

Domina la cautela ma greggio in ripresa su calo offerta

Energia: Outlook Moderatamente Positivo, si rafforza la cautela. Il clima del mercato petrolifero si conferma proseguire in tono positivo, dopo che la stagione degli uragani negli USA ha inciso sulla produzione americana in arrivo dal Golfo del Messico, specie da Texas e Georgia. Il focus resta quindi sul meeting OPEC del 30 novembre, in cui si discuterà del prolungamento dei tagli oltre la scadenza di marzo 2018; il mercato sembra convincersi delle buone intenzioni sia dell'OPEC che della Russia, vista l'indiscrezione secondo cui anche il presidente Putin è favorevole a un prosieguo dell'accordo. Lo scenario centrale non muta e difficilmente vedrà un petrolio sopra la soglia dei 60 dollari, senza un inatteso aumento della domanda o tensioni restrittive dal lato dell'offerta. Le previsioni Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 56 dollari al barile per il 4° trimestre 2017 e 55 e 53 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018; 2) per il WTI: 51 dollari per il 4° trimestre 2017 e 51 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 54,5 e 52 dollari al barile per il 2018 e a 59 e 58 dollari per il 2019.

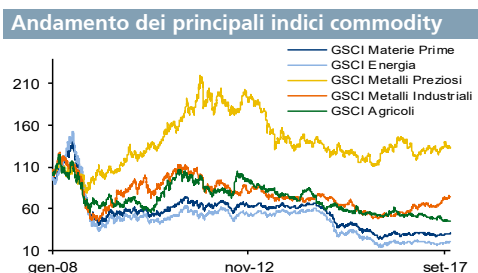
Metalli Preziosi: Outlook Neutrale. Outlook Neutrale malgrado il consolidamento del dollaro e a fronte del prosieguo del ciclo di rialzi Fed, con l'ultimo aggiustamento del 2017 in calendario a dicembre. Un quadro a cui si somma la fragilità dei fondamentali che non riescono a dare alcuna spinta rialzista al comparto. Un finale d'anno in cui la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, fungendo da supporto al comparto, possa favorirne il recupero appare uno scenario distante dalla realtà, benché il posizionarsi su asset in grado di difendere il potere d'acquisto sia ancora una scelta consigliabile per gli investitori più prudenti. In attesa del ritorno dell'inflazione "sana", intesa come stimolo alla produzione, gli operatori sembrano orientarsi su scelte più rischiose, che generino quindi maggiori ritorni rispetto ai Metalli Preziosi. Solo uno scenario di inatteso surriscaldamento dei prezzi, che passi in maniera obbligata da un recupero ulteriore delle quotazioni del petrolio, può migliorare il nostro Outlook, che resta invece Neutrale.

Metalli Industriali: l'Outlook resta Neutrale. Nel breve periodo ci aspettiamo ancora volatilità sulle quotazioni, alla luce delle incertezze sulle politiche minerarie cinesi e di quelle filippine. Ma di fondo, specie dopo il Congresso cinese, il quadro macroeconomico globale resta favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile a cui la Cina continuerà a contribuire. Il mercato ha ormai superato la mancata implementazione della politica fiscale espansiva e infrastrutturale dell'Amministrazione Trump, considerando questo tema non in grado di generare alcuna aspettativa rialzista nel breve e rimandandolo all'agenda del 2018, in un quadro poi di "normalizzazione" dell'economia cinese che ha avuto sviluppi incontrollati in molti settori, compreso quello dei metalli. Alla luce di questo scenario, confermiamo il nostro Outlook Neutrale, rinnovando la cautela da qui a fine anno.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Non sono cambiati i temi che deprimono gli Agricoli e che delineano un quadro di debolezza che rafforza il consolidamento al ribasso dei prezzi. L'offerta mondiale di cereali resta abbondante e questo giustifica la debolezza dei prezzi, come sottolineato dalla stessa FAO, che segnala un marginale rialzo delle proiezioni produttive relative alla prossima stagione. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi nel corso degli ultimi due anni, insieme al prezzo contenuto del greggio, rischiano di favorire un ulteriore indebolimento delle quotazioni del comparto, vista la totale assenza di domanda per i biocombustibili. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta confermato ma solo a causa del bassissimo livello a cui si trovano le quotazioni e che potrebbe favorire un rimbalzo fisiologico.

	Performance degli indici commodity			
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	24.10.17	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.366,0	-2,1	-7,7	-51,2
GSCI Energia	408,6	-6,0	-13,8	-60,8
GSCI Met. Preziosi	1.543,9	9,6	7,8	-30,8
GSCI Met. Industriali	1.395,7	24,3	38,2	-6,8
GSCI Prod. Agricoli	385,7	-10,5	-16,9	-51,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 24.10.2017



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

25 ottobre 2017

14:58 CET

Data e ora di produzione

25 ottobre 2017

15:08 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*

	Otto.	Sett.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	-	-
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	+	+
Fruento	+	+
Soia	+	+
Cotone	=	=

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

Performance commodity (%)	2017		2016
	2017	2016	2016
WTI	-2,3	45,0	
Brent	2,7	52,4	
Gas Naturale	-20,1	59,3	
Gasolio	5,0	53,6	
Oro	10,7	8,6	
Argento	6,6	15,8	
Rame	27,1	17,7	
Alluminio	27,3	12,3	
Zinco	26,9	60,6	
Nickel	19,7	13,6	
Mais	0,2	-1,9	
Fruento	7,4	-13,2	
Soia	-2,1	14,4	
Cacao	-2,0	-33,8	
Zucchero	-26,8	28,0	
Caffè	-10,1	8,2	
Cotone	-1,6	11,6	

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 24.10.2017

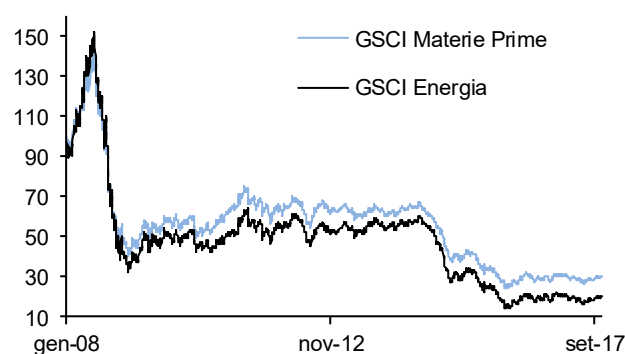
Energia: in recupero mentre crescono le attese sui tagli all'offerta nel 2018

Commodity ancora negative da inizio anno: pesa il calo di Energia (seppur in recupero) e Agricoli. Permane un cauto ottimismo sugli asset ciclici, in particolare quelli esposti alle materie prime; sentiment che potrebbe protrarsi anche nel 2018. Recupera l'Energia, grazie ai tagli OPEC, alle tensioni in Iraq e al calo produttivo negli Stati Uniti. Permane anche la dinamica delle scorte statunitensi, in calo già da qualche settimana, anche per via dell'impatto della stagione degli uragani sul Sud degli USA, sede di gran parte dell'industria della raffinazione petrolifera. Sul fronte Fed, il ciclo di rialzo dei tassi continua, col 3° ed ultimo rincaro annuale del costo del denaro collocato ormai a fine anno. Di diverso rispetto alle ultime settimane c'è il marginale rialzo del dollaro: un approccio più deciso della Federal Reserve nel ribadire il ciclo di aumenti dei tassi ha favorito un apprezzamento del dollaro, supportato anche dalle prospettive sulla riforma fiscale USA. L'obiettivo di Trump appare più vicino da quando il Senato ha approvato un progetto di bilancio per l'anno fiscale 2018. Piano che sembra spianare la strada a tagli delle tasse senza avere l'appoggio del Partito Democratico. Di fondo però, ancora una volta, segnaliamo come l'onere di sostenere a pieno la domanda di risorse di base spetterà al ciclo economico cinese. Le direttive del Congresso dovranno chiarire quanto il ruolo della Cina, nei prossimi 5 anni, sarà fondamentale per un ulteriore recupero dei comparti. La crescita mondiale è fortemente correlata a un'ulteriore accelerazione del ciclo negli Stati Uniti e al processo di razionalizzazione dell'economia in Cina, pur dando per scontato che la crescita cinese vedrà target percentualmente più bassi rispetto al passato.

