspettative di inflazione), la realtà è ben più modesta e il movimento, sulle attese di surriscaldamento dei prezzi, sembra sempre più eccessivo. Un rialzo più organico dei Preziosi appare ancora imprescindibile dal rafforzamento delle aspettative d'inflazione. Queste ultime sono correlate al recupero delle quotazioni petrolifere e potrebbero essere favorite dall'esito del meeting di San Pietroburgo, che ha visto un richiamo deciso di Russia ed Arabia Saudita al rispetto dei tagli, oltre alla disponibilità della Nigeria a ridurre il proprio output. Anche platino e palladio (materiali più correlati al ciclo dell'industria) consolidano, in un mercato che attende di capire quanto la richiesta di tipo produttivo possa esercitare pressione sui prezzi.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 27.07.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.244,8	-7,1	-20,1	-53,9
GSCI Preziosi	1.524,2	8,2	13,0	-26,9
Oro (\$)	1259,18	9,2	15,0	-22,1
Argento (\$)	16,6141	4,6	13,2	-39,6
Platino (\$)	925,4	2,6	-5,9	-34,3
Palladio (\$)	878,54	28,5	41,0	53,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il quadro sui Preziosi: dollaro debole e attese di inflazione paiono essere gli unici elementi a supporto del comparto.

Benché le attese di inflazione e un dollaro non particolarmente apprezzato siano ancora elementi di supporto ai Preziosi, la debolezza dell'oro si accentua. Dopo che la Fed ha innalzato i tassi d'interesse, a giugno, il dollaro non ha reagito positivamente, ma questo non ha comunque spinto l'oro. Al quadro descritto si sommano i costanti rialzi dei listini mondiali, con nuovi record degli indici proprio sulla piazza di Wall Street: si conferma dunque una spiccata propensione al rischio degli operatori, che hanno preferito asset più rischiosi ma più remunerativi, tralasciando l'acquisto dei derivati finanziari sul metallo aureo. Anche le quotazioni dell'argento, in linea con quelle dell'oro, sono apparse deboli ed hanno contratto, come anticipato a giugno, l'obiettivo dei 16 dollari l'oncia, salvo poi recuperare sopra tale livello; tutto ciò, nonostante la forza del dollaro appaia tuttora molto limitata. I prezzi dell'argento rischiano di continuare a soffrire visto che, anche dal lato della domanda di tipo industriale, le richieste di metallo appaiono marginali. Il calo dei consumi mondiali di argento, legato alla scontata diminuzione della produzione di energia da impianti fotovoltaici, rende debole il quadro dei fondamentali, almeno fino a quando la convenienza dei combustibili fossili resterà evidente. Platino e palladio (metalli coinvolti nel ciclo industriale, specie nel settore Auto) divergono nella loro performance da inizio anno. Il **platino** ha subito una decisa battuta d'arresto in aprile e in maggio (a seguito di forti timori sul comparto Auto, che ne assorbe gran parte dell'offerta) scendendo ai minimi annuali che sono stati ribaditi anche a luglio, confermando la debolezza del quadro. Il fattore chiave da tenere sotto osservazione resta ancora il dato sulle immatricolazioni di auto, che difficilmente potranno ripetere i numeri registrati nella parte finale del 2016, specie in assenza di una crescita economica che possa favorire l'acquisto di nuovi autoveicoli. Resta il **palladio** la commodity che ha fatto registrare la performance migliore: +28,5% circa, a livelli che non si vedevano dall'agosto del 2014. La gran parte della domanda del metallo arriva dal comparto industriale: il palladio è utilizzato infatti in vari settori produttivi ma soprattutto nell'industria automobilistica, dove è impiegato nella produzione di marmitte catalitiche per motori a benzina (il platino viene utilizzato invece per i catalizzatori diesel). Ribadiamo come per il sesto anno consecutivo il palladio sia un mercato destinato a registrare un deficit di offerta: questo

giustifica il consolidamento delle quotazioni sugli attuali massimi (area 850-900). Con cautela, sottolineiamo come solo l'aumento delle vendite di auto in Cina e USA potrebbe favorire il rialzo ulteriore di entrambi i metalli anche nella seconda parte dell'anno.