Energia: rinnovo dei tagli all'offerta e calo della produzione USA al centro del quadro. Sul fronte petrolifero, a spingere il comparto dell'Energia è stato il nuovo incontro tecnico di Vienna, unito alle difficoltà nella produzione USA, dopo gli uragani nel sud del paese. Il 20 ottobre a Vienna si è tenuta la riunione del comitato congiunto per la verifica dell'accordo tra paesi OPEC e produttori esterni al Cartello. I tagli sono stati del 120% rispetto al target di 1,8 milioni di barili, come dichiarato dal Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC). Mohammed Barkindo, segretario generale dell'OPEC, ha confermato come i mercati petroliferi si starebbero riequilibrando con un passo più veloce rispetto a quanto previsto. Alla base del movimento più repentino ci sarebbe il rafforzamento dell'economia internazionale, che a sua volta porterebbe a un aumento della domanda di petrolio. Barkindo ha rivelato anche un retroscena sul presidente russo Putin, promotore del possibile prolungamento dei tagli a tutto il 2018. Esternazione avvenuta in occasione dei colloqui durante la visita del re saudita a Mosca, a inizio ottobre. I produttori si ritroveranno il 30 novembre, di nuovo a Vienna, per il 173° Meeting ufficiale: la riunione avrà come punti principali l'estensione dei tagli all'output e la possibilità di imporre quote

di produzione a tutti i membri del Cartello, facendo rientrare quelli esclusi nel primo turno di accordi.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



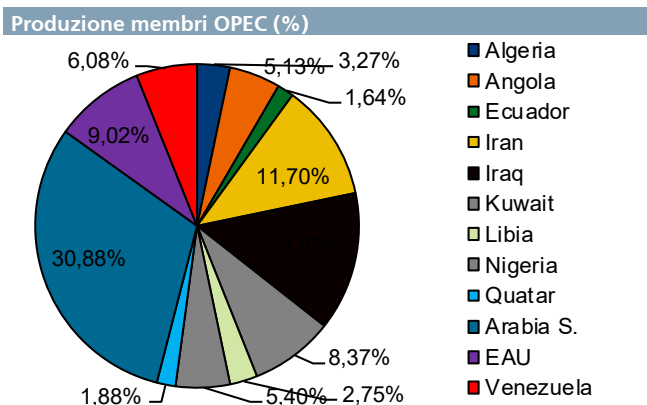
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.366,0	-2,1	-7,7	-51,2
GSCI Energia	408,6	-6,0	-13,8	-60,8
WTI (\$)	52,5	-2,3	17,6	-39,0
Brent (\$)	58,3	2,7	21,5	-46,2
Gas Naturale (\$)	3,0	-20,1	30,1	-13,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Iraq, Kurdistan e Turchia: l'inasprirsi della questione curda spinge il petrolio. Il surriscaldamento delle quotazioni del petrolio, nelle ultime sedute, deriva dall'inasprirsi della questione curda. Crescono infatti i timori circa la commercializzazione del greggio dal nord dell'Iraq, visti gli scontri fra esercito iracheno e forze curde. In risposta al referendum sull'indipendenza del Kurdistan, l'esercito iracheno ha occupato la città di Kirkuk, snodo fondamentale della produzione di greggio nella regione. Dall'area, abitualmente, partono circa 500.000/550.000 barili al giorno, la maggior parte veicolati al porto di Ceyhun in Turchia e al valico di Habur, dove transitano una media di 1.700 Tir al giorno. Le riserve della regione sono stimate in oltre 45 miliardi di barili. E' quindi comprensibile che un minimo intoppo nelle forniture dalla regione abbia immediatamente posto in tensione il mercato petrolifero.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.08.2017

OPEC: alza le stime sulla domanda mondiale. L'ultimo report mensile dell'OPEC (*Monthly Oil Market Report*) segnala che il petrolio nel 2018 dovrebbe scambiare a 55 dollari al barile, un rialzo del 4% circa rispetto all'attuale prezzo del paniere di riferimento. L'OPEC prevede che il prossimo anno l'economia mondiale crescerà del 3,6%, in rialzo rispetto al 3,5% della stima precedente. La domanda di greggio, attualmente pari a 32,8 milioni di barili al giorno, dovrebbe salire a 33,1 milioni di barili. I prezzi attuali sono comunque inferiori alla curva dei costi della maggior parte dei produttori di *shale-oil* e l'OPEC ha tutto l'interesse a lasciarli a questo livello per mantenere competitive le sue forniture e tenere fuori dal mercato questi produttori.

IEA: stime invariate per la domanda globale di petrolio. Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy Agency) ha mantenuto invariata la propria previsione per la crescita della domanda globale a 1,6 milioni di barili al giorno nel 2017 e a 1,4 milioni di barili al giorno nel 2018, e ha tagliato le sue stime sull'offerta non-OPEC di 0,1 milioni di barili al giorno nel 2017 con l'offerta non-OPEC in grado di crescere di 0,7 milioni di barili al giorno nel 2017 e di 1,5 milioni di barili al giorno nel 2018. Complessivamente, il report sostiene che gli sforzi congiunti di OPEC e non-OPEC sono serviti a contenere il surplus di mercato in ogni trimestre del 2017, fatta eccezione per la prima parte dell'anno in corso. Per l'intero anno, le riserve globali sono attese in calo di 0,3 milioni di barili al giorno, ammesso che le condizioni meteo, quest'inverno, non siano eccezionalmente rigide e che la produzione OPEC si mantenga a ritmo costante (32,7 milioni di barili al giorno).

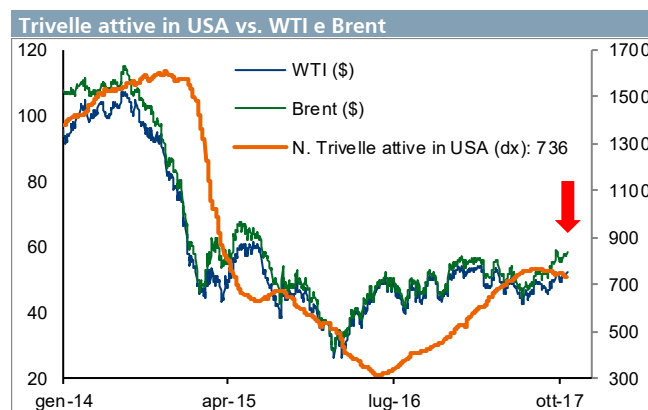
Performance di medio termine

	24.10.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	408,6	11,9	5,1	1,9	-6,0
WTI (\$)	52,5	9,6	5,9	5,0	-2,3
Gas Naturale (\$)	3,0	1,0	-2,3	7,2	-20,1
Gasolio (\$)	526,0	13,9	13,4	13,7	5,0

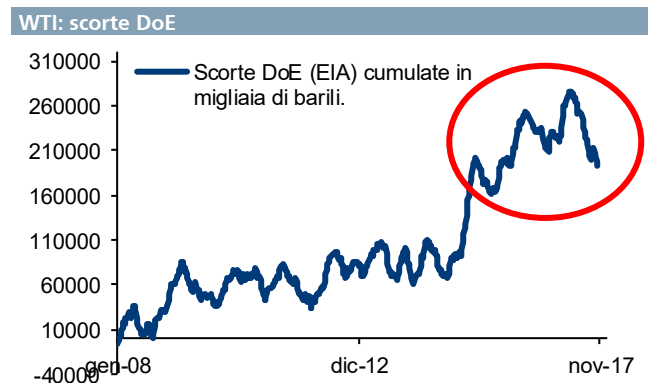
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica delle scorte USA conferma il ribasso. Il quadro sulle scorte USA di petrolio, pur restando a livelli molto alti, indica una dinamica di contrazione sia secondo API (American

Petroleum Institute) che secondo EIA. La Energy Information Administration (EIA) USA ha comunicato che le scorte di greggio sono calate di 5,7 milioni di barili nella settimana conclusasi il 13 ottobre. Le stime degli analisti erano fissate su un calo di 3,85 milioni di barili. Nella settimana precedente le scorte di petrolio greggio erano diminuite di 2,747 milioni di barili. Sono invece salite più del previsto le riserve di benzine: +908.000 barili contro i 775.000 attesi. La produzione USA è calata dell'11% rispetto alla settimana precedente a 8,4 milioni di barili, livello minimo da giugno 2014, a causa delle chiusure legate all'uragano. Sempre nella settimana terminata il 13 ottobre, l'American Petroleum Institute aveva segnalato la discesa delle riserve di 7,1 milioni di barili. Scendono anche le trivelle attive negli USA, di ben 7 unità, a dimostrazione che il calo della produzione USA non è sporadico ma strutturale.



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

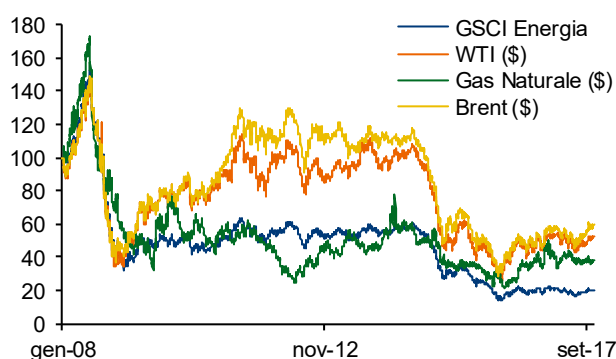


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

Il quadro sul Gas Naturale: focus su scorte e previsioni meteo. Il mercato del gas naturale, dopo aver registrato qualche tensione in concomitanza della stagione degli uragani USA, guarda ora alle scorte e alle previsioni meteo circa la stagione invernale. Secondo le previsioni pubblicate dalla NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration), nell'inverno 2017-18 gli Stati Uniti saranno spezzati in due dal punto di vista del tempo. Freddo e umido negli stati settentrionali, caldo e secco in quelli

meridionali. Quest'inverno dovrebbero verificarsi condizioni molto deboli per la formazione del fenomeno de la Niña, con influenze sfumate sulle condizioni meteo globali. La NOAA stima al 55-65% lo sviluppo de la Niña per il prossimo inverno. Lo scorso inverno, la Niña è stata piuttosto debole in gran parte degli Stati Uniti orientali e meridionali, nel Midwest l'inverno è stato invece più caldo, e nel Nord Est le temperature hanno superato la media. Un quadro che rischia di non stimolare le quotazioni del metano, almeno nel breve periodo. Infine, salgono più delle attese le scorte di gas naturale negli Stati Uniti. Nella settimana al 13 ottobre, l'Energy Information Administration (EIA) ha segnalato come le riserve siano aumentate di 51 miliardi di metri cubi a fronte dei 50 miliardi stimati. Le scorte totali si sono dunque portate a 3.646 miliardi di metri cubi, in calo di 179 miliardi rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso e inferiore di 35 miliardi di metri cubi rispetto alla media a 5 anni.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'Outlook resta Moderatamente Positivo, si rafforza la cautela.

Il clima del mercato petrolifero si conferma proseguire in tono positivo, dopo che la stagione degli uragani negli USA ha inciso sulla produzione americana in arrivo dal Golfo del Messico, specie da Texas e Georgia. Il focus resta sul meeting OPEC del 30 novembre, in cui si discuterà del prolungamento dei tagli oltre la data di marzo 2018; il mercato sembra convincersi delle buone intenzioni sia dell'OPEC che della Russia, vista l'indiscrezione secondo cui anche il presidente Putin è favorevole ad un prosieguo dell'accordo. Lo scenario centrale non muta e difficilmente vedrà un petrolio sopra la soglia dei 60 dollari, senza un inatteso aumento della domanda o tensioni restrittive dal lato dell'offerta. Questo quadro, pur facendoci restare cautamente ottimisti circa un ribilanciamento del mercato del petrolio sul finale di 2017, vede solo variazioni minime delle nostre stime. Le previsioni Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 56 dollari al barile per il 4° trimestre 2017 e 55 e 53 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018; 2) per il WTI: 51 dollari per il 4° trimestre 2017 e 51 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 54,5 e 52 dollari al barile per il 2018 e a 59 e 58 dollari al barile per il

2019. 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 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.17	2017	2018	2018	2018	2019
WTI (\$)	52,5	51,0	50,0	50,5	52,0	57,0
Brent (\$.)	58,3	53,0	54,0	53,5	55,5	59,5
Gas Nat. (\$)	3,0	3,3	3,3	3,1	3,2	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.17	2017	2018	2018	2018	2019
WTI (\$)	52,5	51,0	51,0	51,0	52,0	58,0
Brent (\$.)	58,3	56,0	55,0	53,0	54,5	59,0
Gas Nat. (\$)	3,0	3,50	3,50	3,10	3,25	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: consolidano dopo la spinta legata all'avversione al rischio