#### Performance di medio termine

	27.07.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.524,2	-1,1	4,4	-8,1	8,2
Oro (\$)	1.259,2	-0,6	5,9	-5,7	9,2
Argento (\$)	16,6	-3,9	-2,6	-17,7	4,6
Platino (\$)	925,4	-2,4	-550,6	-18,4	2,6
Palladio (\$)	878,5	6,1	18,9	25,9	28,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale sul comparto.** Confermiamo il nostro Outlook Neutrale visto il mancato apprezzamento del dollaro a fronte del prosieguo del ciclo di rialzi della Fed, pur se con le solite incertezze su quando sarà varato l'ultimo aggiustamento del 2017: un quadro a cui si somma la debolezza dei fondamentali nel loro insieme. L'ipotesi che nella seconda parte dell'anno lo scenario possa migliorare grazie alla richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, fungendo da supporto al comparto, resta valida ma perde di forza. Anche l'idea secondo cui le differenti fasi di propensione o avversione al rischio (in attesa di un probabile rafforzamento del dollaro) possano essere da stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento, rischia di perdere consistenza, di pari passo con un quadro di aspettative sull'inflazione meno forte rispetto all'inizio del 2017. Il tutto però in uno scenario in cui la Fed resta pienamente all'interno del ciclo di rialzo dei tassi nel corso del 2017: un percorso che potrebbe finire per rafforzare la valuta USA anche qualora la Fed decidesse di collocare il prossimo rialzo solo a dicembre (e non dopo l'estate), con effetti probabilmente depressivi per le quotazioni dei Preziosi. Pur ribadendo che 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'ondata inflativa prevista, ad oggi gli operatori sembrano orientarsi su scelte più rischiose ma anche più remunerative. Solo uno scenario di surriscaldamento dei prezzi potrà favorire un miglioramento dell'Outlook: le speranze sono affidate anche al

recupero delle quotazioni petrolifere, dopo il meeting tecnico di San Pietroburgo che ha visto un maggior futuro impegno, da parte di Russia ed OPEC, a rispettare i tagli concordati.

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

	Valore 3° trim. 27.07.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
Oro (\$)	1.259,2	1.235,0	1.217,5	1.222,5	1.233,6
Argento (\$)	16,6	17,0	17,0	18,2	17,2
Platino (\$)	925,4	960,0	968,0	1.000,0	978,0
Palladio (\$)	878,5	815,0	805,0	820,0	789,5

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 3° trim. 27.07.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
Oro (\$)	1.259,2	1.280	1.290	1.285	1.262
Argento (\$)	16,6	17,8	18,3	18,3	17,7
Platino (\$)	925,4	900	890	880	926
Palladio (\$)	878,5	810	790	780	795

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: nuovi massimi per il comparto, cautela per il finale 2017

**Nuovi massimi annuali sopra area 1.250.** Nuovi massimi per il comparto dei Metalli Industriali da inizio anno. Il rialzo di fine 2016 e la nuova accelerazione registrata nel 2° trimestre 2017 restano correlati alle richieste dalla Cina, benché i nuovi livelli di crescita fissati dal Governo di Pechino indichino un rallentamento della crescita. Nelle scorse settimane si sono registrati forti afflussi su tutti i panieri di investimento che hanno come sottostante i metalli industriali. La pubblicazione di una serie di statistiche positive sulla Cina ha favorito il rialzo dei prezzi del comparto: la produzione industriale cinese, le vendite al dettaglio e il PIL hanno tutti mostrato segni di ripresa. La Cina è il principale consumatore di metalli industriali e quindi la crescita solida della sua economia sostiene la domanda di queste commodity. La robustezza del comparto delle costruzioni cinese, unita al costante rialzo dei prezzi delle case, resta il fattore fondamentale per i metalli. Ancora una volta ribadiamo come sia necessario tenere sotto controllo tale dinamica, verificando che non si creino tensioni ulteriori come la formazione di una vera e propria "bolla speculativa", come sottolineato dallo stesso Governo. Rallentare il surriscaldamento del settore immobiliare è una procedura che va implementata con molta cautela, se non si vuole rischiare di frenare il maggior elemento di contribuzione al PIL cinese, visto anche l'approssimarsi del 19° Congresso Nazionale del Partito Comunista cinese. Malgrado alcuni punti critici, una rapida frenata dell'economia appare improbabile nella seconda parte del 2017. Il Governo ha fissato ad inizio anno un target di crescita intorno al 6,5%, dopo il 6,7% del 2016: si tratta dell'obiettivo più basso degli ultimi 25 anni. Resta deludente invece il possibile apporto degli USA alla domanda di metalli industriali, attraverso il varo del piano di espansione fiscale in opere pubbliche annunciato dall'Amministrazione Trump. Siamo infatti ancora fermi alle promesse relative ai 200 miliardi per infrastrutture, che rendono vago il peso che questo piano potrà avere sul comparto.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 27.07.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.244,8	-7,1	-20,1	-53,9
GSCI Industriali	1.255,5	11,8	16,6	-14,6
Rame (\$)	6.330,00	14,4	19,5	-16,3
Alluminio (\$)	1.938,00	14,5	17,1	2,3
Zinco (\$)	2.796,25	9,3	45,2	51,1
Nickel (\$)	10.130,00	1,1	-10,6	-36,2

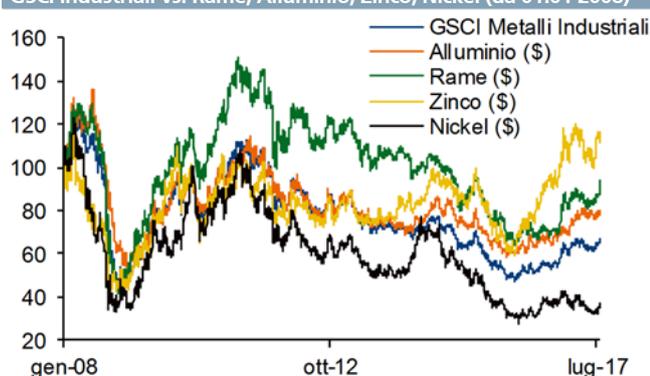
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: l'attività manifatturiera torna a crescere.** L'attività delle industrie cinesi ritorna a crescere nel mese di giugno, salendo sopra la soglia dei 50 punti che divide la contrazione dall'espansione, ma meno di quanto previsto dalle stime ufficiali. Secondo quanto rilevato dall'istituto Caixin, l'**indice PMI, che misura l'attività manifatturiera**, è salito a 50,4 punti, dopo essere sceso a maggio in zona-contrazione (49,6 punti) per la prima volta da un anno. Il dato, pur confermando la lettura positiva, rimane comunque interlocutorio. Sullo sfondo resta il target di crescita del 6,5% nel 2017 che appare un obiettivo ambizioso, ma che conferma la strategia cinese di rinunciare a qualche decimo di punto di crescita pur di migliorare la qualità dell'economia, senza ridimensionare il ruolo dell'economia cinese sul PIL mondiale. Il **PIL** è infatti salito nel secondo trimestre 2017 al passo annuo del 6,9%, meglio delle stime, confermando il dato del primo trimestre; su base congiunturale il rialzo è invece dell'1,7%, confermando le previsioni ma facendo meglio dell'1,3% dei primi tre mesi. Il dato sconta alcune incertezze, come quelle legate alla stretta sulle transazioni immobiliari e sui prestiti bancari. La **produzione industriale** accelera a giugno con un rialzo annuo del 7,6%, oltre il 6,5% relativo ai due mesi precedenti e al di sopra delle stime degli analisti. Il ritmo di giugno è il più sostenuto da marzo, spinto dal comparto manifatturiero (+8%) e dalla produzione di elettricità, gas e acqua (+7,3%). Le **vendite al dettaglio** sono salite a giugno dell'11% su base annua, in rialzo rispetto al 10,7% del mese precedente e al 10,6% stimato. Si tratta del ritmo più veloce da dicembre 2015, in scia all'aumento delle spese per telecomunicazioni (+18,5%), auto (+9,8%) e materiali per l'edilizia (+15,2%), a conferma del forte peso del settore immobiliare cinese.

**Il mercato immobiliare in Cina resta forte.** Ventunesimo mese consecutivo di progresso in maggio per i **prezzi delle case** nelle maggiori città della Cina, dopo una striscia negativa che era durata 14 mesi. La stabilizzazione del mercato immobiliare vede un progresso annuo dei prezzi del 10,2%, segnato lo scorso mese, dato in ulteriore arretramento rispetto al 10,4% di maggio e al 10,7% di aprile (11,3% in marzo), sebbene resti lontano dalla variazione minima di 9,2% registrata nell'agosto dello scorso anno. Segnali di recupero arrivano invece dal fatto che, delle 70 città monitorate, 60 abbiano segnato incrementi mensili contro le 56 di maggio (58 in aprile). L'incremento su base mensile è stato dello 0,7% come in aprile e maggio; va