Si attenuano gli effetti positivi dell'avversione al rischio in vista dell'ultimo rialzo Fed del 2017. Lasciati alle spalle i massimi annuali sopra 1.600, agevolati dalla forte avversione al rischio che ha spinto gli operatori verso gli asset difensivi, registriamo un consolidamento dei Preziosi in area 1.550. La Banca centrale USA ha lasciato intendere con buona probabilità come il terzo ed ultimo rialzo dei tassi si concretizzerà a fine anno, aprendo la strada alla debolezza dei Preziosi, che sono così ridiscesi dopo essersi spinti oltre 1.600 sulle tensioni USA-Nord Corea. Consolidamento in essere che non intacca il rialzo di oltre il 10% da inizio anno. Oro e argento appaiono legati alle scelte di politica monetaria americana, all'interno di un ciclo di rialzo dei tassi definito che sta influenzando negativamente i due metalli e in vista del cambio al vertice della Fed, data la scadenza del mandato della Yellen. A favore dei Preziosi non resta nemmeno l'andamento del dollaro, recentemente apprezzatosi dopo l'ultimo meeting Fed: l'atteggiamento più aggressivo della Federal Reserve ha causato infatti un rafforzamento della divisa USA, che non aiuta i contratti sui Preziosi denominati in dollari. Il rialzo strutturale dei Preziosi resta ancora legato al rafforzamento delle aspettative d'inflazione. Queste ultime sono correlate al recupero delle quotazioni petrolifere e potrebbero essere favorite dall'esito del meeting OPEC del 30 novembre prossimo, con l'auspicato prolungamento e possibile ampliamento dei tagli alla produzione oltre il marzo 2018. Anche platino e palladio (materiali più coinvolti nel ciclo dell'industria) consolidano, con il palladio in deciso trend ascendente, in un quadro che appare positivo per le quotazioni ma che dipende da quanta pressione arriverà dalla futura domanda industriale per questi metalli.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.366,0	-2,1	-7,7	-51,2
GSCI Preziosi	1.543,9	9,6	7,8	-30,8
Oro (\$)	1276,5	10,7	9,7	-25,5
Argento (\$)	16,9	6,6	6,8	-47,2
Platino (\$)	924,95	2,5	-7,6	-41,0
Palladio (\$)	968,1	41,6	39,6	60,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro sui Preziosi si complica visto il consolidamento del dollaro e le basse aspettative di inflazione. Le basse aspettative di inflazione e un dollaro in consolidamento favoriscono la debolezza dei Preziosi: si accentua lo storno dell'oro, sotto 1.300 dollari l'oncia, dopo i massimi in area 1.350. I prezzi restano sotto pressione dalla fine di agosto, pur restando a +10% da inizio anno. Una Federal Reserve più ferma nel ribadire il ciclo di rialzi dei tassi ha causato infatti un marginale recupero del dollaro, che non ha aiutato i contratti sull'oro denominati nella divisa USA. Una somma di fattori, quali un dollaro in consolidamento e l'affievolirsi delle tensioni nella regione coreana, ha spinto i prezzi del metallo aurifero al di sotto dei 1.300 dollari. Il dollaro è stato sospinto anche dalle notizie circa un'investitura di John Taylor come candidato favorito di Trump per assumere il ruolo di Presidente della Fed una volta che scadrà il mandato della Yellen. Taylor è conosciuto per essere un sostenitore di un approccio più formale nelle scelte di politica monetaria e meno soggettivo. Egli ha sostenuto più volte, in passato, la necessità di un innalzamento dei tassi d'interesse, quindi, se dovesse ricevere l'incarico, è probabile che il dollaro ne gioverebbe. Anche le quotazioni dell'argento, in linea con quelle dell'oro, sono apparse ritracciare dopo aver centrato l'obiettivo dei 18 dollari l'oncia. Al contrario dell'oro, però, l'outlook sull'argento appare più ottimista. Il mercato sembra convinto che le quotazioni dell'argento sovraperformeranno l'oro nell'ultimo trimestre dell'anno e nel 2018. In un rapporto di Metals Focus (una delle maggiori società di consulenza mondiale sul settore dei preziosi) si esprime fiducia circa l'andamento nell'ultima parte del 2017 e si ritiene che il movimento possa proseguire anche l'anno successivo. La domanda di monete d'argento è stata debole negli Stati Uniti, ma si è assistito a una robusta domanda di fondi ETF legati all'argento e in settembre c'è stato un incremento delle attività anche sulla borsa COMEX. La domanda d'argento è scesa in altre aree, non solo negli USA, tra cui per esempio l'India, la cui lotta alla corruzione e all'evasione fiscale con la cosiddetta "guerra ai contanti" sta penalizzando anche la domanda di beni fisici come l'argento. La domanda di argento in India rappresenta al momento solo il 16% della domanda mondiale ma questa percentuale è destinata a salire. **Platino e palladio** divergono nella loro performance da inizio anno. Le conseguenze del cosiddetto "Dieselgate" continuano a farsi sentire non solo sul mercato dell'auto, ma anche sui due

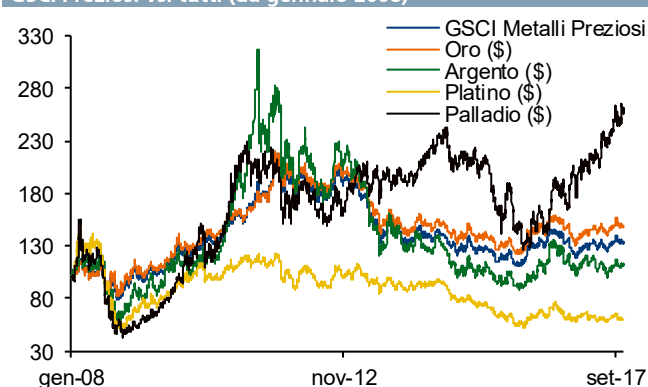
maggiori metalli impiegati nel settore Auto. Il palladio, utilizzato nei catalizzatori per motori a benzina (oltre che per gli ibridi), vale più del platino, che invece viene utilizzato per le marmitte dei veicoli a gasolio. Il sorpasso nei prezzi, evento che non si verificava da 16 anni, è coinciso con i dati sulle immatricolazioni di auto che hanno certificato il passaggio di testimone tra i due carburanti in Europa. Nel 1° semestre le auto a benzina hanno riconquistato il primato delle vendite nella UE a 15 membri, leadership che mancava dal 2009, arrivando al 53,6% del totale. Per la prima volta dal 2001 il **palladio** ha tentato un test in area 1.000 dollari per oncia, sulla scia degli acquisti indotti da un possibile aumento della domanda dal settore automobilistico, in una fase di mercato segnata da una fornitura piuttosto scarsa. La carenza di palladio rischia di ampliarsi fino a 1 milione di once, prima di consolidare a -750.000 once entro il 2020. Il **platino**, sostanzialmente penalizzato dai recenti scandali sui catalizzatori impiegati nelle autovetture alimentate a gasolio, rischia un ulteriore peggioramento della sua situazione. La quota di mercato dei motori diesel è prevista in calo entro la metà del 2025, un evento che porterebbe al taglio della richiesta di metallo per un volume di 300.000-600.000 once nel corso del prossimo decennio. Non a caso il mercato si attende un surplus di platino almeno fino al 2020.

Performance di medio termine

	24.10.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.543,9	1,9	-0,0	-1,2	9,6
Oro (\$)	1.276,5	2,0	0,9	0,3	10,7
Argento (\$)	16,9	2,6	-3,8	-4,6	6,6
Platino (\$)	925,0	-0,5	-311,4	-4,2	2,5
Palladio (\$)	968,1	12,6	21,1	52,4	41,6

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 malgrado il consolidamento del dollaro e a fronte del prosieguo del ciclo di rialzi della Fed, con l'ultimo aggiustamento del 2017 in calendario a dicembre. Un quadro a cui si aggiunge la fragilità dei fondamentali nel loro insieme, che non riesce a dare alcuna spinta rialzista al comparto. Un finale d'anno in cui la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, fungendo da supporto al comparto, possa favorirne il recupero

appare uno scenario distante dalla realtà. Resta valida l'idea che le differenti fasi di propensione o avversione al rischio siano un possibile stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento, intesi come asset difensivi. Tuttavia, un eccessivo acuirsi delle tensioni geo-politiche, con esiti catastrofici, non è uno scenario auspicabile e finirebbe per creare ancora più tensione sui mercati, penalizzando la fase di ripresa in essere, benché il posizionarsi su asset in grado di difendere il potere d'acquisto sia ancora una scelta consigliabile per gli investitori più prudenti. In attesa del ritorno dell'inflazione "sana", intesa come stimolo alla produzione, gli operatori sembrano orientarsi su scelte più rischiose, che generino quindi maggiori ritorni rispetto ai Metalli Preziosi. Solo uno scenario di inatteso surriscaldamento dei prezzi, che passi in maniera obbligatoria da un recupero ulteriore delle quotazioni del petrolio, può migliorare il nostro Outlook, che resta invece Neutrale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Oro (\$)	1.276,5	1.252,5	1.240,0	1.250,0	1.275,0
Argento (\$)	16,9	17,0	17,1	17,5	17,9
Platino (\$)	925,0	971,0	963,0	960,0	1.013,0
Palladio (\$)	968,1	890,0	865,0	890,0	900,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