però detto che a Pechino, in giugno, si è registrato il primo declino sequenziale dei prezzi da oltre due anni. Resta stabile l'inflazione nel mese di giugno: secondo quanto rilevato dall'istituto di statistica, i prezzi al consumo (CPI) sono cresciuti dell'1,5% come nel mese precedente (con il settore non alimentare che ha mostrato una dinamica di crescita più accentuata), risultando leggermente inferiori alle stime che avevano indicato una salita dell'1,6%. Quanto ai prezzi alla produzione, l'indice (PPI) mantiene una crescita del 5,5% come a maggio, in linea con le previsioni.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**I nuovi massimi di comparto rafforzano il messaggio di prudenza sui Metalli Industriali.** I Metalli accelerano al rialzo, segnando nuovi massimi annuali e rafforzando il quadro di cautela nel prendere posizioni ulteriormente rialziste. Sul comparto grava l'idea di un'eccessiva fiducia nella domanda proveniente dalla Cina, l'unico soggetto in grado di spingere ancora le quotazioni, visto che difficilmente gli Stati Uniti incrementeranno la propria domanda a seguito di una maggior spesa in infrastrutture ad opera dell'Amministrazione Trump, alle prese con più ostacoli del previsto nel porre in essere la propria politica economica. Tutto ciò, in un quadro di fondo in cui, fortunatamente, l'apprezzamento del dollaro non si sta concretizzando, 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.** La contrazione delle spedizioni di rame da Canada e Cile ha ridotto le attese relative ad un aumento della fornitura globale nel corso della seconda metà dell'anno, nonché le spese di lavorazione del prodotto. I numerosi incendi sviluppatasi in Canada e le scosse di terremoto sempre più frequenti in Cile hanno smorzato le tensioni legate a un possibile eccesso di offerta. Nel mese di aprile il deficit di rame raffinato si espande a 53.000 tonnellate, contro le 18.000 tonnellate del mese di marzo. L'International Copper Study Group (ICSG), nel suo periodico mensile di luglio, stima per i primi 4 mesi del 2017 un surplus di 80.000 tonnellate, contro il deficit di 185.000 tonnellate registrato l'anno passato nello stesso periodo. Il mercato del rame si avvicina sempre più ad

una condizione di equilibrio, un quadro opposto a quello che si presentava solo pochi mesi fa quando la condizione di eccesso di offerta appariva prevalente. A ridurre la fornitura non è la sola Indonesia, ma anche il Cile, dove l'attività rallenta in modo significativo nella miniera di Escondida. In aggiunta, circa 5.000 operatori attivi nella miniera di Grasberg estenderanno al quarto mese lo sciopero in essere.

**Alluminio. Nuovi massimi di prezzo ma attenzione alle mosse della Cina.** Tra i principali sostegni alle quotazioni dell'alluminio resta l'impegno della Cina di ridurre la capacità produttiva per oltre il 30% in 28 città nella regione di Pechino-Tianjin-Hebei durante l'inverno, in parte per problemi di inquinamento ma in parte anche per tentare un difficile riequilibrio del settore. Nel frattempo però la produzione cinese, che pesa per oltre la metà di quella globale, è cresciuta di circa il 10% nei primi 4 mesi dell'anno a 11 milioni di tonnellate. L'effetto che potranno avere i tagli rappresenta perciò una forte incognita. I tagli potrebbero diminuire la produzione di 400/500 mila tonnellate nel 2017 e di circa 1,2 milioni nel 2018. Appare complicato però prevedere esattamente che cosa accadrà, data la natura dell'industria dell'alluminio: ci vogliono infatti mesi per stabilizzare la produzione dopo una fermata. Inoltre Pechino non è nuova nel rivedere le proprie posizioni o semplicemente decidere velocemente di costruire altre raffinerie in regioni diverse da quelle elencate. L'Associazione metalli non ferrosi cinese ritiene comunque che il Governo limiterà anche l'espansione illegale della capacità produttiva, limitando eventuali comportamenti scorretti di chi non voglia rispettare le direttive governative.

**Zinco. Deciso recupero delle quotazioni, ma resta la cautela sul 2° semestre 2017.** Le quotazioni dello zinco tornano in area 2.800, complici i nuovi scioperi in Perù. I minatori peruviani sono di nuovo entrati in sciopero a partire dallo scorso 19 luglio, per protestare contro le proposte del Governo in tema di lavoro. I 110 sindacati coinvolti rappresentano 40.000 lavoratori dislocati in varie miniere. Il Perù è il secondo più grande produttore di zinco del mondo: si capisce quindi come le turbolenze nelle miniere possano provocare forti reazioni sulle piazze finanziarie. La quantità di zinco ritirata dai magazzini del London Metal Exchange (LME) è cresciuta del 10% nelle scorse settimane: la cosa ha iniziato a preoccupare gli operatori, anche perché le scorte sono al livello più basso dal 2009 (301.175 tonnellate), oltre il 29% meno di quanto fossero a inizio anno. L'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) ha pubblicato a luglio un report che segnala come la domanda per lo zinco sia aumentata del 19%. In Cina l'utilizzo è diminuito del 2,8% (-1,8% invece per il consumo europeo) mentre la domanda mondiale ha visto un modesto incremento dell'1,1%. Le importazioni cinesi di zinco sono state pari a 477.000 tonnellate, con un incremento del 28% rispetto allo stesso periodo del 2016; le importazioni del metallo raffinato sono diminuite invece del 48% a 129.000 tonnellate.

### Nickel. Recupero di breve dopo le parole del presidente Duterte.

L'atteso discorso al Congresso del Presidente Rodrigo Duterte sullo stato annuale delle Filippine conteneva alcune sorprese per il settore minerario locale. Duterte ha minacciato di porre fine all'estrazione e all'esportazione delle risorse minerarie verso Paesi stranieri che intendano "lavorare" all'estero tali risorse, con l'intento evidente di spingere per un aumento della percentuale della lavorazione di minerali sul suolo filippino. Inoltre, il Presidente ha sottolineato l'importanza della protezione dell'ambiente, minacciando ulteriori imposte per le imprese minerarie che non rispettino i vincoli di conformità dettati dal Governo. Secondo alcuni funzionari, il Paese potrebbe nuovamente considerare un divieto di esportazione di minerali non trasformati, come inizialmente suggerito dall'ex Ministro dell'ambiente Gina Lopez, rimossa dallo stesso Duterte. Questo discorso sta aumentando l'incertezza sul mercato del nichel, visto che nell'ultimo anno abbiamo assistito a diversi cambiamenti nelle politiche di estrazione minerarie nelle Filippine, che restano il principale produttore di nichel al mondo.

#### Performance di medio termine

	27.07.17	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 cresce l'invito alla prudenza.** L'ennesima accelerazione delle quotazioni giustifica il moderato ottimismo sul comparto; ad esso si sommano però gli inviti alla cautela, vista la corsa di alcuni metalli. Il quadro macroeconomico resta favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile. Nel breve periodo ci aspettiamo ancora qualche turbolenza sulle quotazioni, alla luce delle incertezze sulle politiche minerarie cinesi e su quelle filippine, anche se le ultime notizie hanno dato nuovo slancio ai prezzi dei principali metalli. Il mercato è ormai sfiduciato dalla mancata implementazione della politica fiscale espansiva ed infrastrutturale dell'Amministrazione Trump. Per gli operatori non cambia l'elenco dei possibili fattori negativi per i prezzi di tutti i metalli ad uso industriale, ovvero: il timore di un rallentamento economico cinese che indebolisca la domanda, il rischio di un dollaro più forte delle attese (visto che il processo di rialzo dei tassi della Fed prosegue) ed infine le possibili prese di beneficio sui derivati finanziari, considerati gli alti livelli raggiunti. Alla luce di questo scenario, confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo sui Metalli Industriali, sottolineando però un'augmentata cautela visto il complicarsi del quadro ed il nuovo rialzo di luglio.

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

	Valore 27.07.17	3° trim. 2017	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
Rame (\$)	6.330,0	5.708	5.650	5.716	5.727	5.775
Alluminio (\$)	1.938,0	1.863	1.840	1.855	1.848	1.830
Zinco (\$)	2.796,3	2.626	2.600	2.700	2.665	2.622
Nickel (\$)	10.130,0	9.625	9.992	10.025	10.065	10.400

Fonte: consenso Bloomberg

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

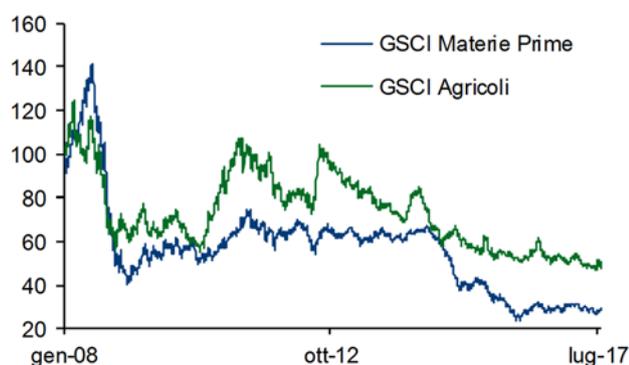
	Valore 27.07.17	3° trim. 2017	4° trim. 2017	1° trim. 2018	Anno 2017	Anno 2018
Rame (\$)	6.330,0	5.650	5.750	5.850	5.735	5.950
Alluminio (\$)	1.938,0	1.905	1.950	1.975	1.905	2.000
Zinco (\$)	2.796,3	2.600	2.700	2.750	2.665	2.775
Nickel (\$)	10.130,0	8.980	9.055	9.200	9.400	9.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: si allontanano dai minimi degli anni '70, resta la cautela