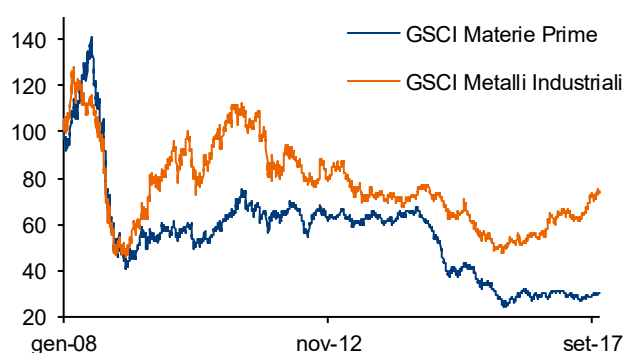
	Valore 4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Oro (\$)	1.276,5	1.290	1.285	1.275	1.265
Argento (\$)	16,9	17,0	17,4	17,7	17,9
Platino (\$)	925,0	930	970	960	955
Palladio (\$)	968,1	960	980	990	998

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: le scelte del Congresso pesano sul futuro del comparto

Ennesimi nuovi massimi annuali in area 1.400, poi lo storno. Registriamo l'ennesimo livello massimo per il comparto dei Metalli Industriali da inizio anno, in area 1.400. L'accelerazione iniziata questa estate, correlata alla modifica di alcune misure ambientali in Cina per il prossimo inverno, non sembra arrestarsi ma anzi appare rinvigorita dall'inizio del Congresso del Partito Comunista Cinese. La Cina è il principale consumatore di metalli industriali, la conferma della crescita della propria economia, anche in prospettiva futura, sostiene la domanda di queste commodity. Si riconferma la robustezza del comparto delle costruzioni cinese, unita al costante rialzo dei prezzi delle case, fattore che resta fondamentale per i metalli, nonostante alcune scelte di maggior controllo di questo settore attuate dal Governo. Ridurre il surriscaldamento del settore immobiliare è una procedura che va implementata con molta attenzione, pena il rischio di rallentare eccessivamente il maggior elemento di contribuzione al PIL cinese. Il focus degli operatori resta pertanto sulle risultanze del 19esimo Congresso del Partito Comunista Cinese (PCC), con particolare attenzione alle scelte di riforma di tutti i livelli presi in esame da Xi Jinping: politico, economico e sociale. Il target di crescita intorno al 6,5% resta l'obiettivo dichiarato dal Governo cinese, dopo il 6,7% del 2016, il livello più basso degli ultimi 25 anni. Permane invece la forte delusione circa il contributo degli USA alla domanda di metalli industriali a livello globale, visto il mancato piano di espansione della spesa in opere pubbliche promesso da Trump in campagna elettorale. Le difficoltà della sua Amministrazione stanno infatti rendendo questo fattore irrilevante nello scenario 2017-18 dei Metalli Industriali, questo nonostante una certa accelerazione relativa alla riforma fiscale, della tassazione delle imprese. Abbozzo di riforma ancora insufficiente a garantire un'effettiva influenza sullo scenario dei metalli nel 2018.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

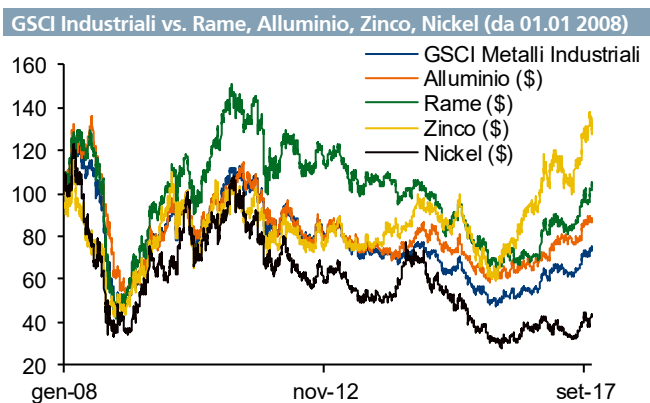
	Valore 24.10.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.366,0	-2,1	-7,7	-51,2
GSCI Industriali	1.395,7	24,3	38,2	-6,8
Rame (\$)	7.035,5	27,1	35,9	-10,0
Alluminio (\$)	2.155,0	27,3	44,1	11,2
Zinco (\$)	3.245,5	26,9	87,3	78,8
Nickel (\$)	11.995,0	19,7	14,1	-25,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: il 19esimo Congresso del Partito Comunista Cinese (PCC) lancia alcuni temi. L'economia cinese continuerà a crescere a un tasso medio-alto e diventerà sempre più aperta al mondo, senza rinunciare al proprio modello di sviluppo. Questo in linea di massima il concetto di fondo espresso dal presidente cinese Xi Jinping nel discorso d'apertura del 19esimo Congresso del Partito Comunista cinese. Meeting che lo ha riconfermato al vertice del partito e dello stato, inserendolo nella costituzione del paese col suo "Socialismo con caratteristiche cinesi per una nuova era". Questo insieme al pensiero di Mao Zedong e alla teoria di Deng Xiaoping. La Cina deve diventare un grande, moderno paese socialista che possa costruire un'economia moderatamente prospera che vinca le sfide della nuova era. Al di là della retorica politica, Xi Jinping ha evidenziato almeno due grandi temi, concreti, di interesse globale, su cui la Cina vuole porsi agli antipodi degli USA. Da un lato, la volontà di rendere sempre più aperta la sua economia, distinguendosi paradossalmente dal protezionismo sbandierato dall'Amministrazione Trump. Dall'altro, l'impegno a contrastare i cambiamenti climatici, con Pechino che rivendica la guida del dibattito mondiale sul clima, come dimostrano sia le dichiarazioni che il varo delle norme sul contenimento delle emissioni nell'atmosfera. Xi Jinping ha promesso di favorire in maniera decisa l'accesso al mercato e proteggere i diritti e gli interessi degli investitori stranieri, favorendo i consumi interni che avranno un ruolo di traino dell'economia, che dovrà concentrarsi sulla qualità della crescita. Proprio in tal senso, le industrie cinesi dovranno salire a un livello medio-alto della catena di valore globale, con un settore manifatturiero avanzato e di livello mondiale ma all'interno di un ambiente più ecosostenibile per la popolazione cinese. Allo stato attuale, molte imprese cinesi nei settori dell'acciaio, del cemento, dei metalli non ferrosi e automobilistico stanno costruendo basi di produzione all'estero, facendo da apripista per l'esportazione di attrezzature, tecnologie, standard e servizi.

Le norme ambientali e lo sviluppo cinese ecosostenibile. Il 20 settembre il Consiglio degli affari di Stato, il Governo cinese, ha annunciato l'istituzione di "un dispositivo di allarme per sorvegliare lo stato dell'ambiente regionale e di quello delle risorse e per sanzionare i danni causati all'ambiente". Sono stati individuati tre livelli: sovraccarico sull'ambiente e le sue risorse (allarme rosso), rischio di sovraccarico (allarme giallo) e assenza di sovraccarico (allarme verde). Per le regioni ad "allarme rosso",

le autorità governative non approveranno più progetti riguardanti il settore dei metalli e le imprese responsabili di gravi danni all'ambiente e alle risorse saranno soggette a sanzioni che vanno dalle ammende alla chiusura, passando per una limitazione della produzione. Il comparto della lavorazione dei metalli è infatti fra i principali responsabili del deterioramento dell'ambiente. In questo senso, sarà fondamentale monitorare le future regolamentazioni, molte già approvate, circa l'inquinamento dell'aria nel periodo invernale, momento in cui nelle regioni ad alta concentrazione industriale, ai fumi di scarico si sommano i fumi da riscaldamento. Già in agosto, secondo dati ufficiali cinesi, la produzione dei dieci principali metalli non ferrosi è scesa a 4,42 milioni di tonnellate, il minimo a un anno e per la prima volta da dicembre 2015 c'è stato un calo del 2,2% a/a.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo storno dai nuovi massimi di comparto (area 1.400) rafforza la cautela. I Metalli hanno ancora accelerato al rialzo, segnando nuovi massimi annuali a 1.400, per poi stornare, rafforzando il quadro di attenzione nel prendere posizioni ulteriormente rialziste. Proprio dalla Cina sono arrivati però dati economici incoraggianti negli ultimi giorni. L'inflazione (PPI), anche grazie ai tagli di produzione, ha inaspettatamente accelerato in settembre, a +6,9%, il massimo degli ultimi sei mesi, mentre la crescita dei prezzi al consumo (CPI) è scesa all'1,6% dall'1,8% di agosto. Anche la bilancia commerciale ha mostrato forti importazioni di materie prime, in particolare di molti metalli fra cui il rame. Sul comparto grava l'idea di un'eccessiva fiducia nella riduzione dell'offerta in arrivo dall'Asia, non solo dalla Cina, sulla scia delle nuove norme ambientali che entreranno in vigore nel periodo invernale. La guerra all'inquinamento, confermata da Pechino anche al Congresso, ha ampliato i suoi effetti sul mercato dei metalli, con ripercussioni a livello globale e non solo in Cina.

Rame. Massimi annuali sopra 7.000 dollari, cautela sul finale di 2017. I prezzi del rame viaggiano con un rialzo di oltre il 25% dall'inizio dell'anno, un andamento che appare guidato soprattutto dalla domanda del settore delle costruzioni cinese e dal trading degli speculatori. I derivati sul rame hanno toccato quota 7.135 dollari la tonnellata sulla borsa di Londra negli

scorsi giorni, salvo poi ritracciare, registrando così il prezzo più alto da oltre tre anni a questa parte. Le importazioni di rame dalla Cina sono progressivamente aumentate, sino a toccare la quota di 430.000 tonnellate nel mese di settembre: un aumento del 10% rispetto ad agosto e al massimo mensile dal marzo scorso. Sul lungo periodo, l'andamento del rame appare legato alle previsioni per il 2019 che restano non eccezionali: si attendono infatti due anni di possibile surplus. Inoltre, l'impatto delle misure ambientali cinesi è meno diretto sul mercato del rame, anche se la domanda globale risulta essere fortemente influenzata dalle importazioni e dai consumi di Pechino.

Alluminio. Staziona a ridosso di 2.200 dollari, focus sulle scelte cinesi. L'impatto della "supply-side structural reform", volta a razionalizzare e aumentare la produttività industriale cinese (soprattutto delle grandi aziende operanti nel settore pesante) sta coinvolgendo anche i principali produttori di alluminio e le raffinerie della provincia dello Henan. La necessità di ridurre l'eccesso di capacità produttiva, che rischia di essere un ostacolo per la crescita dell'economia cinese, è molto sentita proprio nella provincia dello Henan. Le autorità provinciali hanno però messo a disposizione, per il trasferimento in altre province, 70.000 tonnellate annue in eccesso provenienti da tre fonderie dismesse. Qualsiasi impianto di lavorazione potrà richiederle, ma solo se ciò non farà superare la quota di produzione assegnata alla regione o alla provincia di appartenenza. Questo caso specifico dimostra come la Cina voglia, in modo ferreo, controllare la sovraccapacità produttiva ed evitare surplus di materiale con un occhio di riguardo anche alla qualità dell'aria nelle aree produttive.

Zinco. Nuovi massimi annuali sopra 3.300 dollari, cosa farà Glencore da qui a fine anno? Le quotazioni dello zinco hanno superato area 3.300, complici gli scioperi in Perù di fine estate. Lo zinco sta mostrando una forza maggiore di quanto atteso, con i prezzi che stazionano ormai al livello più alto da 10 anni a questa parte. Gli operatori si focalizzano, per fine anno, sulle mosse di Glencore, azienda in grado di influenzare il mercato. Soprattutto nelle attuali economie di scala, la possibilità di controllare un mercato come quello minerario influisce anche in modo determinante su tutto il processo integrato della produzione, dalla miniera alla produzione di concentrati e alla raffinazione. Già nell'ottobre del 2015, Glencore aveva ridotto di un terzo la sua produzione, circa mezzo milione di tonnellate, per risolvere il problema del surplus di metallo presente sul mercato e rilanciare così i prezzi. Una mossa che ha funzionato visto che in soli due anni, il prezzo dello zinco è passato da 2.000 dollari a 3.300 dollari per tonnellata. I fermi produttivi di Glencore hanno fatto scomparire il 3,5% della produzione mineraria mondiale di zinco. L'aumento attuale dei prezzi ha sostenuto anche gli investimenti in nuove miniere, come per esempio quelle di Gamsberg (Sud Africa) e di Dugald (Australia), che saranno operative fra qualche anno. In questo quadro appare scontato chiedersi se Glencore riaccenderà, parzialmente o totalmente, gli impianti di zinco chiusi negli

ultimi anni per sfruttare questa situazione, favorendo lo storno dei prezzi.

Nickel. Massimi annuali ribaditi a 12.000 dollari. Le Filippine hanno ribadito nelle ultime settimane che potrebbero sospendere l'attività in altre miniere perché disallineate dagli standard ambientali. Dall'inizio dell'anno il nichel si è apprezzato di oltre il 15%. La scorsa settimana il metallo aveva perso però il 6,6% dopo che il Governo filippino aveva rinviato la pubblicazione dei risultati della revisione ambientale dei siti minerari. Le Filippine sono il maggiore produttore mondiale di nichel ed ormai da più di un anno la questione sulle regole ambientali sta trainando il rialzo del metallo. Il rischio è che questa incertezza si trasmetta anche allo scenario sul 2018.

Performance di medio termine

	28.09.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.395,7	11,9	17,2	33,9	24,3
Rame (\$)	7.035,5	13,0	23,3	48,6	27,1
Alluminio (\$)	2.155,0	11,7	9,8	29,1	27,3
Zinco (\$)	3.245,5	16,6	25,3	41,1	26,9
Nickel (\$)	11.995,0	19,9	28,7	17,3	19,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'Outlook resta Neutrale. Ancora una accelerazione delle quotazioni che prosegue generalizzata per tutti i metalli e giustifica gli inviti alla prudenza da qui a fine anno, visti i rialzi di alcuni di essi. Nel breve periodo ci aspettiamo ancora volatilità sulle quotazioni, alla luce delle incertezze sulle politiche minerarie cinesi e su quelle filippine. Ma di fondo, specie dopo il Congresso cinese, il quadro macroeconomico globale resta favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile a cui la Cina continuerà a contribuire. Il mercato ha ormai superato la mancata implementazione della politica fiscale espansiva ed infrastrutturale dell'Amministrazione Trump, considerando questo tema non in grado di generare alcuna aspettativa rialzista nel breve e rimandandolo all'agenda del 2018, in un quadro di "normalizzazione" dell'economia cinese che ha avuto sviluppi incontrollati in molti settori, compreso quello dei metalli. Alla luce di questo scenario, confermiamo il nostro Outlook Neutrale, rinnovando la cautela da qui a fine anno.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.10.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	7.035,5	6.141	6.100	6.050	6.013	6.500
Alluminio (\$)	2.155,0	2.000	1.950	1.980	1.936	1.959
Zinco (\$)	3.245,5	3.000	2.863	2.900	2.780	2.780
Nickel (\$)	11.995,0	10.341	10.250	10.266	10.435	10.435

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

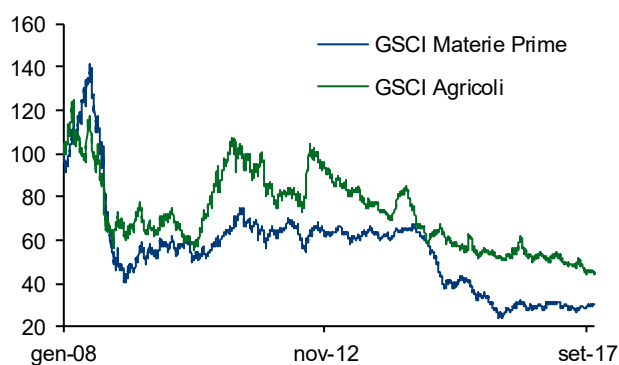
	Valore 4° trim. 24.10.17	1° trim. 2017	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019	
Rame (\$)	7.035,5	6.141	6.100	6.050	6.013	6.500
Alluminio (\$)	2.155,0	2.000	1.950	1.980	1.936	1.959
Zinco (\$)	3.245,5	3.000	2.863	2.900	2.780	2.780
Nickel (\$)	11.995,0	10.341	10.250	10.266	10.435	10.435

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: restano ancorati ai minimi degli anni '70, ancora prudenza

Restano vicini ai minimi di metà anni '70. Il fermo consolidamento ribassista degli ultimi mesi domina il comparto degli Agricoli, cancellando la marginale ripresa della prima parte di luglio, che ha visto l'indice rientrare sopra area 400/410, salvo poi riportarsi intorno agli attuali valori (area 380-390). Resta quindi immutato il nostro approccio di massima prudenza circa possibili recuperi dei prezzi visto che non cambiano i fattori di fondo del comparto: a) condizioni metereologiche che hanno agevolato raccolti abbondanti nella stagione appena conclusa; b) accumulo delle scorte globali di cereali che consolidano ai massimi. Quadro rimarcato, anche in settembre, dalle stime FAO (che vedono un rialzo della produzione di cereali) e WASDE. Lo scenario resta quindi improntato a una robusta offerta mondiale di cereali, che non viene erosa ma anzi si rafforza, esercitando una forte pressione ribassista sui prezzi. Situazione a cui si aggiunge un rapporto scorte/consumi che alimenta il surplus di offerta per le principali granaglie. Non variano pertanto i due temi alla base del comparto: 1) quanto incideranno le condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale il prossimo anno, in vista della stagione invernale 2017/18; 2) le scelte speculative degli operatori finanziari, visto il consolidato ribasso delle quotazioni.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.366,0	-2,1	-7,7	-51,2
GSCI Agricoli	385,7	-10,5	-16,9	-51,9
Mais (\$ cent)	352,8	0,2	-7,1	-52,5
Frumento (\$ cent.)	438,0	7,4	-10,7	-49,8
Soia (\$ cent)	975,5	-2,1	8,9	-37,6
Cotone (\$ cent)	69,5	-1,6	10,8	-4,4
Zucchero (\$ cent.)	14,3	-26,8	0,0	-26,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di settembre. Il 12 ottobre 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).

Le scorte finali di **frumento** sono viste a 268,13 Mt nel 2017-18, da 263,14 Mt del mese scorso e da 256,58 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 751,19 Mt nel 2017-18 da 744,85 Mt del mese scorso e da 754,15 Mt del 2016-17. Il consumo globale è visto a 739,63 Mt nel 2017-18 da 737,54 Mt del mese scorso e rispetto ai 738,77 Mt nel 2016-17. Le scorte finali di **mais** sono a 200,96 Mt nel 2017-18 rispetto a 202,47 Mt dello scorso mese e contro 226,99 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 1.038,80 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.032,63 Mt dello scorso mese e a 1.075,33 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.068,83 Mt nel 2017-18 da 1.057,13 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.062,33 Mt del 2016-17. Le scorte finali di **soia** dovrebbero attestarsi a 96,05 Mt nel 2017-18 da 97,53 Mt dello scorso mese e contro 94,86 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 347,88 Mt nel 2017-18, da 348,44 Mt del mese passato e 351,25 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 344,37 Mt nel 2017-18 da 344,30 Mt dello scorso mese e da 330,28 Mt del 2016-17.

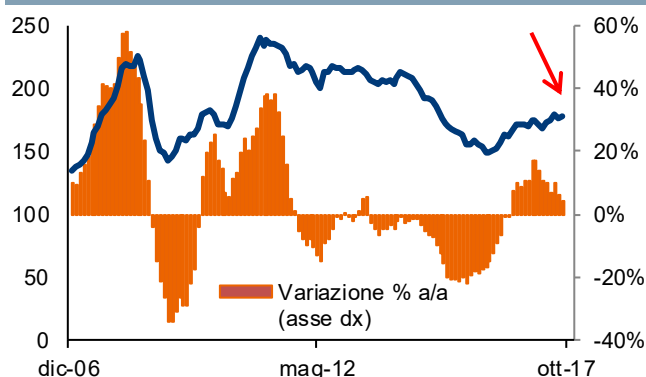
Il quadro sugli Agricoli nel post WASDE. Il WASDE ha rivisto al rialzo le proiezioni sulle scorte USA al termine della stagione 2017-18, in generale, e ancor maggiore è stato l'incremento riservato alle scorte mondiali di **frumento** con aumenti significativi in Europa, Russia e USA. In calo ai livelli più bassi degli ultimi 9 anni il raccolto australiano a causa delle condizioni climatiche avverse (21,5 milioni di tonnellate, -1 milioni di tonnellate) ma senza dare alcuna spinta al frumento. L'USDA ha inoltre ridotto le proiezioni sulle semine di mais per acro; anche la rimodulazione dell'*acreage* (la messa a coltura dei terreni) è stata ampiamente compensata dalla revisione al rialzo sulla resa del prodotto per acro coltivato, anche in questo caso senza risvolti positivi per il mais. Nel WASDE di agosto l'USDA aveva già ridotto le stime sulla resa 2016 dei terreni coltivati a **soia**, ed ecco che nel nuovo documento di settembre il ribasso della resa della soia viene esteso anche sul 2017. La revisione di cui la soia è stata oggetto, peraltro inattesa dal mercato, è stata in parte compensata dalle proiezioni sulle semine, che parlano di un lieve aumento al di sopra dei 90 milioni di acri negli USA, livello che verrebbe toccato per la prima volta nella storia. Ai livelli più alti degli ultimi 11 anni le scorte, anche se al di sotto delle attese di mercato. Un insieme di dati che sembrano aver dato un minimo sostegno alle quotazioni della soia.

L'indice FAO dei prezzi alimentari sale a settembre dello 0,8% m/m (+3,6% a/a). I prezzi alimentari sono in aumento marginale (+0,8% m/m) e del +3,6% a/a rispetto al settembre del 2016. L'indice dei prezzi alimentari della FAO, che misura la variazione mensile dei prezzi internazionali di un paniere di prodotti alimentari, ha registrato una media di 178,4 punti. I prezzi dei prodotti alimentari sono leggermente aumentati a causa dei prezzi più alti degli oli vegetali e, in misura minore, del fatto che i prodotti lattiero-caseari hanno compensato il calo dei prezzi dei cereali di base. L'indice dei prezzi cerealicoli è diminuito

dell'1,0% a causa del calo delle quotazioni del mais e del grano, scese per la prospettiva di abbondanti raccolti e di un'ampia offerta. La FAO prevede una produzione cerealicola record per la stagione in corso. L'indice dei prezzi dello zucchero è rimasto invariato, ma è stato di circa il 33% al di sotto del livello di un anno fa.

La FAO rivede marginalmente al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali. Nel Cereal Supply and Demand Brief la FAO ha marginalmente aggiornato la sua previsione per la produzione mondiale di cereali nel 2017, portandola a 2.612 milioni di tonnellate dalle precedenti 2.611 milioni di tonnellate. Le previsioni di settembre sono migliorate grazie alle prospettive di una robusta produzione di frumento nell'Unione Europea e nella Federazione Russa e per la stima di ampi raccolti di mais in arrivo dalla Cina e dagli Stati Uniti. La FAO prevede per il 2017 una produzione cerealicola di 750,1 milioni di tonnellate, di 1.361 milioni di tonnellate di cereali secondari e di 500,7 milioni di tonnellate di riso, quest'ultima previsione è leggermente inferiore rispetto alla precedente ma molto prossima alla produzione record dello scorso anno. Le scorte mondiali di cereali raggiungeranno nel 2018 il nuovo livello massimo di 720,5 milioni di tonnellate. Questo porterebbe lo *stock-to-use ratio* dei cereali (il rapporto tra riserve finali e utilizzazioni interne, un indicatore della probabile direzione dei prezzi) al 27%, ben al di sopra del minimo storico del 20% registrato un decennio fa. Questo rapporto è ancora più alto (34,6%) per il frumento, a causa dell'accumulo di grosse scorte in Cina e in Russia. Il commercio mondiale dei cereali dovrebbe salire leggermente nel corso dell'anno e toccare i 403 milioni di tonnellate, un nuovo record, dovuto alle importazioni di granoturco da parte della Cina, dell'UE e dell'Iran. Mentre la Russia è destinata a consolidare il suo ruolo di massimo esportatore di grano al mondo, si prevede che Argentina e Brasile siano i principali beneficiari dell'espansione prevista nel commercio mondiale di cereali secondari.

FAO Food Index dal dicembre 2006



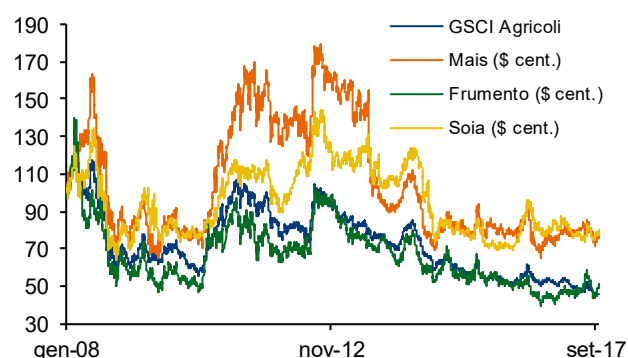
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus sullo zucchero: la deregulation europea. Caduta dal 1° luglio la misura che tutelava il settore dal 1968, le previsioni danno in crescita le esportazioni UE. La scelta segna di fatto la fine della politica UE di tutela del settore. L'obiettivo era quello

di tenere alta la produzione interna, sfruttando da una parte la leva dei prezzi superiori rispetto a quelli ipotizzabili in un regime di libero mercato, dall'altro usando lo strumento dei dazi doganali sulle importazioni di zucchero di canna dall'extra-UE. Le stime della UE ipotizzano un aumento dell'export europeo da 1,3 a 2,5 milioni di tonnellate nel giro di pochi anni. Stime che, in realtà, non chiariscono però i futuri contraccolpi della liberalizzazione del comparto. A livello globale, nella stagione 2017-18 è probabile un incremento delle scorte mondiali, quadro che rifletterebbe l'incremento stimato di 5,9 milioni di tonnellate nella produzione mondiale, vista a 189 milioni di tonnellate totali.

Focus sul cotone: gli uragani incidono sul cotone USA. Il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha rivisto al ribasso la stima per il raccolto statunitense a 643.000 balle, la maggior parte delle quali provengono da Texas e Georgia, stati ampiamente colpiti dalla stagione degli uragani. In termini di resa segnalano una contrazione di 19 libbre per acro per un totale di 889 libbre per acro. La contrazione produttiva ha impattato negativamente sulle esportazioni USA, che risultano anch'esse ridotte di 200.000 balle per un totale di 5,8 milioni di balle, una dimensione comunque superiore alle attese di mercato (5,75 milioni di balle). L'export dall'Australia vede un aumento stimato in 300.000 balle per un totale di 4,1 milioni di balle e lo stesso vale per l'India (+400.000 balle per un totale di 4,6 milioni di balle) e per il Vietnam (+300.000 balle per 6,6 milioni di balle totali). Restano invece invariate le proiezioni sulle importazioni della Cina a 5,1 milioni di balle, visto anche il possibile ammorbidimento dei vincoli all'import di cotone straniero, figlio di un abbattimento delle scorte interne cinesi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	385,7	-6,1	-6,1	-6,1	-10,5
Mais (\$ cent.)	352,8	-4,3	-3,4	1,0	0,2
Frumento (\$ cent.)	438,0	-7,6	7,2	8,3	7,4
Soia (\$ cent.)	975,5	-0,6	2,2	-1,5	-2,1
Cotone (\$)	69,5	-0,0	-13,8	1,5	-1,6
Zucchero (\$ cent.)	14,3	2,9	2,0	1,8	3,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Non sono cambiati i temi che deprimono gli Agricoli e che delineano un quadro di debolezza che rafforza il consolidamento al ribasso dei prezzi. Solo stime di resa per acro meno favorevoli del previsto hanno consentito alla soia di mettere a segno un recupero minimo delineando un possibile recupero delle quotazioni. L'offerta mondiale di cereali resta abbondante e questo giustifica la debolezza dei prezzi, come sottolineato dalla stessa FAO, che segnala un marginale rialzo delle proiezioni produttive relative alla prossima stagione. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi nel corso degli ultimi due anni, insieme al prezzo contenuto del greggio, rischiano di favorire un ulteriore indebolimento delle quotazioni del comparto, vista la totale assenza di domanda per i biocombustibili. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta confermato ma solo a causa del bassissimo livello a cui si trovano le quotazioni e che potrebbe favorire un rimbalzo fisiologico.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.		1° trim.		2° trim.		Anno		Anno	
	24.10.17	2017	2018	2018	2018	2018	2018	2019	2018	2019
Mais (\$ cent.)	352,8	366,3	387,5	390,0	393,1	400,0				
Frumento (\$ cent.)	438,0	450,0	465,0	476,7	472,5	475,0				
Soia (\$ cent.)	975,5	950,0	950,0	980,0	980,0	1.012,7				
Cotone (\$)	69,5	68,3	68,6	68,1	67,2	70,5				
Zucchero (\$ cent.)	14,3	14,6	14,8	15,0	15,0	14,8				

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 4° trim.		1° trim.		2° trim.		Anno		Anno	
	24.10.17	2017	2018	2018	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Mais (\$ cent.)	352,8	360	370	380	384	400				
Frumento (\$ cent.)	438,0	435	440	450	450	475				
Soia (\$ cent.)	975,5	990	980	970	975	1.000				
Cotone (\$)	69,5	69	70	70	70	71				
Zucchero (\$)	14,3	370	370	380	385	410				

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 29.09.2017.

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).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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, 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 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, Monica Bosi