**Marginale allontanamento dai minimi di metà anni '70.** Non cambia il nostro approccio di massima cautela circa possibili ulteriori recuperi sul comparto degli Agricoli. Il deciso consolidamento ribassista degli ultimi mesi appare ancora dominare il mercato, nonostante la marginale ripresa della prima parte di luglio, che ha visto l'indice rientrare sopra area 400/410, abbandonando i minimi dagli anni '70. Non cambiano infatti i fattori alla base del comparto: condizioni meteorologiche positive che stanno favorendo raccolti abbondanti e accumulo delle scorte mondiali di cereali a nuovi record. Situazione rimarcata, anche in luglio, dalle stime FAO (che vedono solo una blanda contrazione della produzione di cereali) e WASDE. Lo scenario di fondo, che registra un'abbondante offerta mondiale di cereali, non viene meno: al contrario, si rafforza ed esercita una decisa pressione ribassista sui prezzi, a cui si somma un rapporto scorte/consumi che alimenta il surplus di offerta sulle principali granaglie. In conclusione, non variano i due temi da osservare nei prossimi mesi: quanto incideranno le condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale e le scelte speculative degli operatori finanziari, visto il forte ribasso delle quotazioni. Proprio in questo senso, il protrarsi di prezzi così ai minimi può ancora rappresentare una forte occasione speculativa di acquisto.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.07.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.244,8	-7,1	-20,1	-53,9
GSCI Agricoli	417,9	-3,1	-11,8	-51,1
Mais (\$ cent)	374,3	6,3	-0,2	-53,1
Frumento (\$ cent.)	479,8	17,6	-6,1	-46,6
Soia (\$ cent)	994,8	-0,2	2,1	-40,9
Cotone (\$ cent)	70,5	-0,2	9,6	-0,3
Zucchero (\$ cent.)	14,4	-26,0	29,2	-35,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di luglio.** Il 12 luglio 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 luglio è il terzo, dopo quello di giugno, a riportare le stime relative alla nuova stagione 2017-2018. Le scorte finali di **frumento** sono viste a 260,6 Mt nel 2017-18, da 261,19 Mt del mese scorso e da 258,05 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 737,83 Mt nel 2017-18 da 739,53 Mt del mese scorso e da 754,3 Mt del 2016-17. Il consumo globale è visto a 735,28 Mt nel 2017-18 da 734,77 Mt del mese scorso e rispetto ai 739,11 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta al 35,44% nel 2017-18 dal 35,5% precedente. Le scorte finali di **mais** sono a 200,81 Mt nel 2017-18 rispetto a 194,33 Mt dello scorso mese e contro 227,51 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 1.036,90 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.031,86 Mt dello scorso mese e a 1.068,79 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.063,6 Mt nel 2017-18 da 1.062,12 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.054,05 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 18,88% nel 2017-18 dal 18,3% precedente. Le scorte finali di **soia** dovrebbero attestarsi a 93,53 Mt nel 2017-18 da 92,22 Mt dello scorso mese e contro 94,78 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 345,09 Mt nel 2017-18, da 344,67 Mt del mese passato e 351,78 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 345,27 Mt nel 2017-18 da 344,21 Mt dello scorso mese e da 331,43 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a circa 27,1% nel 2017-18, contro 26,8% precedente.

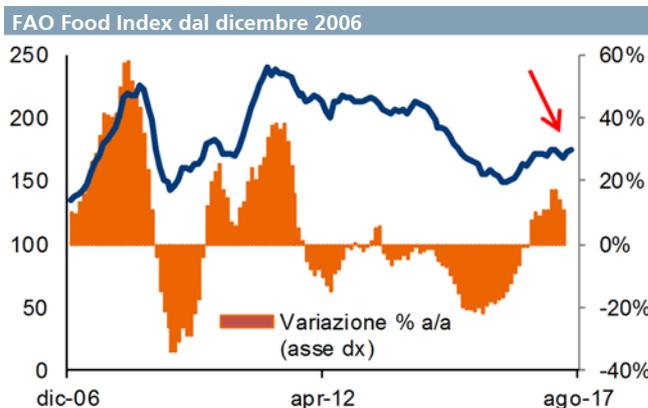
**Il quadro sugli Agricoli.** I meteorologi statunitensi prevedono un'ulteriore ondata di siccità nel MidWest questo è bastato a fermare la discesa dei prezzi del **frumento**, che recuperano parte delle perdite delle ultime settimane. Allo stato attuale, gli esperti meteo si presentano poco ottimisti in merito ad un alleviarsi delle condizioni meteo avverse. In aggiunta, dal fronte Egitto, la revisione del programma di sussidi non muterà la richiesta di frumento. Questo è quanto dichiarano le autorità locali, sottolineando come la continua crescita della popolazione si tradurrà nel protrarsi della necessità di elevate quantità di prodotto. Le rilevazioni meteo non si mostrano, al contrario, in grado di sostenere il **mais**: la commodity resta debole e registra forti ribassi nel mese di luglio, nonostante si parli sempre più insistentemente di un inasprirsi del clima secco anche nella cosiddetta "Corn Belt" USA che, potenzialmente, potrebbe essere coinvolta nella temuta siccità. In aggiunta, le pessime stime WASDE di luglio non stanno certo favorendo il riposizionamento degli operatori a favore dei derivati sul granturco. Per quanto riguarda la **soia**, il WASDE prosegue nel suo pessimismo, visto l'accumulo di scorte; sul mercato inizia a diffondersi l'idea che si possano rivedere al rialzo le stime di prezzo, visto anche il forte recupero delle quotazioni di luglio per effetto del maltempo in molte aree produttive.

**Focus sullo zucchero.** I prezzi dello zucchero sono scesi al minimo dall'agosto 2015, causando un rallentamento della macinazione, con la domanda che ha cominciato ad aumentare

spingendo i prezzi. La raccolta della canna da zucchero brasiliana sarà un fattore importante e, finora, le previsioni sono contraddittorie. La produzione di zucchero del Centro-Sud del Brasile nel 2017-18 dovrebbe poter crescere da 36,1 a 36,5 milioni di tonnellate, da una stima precedente di 34,1 milioni. Tuttavia, l'associazione degli imprenditori attivi nello zucchero brasiliano UNICA (União da Indústria de Cana-de-Açúcar), considera una diminuzione della raccolta della canna da zucchero più probabile, anche in buone condizioni meteorologiche, perché i produttori hanno investito troppo poco negli ultimi anni nel mantenimento e nell'aggiornamento delle piantagioni. Il mercato dello zucchero rischia quindi un surplus di 3,5 milioni di tonnellate nel 2017-18, contro un disavanzo di 2,6 milioni nel 2016-17.

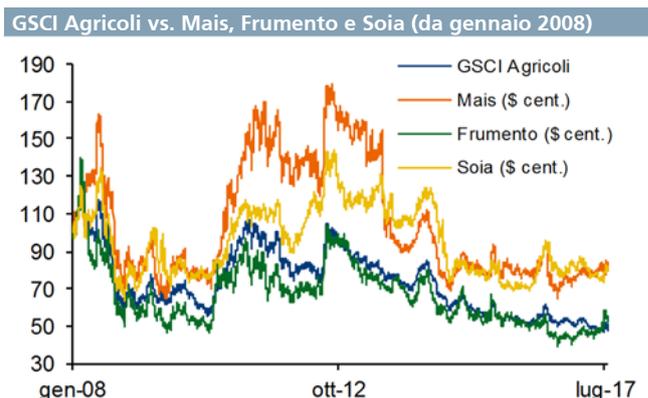
**Focus sul cotone.** L'ICAC (International Cotton Advisory Committee) mette in guardia il mercato circa un possibile calo dei prezzi ai livelli più bassi degli ultimi nove anni, durante la stagione in corso: a determinare questo quadro potrebbe essere un sensibile aumento delle scorte globali (Cina esclusa). Nel dettaglio, al termine della stagione le scorte globali di cotone sono attese a quota 78,8 milioni di balle (+2,6 milioni di balle rispetto al dato precedente). La Cina, nello specifico, non sarà in grado di influire eccessivamente sull'andamento dei prezzi, in quanto la sua fornitura di cotone non è venduta sul mercato globale; per la prima volta dalla stagione 2011-2012, la quota di scorte globali detenuta dal Paese scende al 44%, con un volume di 7,6 milioni di tonnellate di prodotto stoccato. In crescita, al contrario, le riserve al di fuori della Cina, attese a 9,6 milioni di tonnellate (+17%), dato che potrebbe preludere ad un possibile storno delle quotazioni. Cresce l'output USA della stagione attuale (+12%, 4,2 milioni di tonnellate). Aumentano le piantagioni in India (+8%, 11,3 milioni di ettari), grazie ad un monzone particolarmente favorevole; cresce anche la superficie dedicata al prodotto in Pakistan (+8%, 2,7 milioni di ettari). L'impatto di un contesto come quello appena descritto si tradurrà in un aumento della produzione in India, che però si scaricherà non tanto sulle esportazioni quanto, più che altro, in una riduzione delle importazioni.

**L'indice FAO dei prezzi alimentari sale a giugno: +1,4% m/m (+6,9% a/a).** La disponibilità ridotta di prodotti lattiero-caseari ha spinto i prezzi di burro e formaggi, mentre il clima secco in USA ed Europa ha aiutato ad elevare i prezzi del frumento. Sembrano questi i principali fattori che hanno determinato un incremento del FAO Food Price Index che, a giugno, ha segnato una media di 175,2 rispetto ai 172,7 punti di maggio, un rialzo del 1,4% m/m (dal 2,2% di maggio) e del 6,9% rispetto al giugno 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.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La FAO stima scorte ed offerta sostenute per i cereali.** La FAO ha aggiornato le sue previsioni sulla produzione mondiale di cereali per il 2017, nel suo Food Outlook di luglio. È probabile che le scorte di cereali a livello globale restino alte l'anno prossimo, afferma l'ultimo bollettino. E' però rivista al ribasso la previsione di luglio per la produzione globale di grano nel 2017, mentre vengono ritoccate al rialzo le stime di riso e mais. La produzione cerealicola globale dovrebbe toccare 2.593 milioni di tonnellate nel 2017, lo 0,6% in meno rispetto al 2016. Le scorte cerealicole mondiali sono però previste in espansione, raggiungendo il nuovo massimo di circa 704 milioni di tonnellate. La FAO ha ridotto dello 0,4% la proiezione sul raccolto di frumento di quest'anno portandola a 739,9 milioni di tonnellate. In relazione alle scorte di grano, le previsioni sono per un finale di stagione con livelli record di prodotto a magazzino, sulla scia di raccolti record in alcune nazioni (tra cui la Russia).



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine					
	27.07.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	417,9	0,7	0,7	0,7	-3,1
Mais (\$ cent.)	374,3	4,5	3,2	13,0	6,3
Frumento (\$ cent.)	479,8	14,6	14,1	16,9	17,6
Soia (\$ cent.)	994,8	5,2	-5,2	-0,9	-0,2
Cotone (\$)	70,5	-12,1	-5,8	-3,5	-0,2
Zucchero (\$ cent.)	14,4	-10,0	-29,0	-23,2	-26,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Immutati i temi che muovono gli Agricoli rispetto alla prima parte del 2017, tratteggiando un quadro debole che supporta il consolidamento degli ultimi mesi. Solo stime meteo meno favorevoli del previsto hanno consentito ad alcuni cereali (frumento e soia) di mettere a segno un blando recupero a luglio. 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. La stessa FAO afferma che i prezzi mondiali dei prodotti alimentari sono destinati a restare su bassi livelli nei prossimi 10 anni, a fronte dei precedenti massimi. La crescita della domanda in molte economie emergenti rallenterà e le politiche bioenergetiche hanno un impatto minore sul mercato, visto il ribasso dei prezzi del petrolio. L'accumulo di elevate scorte di cereali nel corso degli ultimi due anni, insieme al prezzo contenuto del greggio, dovrebbe portare ad un ulteriore indebolimento dei prezzi. All'opposto, l'aumento dei costi di produzione e una domanda sostenuta potrebbero rafforzare nuovamente e positivamente i prezzi. Questo scenario diminuisce le probabilità di un possibile, seppur blando, rialzo dei prezzi che possa derivare alla ricerca di combustibili diversi da quelli fossili. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta confermato solo in virtù del bassissimo livello a cui si trovano le quotazioni, che consolida senza aggravarsi, in attesa di un sperato rimbalzo fisiologico.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli						
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	27.07.17	2017	2017	2018	2017	2018
Mais (\$ cent.)	374,3	380,0	390,0	395,0	373,4	400,0
Frumento (\$ cent.)	479,8	475,0	472,2	473,3	455,0	490,0
Soia (\$ cent.)	994,8	952,5	950,0	958,3	975,0	985,0
Cotone (\$)	70,5	72,7	69,8	69,5	73,0	72,0
Zucchero (\$ cent.)	14,4	16,0	15,0	15,6	17,0	16,0

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

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli						
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	27.07.17	2017	2017	2018	2017	2018
Mais (\$ cent.)	374,3	364	368	375	367	385
Frumento (\$ cent.)	479,8	440	445	450	436	450
Soia (\$ cent.)	994,8	940	950	950	988	965
Cotone (\$)	70,5	75	75	75	75,8	77
Zucchero (\$)	386,9	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 Thomson Reuters, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Previous Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	Il London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future ed opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	dollari per 1 milione di Unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tone – dollari per tonnellata cubica e metrica

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 28.06.2017.

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-Datastream. 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-Datastream. 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-Datastream.

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-Datastream.

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-Datastream. 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/lisir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/lisir0/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:** Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini