

Ancora prudenza sulle commodity, ma sale il petrolio

Energia: Outlook Moderatamente Positivo, si rafforza la prudenza. Il rispetto degli accordi sui tagli e il buon esito del meeting tecnico di Vienna delle scorse settimane sta spingendo il petrolio. Il clima del mercato petrolifero appare così progredire con tono positivo, dopo la pausa nel rialzo dovuta all'inizio della stagione degli uragani in USA. Il focus resta sul meeting OPEC del 30 novembre, in cui si discuterà del prolungamento dei tagli oltre la data naturale di scadenza posta a marzo 2018: i produttori si sono già detti pronti, se necessario, ad estendere i tagli oltre il termine concordato. Questo quadro, pur facendoci restare cautamente ottimisti circa un ribilanciamento del mercato del petrolio sul finale di 2017, ci spinge a confermare i nostri livelli di stima. Le previsioni Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 53 dollari al barile per il 4° trimestre 2017 e 51 e 53 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018; 2) per il WTI: 51 dollari per il 4° trimestre 2017 e 49 e 51 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 53,5 e 51,5 dollari al barile per il 2018 e a 59 e 58 dollari al barile per il 2019.

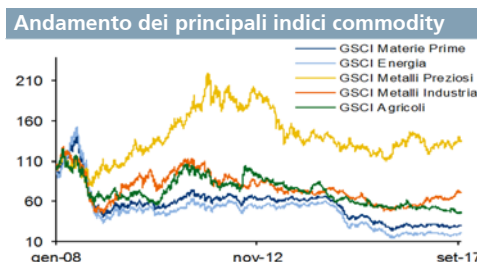
Metalli Preziosi: Outlook Neutrale. Confermiamo il nostro Outlook Neutrale nonostante il blando apprezzamento del dollaro ed a fronte del prosieguo del ciclo di rialzi della Fed, con l'ultimo aggiustamento del 2017 previsto per dicembre: un quadro a cui si somma la debolezza dei fondamentali nel loro insieme. Appare difficile pensare ad un finale d'anno in cui la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, fungendo da supporto al comparto, possa favorirne il recupero. Anche le differenti fasi di propensione o avversione al rischio restano un possibile stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento, ma un eccessivo acuirsi delle tensioni geo-politiche, con esiti catastrofici, non è di certo uno scenario auspicabile. Ad oggi gli operatori sembrano orientarsi su scelte più rischiose ma anche più remunerative rispetto ai Preziosi. Solo uno scenario di surriscaldamento dell'inflazione, che passi per un recupero ulteriore delle quotazioni petrolifere, potrà favorire un miglioramento dell'Outlook.

Metalli Industriali: L'Outlook passa a Neutrale da Moderatamente Positivo. L'ennesima accelerazione delle quotazioni, seguita dallo storno dai nuovi massimi annuali, giustifica gli inviti alla cautela da qui a fine anno. Il quadro macroeconomico globale resta favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile. Nel breve periodo ci aspettiamo ancora volatilità, alla luce delle incertezze sulle politiche minerarie cinesi e su quelle filippine. Il mercato ha digerito il mancato varo della politica fiscale espansiva ed infrastrutturale dell'Amministrazione Trump, considerando questo tema non in grado di generare alcuna aspettativa rialzista. Alla luce di questo scenario, mutiamo il nostro Outlook in Neutrale da Moderatamente Positivo sui Metalli Industriali, rinnovando la cautela da qui a fine anno, e in vista del Congresso in Cina.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Appaiono costanti i temi che muovono gli Agricoli, delineando un quadro debole che supporta il consolidamento al ribasso degli ultimi mesi. Solo stime meteo meno favorevoli del previsto hanno consentito ad alcuni cereali (frumento e soia) di mettere a segno un recupero minimo sul finale dell'estate. L'offerta mondiale di cereali resta abbondante, come sottolineato dalla stessa FAO, che segnala anche un marginale rialzo delle proiezioni produttive relative alla prossima stagione. La FAO riconferma inoltre che i prezzi mondiali dei prodotti alimentari rischiano di restare bassi nei prossimi 10 anni. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta confermato: è però esclusivamente legato al bassissimo livello a cui si trovano le quotazioni, che consolida senza aggravarsi, e che potrebbe favorire un rimbalzo per lo meno fisiologico.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	28.09.17	01.01.17	2 anni	5 anni
GSCI	2.331,6	-3,5	-10,3	-53,9
GSCI Energia	404,1	-7,0	-17,6	-63,0
GSCI Met. Preziosi	1.552,7	10,3	12,5	-33,2
GSCI Met. Industriali	1.334,3	18,9	33,9	-17,8
GSCI Prod. Agricoli	387,0	-10,2	-16,5	-53,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 28.09.2017



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

29 settembre 2017
14:53 CET
Data e ora di produzione

29 settembre 2017
15:00 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*

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

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

Performance commodity

(%)	2017	2016
WTI	-4,0	45,0
Brent	1,0	52,4
Gas Naturale	-19,0	59,3
Gasolio	9,9	53,6
Oro	11,7	8,6
Argento	6,1	15,8
Rame	17,8	17,7
Alluminio	25,9	12,3
Zinco	24,6	60,6
Nickel	4,2	13,6
Mais	0,1	-1,9
Frumento	11,5	-13,2
Soia	-3,7	14,4
Cacao	-6,9	-33,8
Zucchero	-32,2	28,0
Caffè	-6,2	8,2
Cotone	-1,5	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 28.09.2017

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 28.09.2017 (salvo diversa indicazione).

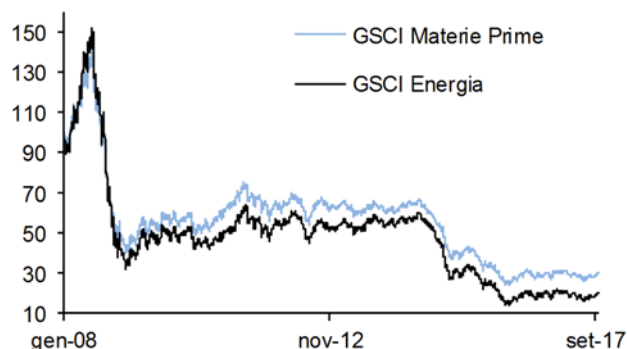
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: resta debole ma aumentano le aspettative sui tagli all'offerta 2018

Frenano ancora le commodity: pesano il calo di Energia ed Agricoli. Non cambiano le attese di cauto ottimismo sugli asset ciclici da parte dei mercati, in particolare quelli esposti alle materie prime. Sembra frenare il calo dell'Energia, grazie al rinnovato impegno al rispetto dei tagli espresso nel meeting tecnico di Vienna di qualche settimana fa: a ciò si somma una dinamica delle scorte statunitensi in calo 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. Il ciclo di rialzo dei tassi Fed continua, col 3° ed ultimo rincaro annuale del costo del denaro collocato a ridosso di 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 causato infatti un rafforzamento del dollaro, anche se prevale ancora la delusione circa le mosse dell'Amministrazione Trump. La vittoria era stata carica di promesse espansive, di politiche fiscali aggressive e di ritorno della spesa in opere pubbliche, che non sembrano essere più in agenda. Il presidente degli Stati Uniti ha però finalmente svelato i dettagli della sua riforma fiscale, incentrata sulla riduzione al 20% (rispetto all'attuale 35%) dell'aliquota sugli utili delle imprese (in precedenza, aveva promesso il 15%) e su sostanziosi ritocchi anche per le persone fisiche. A detta di Trump poi, con la devastazione di Irma e Harvey, i tagli alle tasse e le riforme si sono resi addirittura necessari. Ancora una volta, però, questo lascia l'onere della domanda di risorse di base solo al ciclo economico cinese: un insieme di fattori che di certo suggerisce cautela circa un ulteriore recupero dei comparti da qui a fine anno. La crescita mondiale è fortemente correlata a una ulteriore accelerazione 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.

Energia: OPEC e tagli l'offerta al centro del quadro. Sul fronte petrolifero, a ridare vigore al mercato è stato il nuovo incontro tecnico di Vienna: dopo l'inattesa debolezza delle ultime settimane, i tagli petroliferi proseguono con una buona percentuale di aderenza al pattuito. I produttori si ritroveranno il 30 novembre, di nuovo a Vienna, per il 173° Meeting ufficiale: la riunione avrà come punto principale 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. Secondo molti ministri del petrolio dei Paesi produttori, il mercato ha cominciato a riequilibrarsi dopo l'accordo tra i Paesi OPEC e non-OPEC sui tagli alla produzione di circa 1,8 milioni di barili fino a marzo 2018; i ministri si sono detti propensi ad un possibile rinnovo dei tagli appunto nel Meeting ufficiale di novembre.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

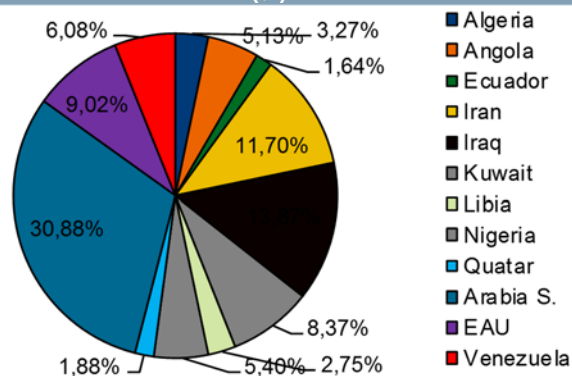
Performance di lungo termine

	Valore 28.09.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.331,6	-3,5	-10,3	-53,9
GSCI Energia	404,1	-7,0	-17,6	-63,0
WTI (\$)	51,6	-4,0	14,0	-44,1
Brent (\$)	57,4	1,0	19,0	-48,9
Gas Naturale (\$)	3,0	-19,0	16,7	-9,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Turchia: le minacce del presidente turco Erdogan spingono il petrolio. Il surriscaldamento delle quotazioni del petrolio, nelle ultime sedute, deriva dalla minaccia di Ankara di bloccare l'export petrolifero dal Kurdistan (una regione a cavallo fra Turchia e Iraq), a causa del referendum per l'indipendenza. Le riserve della regione sono stimate in 45 miliardi di barili: il loro sfruttamento è legato all'oleodotto che trasporta circa 550.000 barili al giorno fino al porto di Ceyhan in Turchia e al valico di Habur, dove transitano una media di 1.700 Tir al giorno. Le minacce turche fanno seguito all'invito rivolto domenica scorsa all'Iraq e a tutti i Paesi stranieri di interrompere gli acquisti di greggio estratto dai curdi.

Produzione membri OPEC (%)



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 la crescita della domanda mondiale di petrolio è stimata in rialzo a 1,42 milioni di barili al giorno da 1,37 milioni previsti ad agosto. La domanda globale salirà dunque a 96,77 milioni di barili. Per il 2018 la domanda è attesa in crescita di 1,35 milioni di barili al giorno. Secondo i dati diffusi nel report di settembre, ad agosto la produzione del Cartello è scesa di 79.000 barili al giorno raggiungendo i 32,755 milioni di barili al giorno (dai 32,834 milioni di luglio) e l'offerta dei produttori non-OPEC è calata di 32.000 barili al giorno. La Nigeria, che è esentata dall'attuale accordo di taglio della produzione, ha visto aumentare il suo output, al contrario di Libia e Venezuela che hanno registrato un calo. La produzione è anche marginalmente diminuita in Iraq.

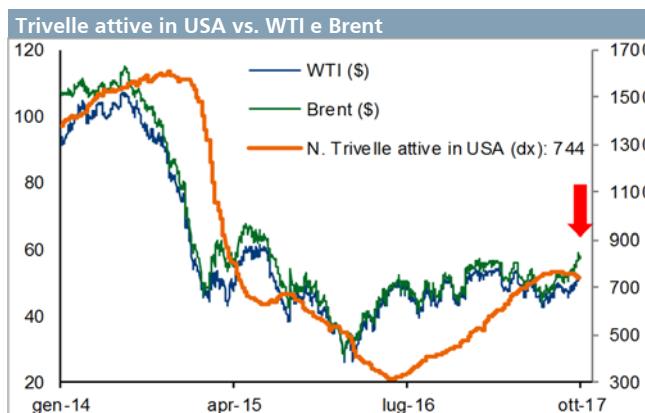
IEA: i tagli riducono il surplus di offerta. Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy Agency) segnala come l'eccesso di offerta si stia riducendo, a causa della domanda sostenuta e del calo della produzione da parte di OPEC e non-OPEC. Aggiunge il report che la crescita della domanda continua a essere più forte delle previsioni, soprattutto in Europa e Stati Uniti: questo ha consentito di alzare le previsioni 2017 sulla richiesta globale di greggio a 1,6 da 1,5 milioni di barili. A richieste in aumento fa da contraltare un output che ad agosto è sceso di 0,72 milioni di barili, prima contrazione in quattro mesi, a causa di interruzioni non pianificate e di interventi di manutenzione agli impianti in Libia, Russia, Kazakhstan, Azerbaijan e Messico.

Performance di medio termine

	28.09.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	404,1	16,8	2,5	2,3	-7,0
WTI (\$)	51,6	14,8	4,1	7,8	-4,0
Gas Naturale (\$)	3,0	-0,8	-5,0	2,0	-19,0
Gasolio (\$)	550,8	26,5	18,8	23,8	9,9

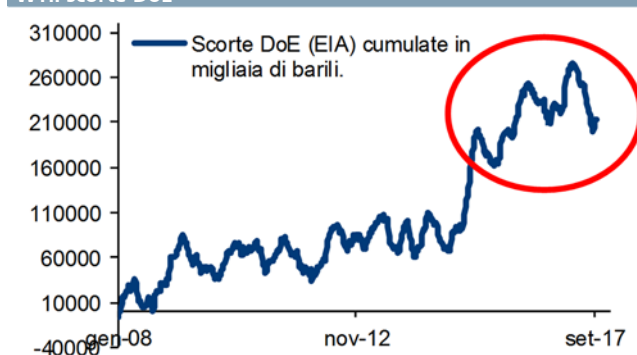
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica delle scorte USA sorprende al 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. Le statistiche settimanali API sulle scorte USA hanno evidenziato un calo superiore alle attese (-761.000, rispetto ad attese per +3,4 milioni di barili). Anche le riserve EIA (Energy Information Administration) sono diminuite, nella settimana terminata lo scorso 21 settembre, di 1,846 milioni di barili; le stime degli analisti erano fissate su un incremento di 3,422 milioni barili. Anche la statistica Baker-Hughes del weekend scorso mostra un calo delle trivelle attive sul suolo USA (scese di altre 5 unità, da 749 della scorsa settimana alle attuali 744), che conferma la contrazione della produzione statunitense.



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

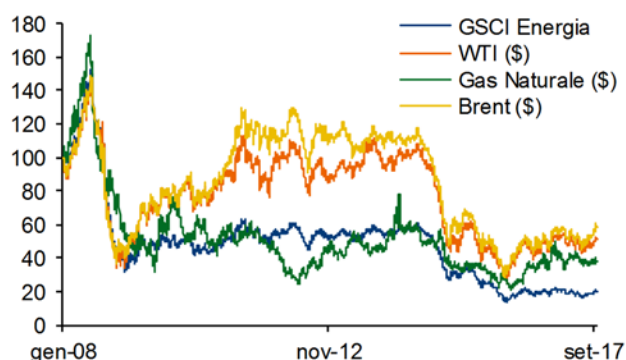
WTI: scorte DoE



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

Il quadro sul Gas Naturale: sale l'offerta ma calano le scorte. Il mercato del gas naturale ha registrato un rialzo dei prezzi: dietro l'impennata ci sarebbero fattori tecnici e la preoccupazione per i danni provocati dall'uragano Harvey e dalla conseguente inondazione nella costa del Golfo del Texas. Secondo l'agenzia USA (EIA), nella settimana conclusasi il 25 agosto l'offerta di gas naturale negli Stati Uniti è salita di 30 miliardi di piedi cubi, a fronte dei circa 29 miliardi di piedi cubi previsti dai trader. Il rapporto della EIA segnala inoltre che le scorte ammontano a un totale di 3.155 miliardi di piedi cubi, in calo di 239 miliardi rispetto un anno fa, ma 8 miliardi sopra la media degli ultimi cinque anni riferita a questo periodo dell'anno. La produzione di gas naturale negli USA (esclusi Alaska e Hawaii) è salita di circa 0,8 miliardi di piedi cubi al giorno, ai massimi dal 2017, secondo i dati diffusi dalla EIA nel suo rapporto mensile sulla produzione. L'aumento è imputabile anzitutto al Texas, primo produttore di gas negli Stati Uniti, all'Oklahoma, alla Louisiana e all'Ohio. La produzione in Texas nel mese di giugno è aumentata di quasi 0,1 miliardi di piedi cubi al giorno raggiungendo i 21,9 miliardi di piedi cubi. I giacimenti di scisto di Eagle Ford, nel Texas, che negli ultimi anni grazie al boom dello scisto hanno registrato una crescita sostanziale, hanno sospeso la produzione: prima che l'attività riprenda potrebbe essere necessario del tempo.

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 4° trim. 28.09.17	1° trim. 2017	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
WTI (\$)	51,6	51,0	49,0	51,5	58,0
Brent (\$.)	57,4	53,0	51,0	53,5	59,0
Gas Nat. (\$)	3,0	3,50	3,50	3,10	3,25

Fonte: Intesa Sanpaolo

Outlook resta Moderatamente Positivo, si rafforza la prudenza.

Il rispetto degli accordi sui tagli e il buon esito del meeting tecnico di Vienna delle scorse settimane stanno spingendo il petrolio. Il clima del mercato petrolifero appare così proseguire con tono positivo, dopo la pausa nel rialzo dovuta all'inizio della stagione degli uragani in USA. Va aggiunto che l'International Energy Agency (IEA) ha confermato come l'eccesso di offerta si stia riducendo grazie al recupero della domanda e al calo dell'output da parte dei produttori OPEC e non-OPEC, di fatto confermando il messaggio lanciato da EIA e OPEC nei loro rispettivi report mensili. Il focus resta sul meeting OPEC del 30 novembre, in cui si discuterà del prolungamento dei tagli oltre la data naturale di scadenza posta a marzo 2018. 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. 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 sul finale di 2017, ci spinge a confermare i nostri livelli di stima. Le previsioni Intesa Sanpaolo sono: 1) per il **Brent**: 53 dollari al barile per il 4° trimestre 2017 e 51 e 53 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018; 2) per il **WTI**: 51 dollari per il 4° trimestre 2017 e 49 e 51 dollari per il 1° e il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 53,5 e 51,5 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

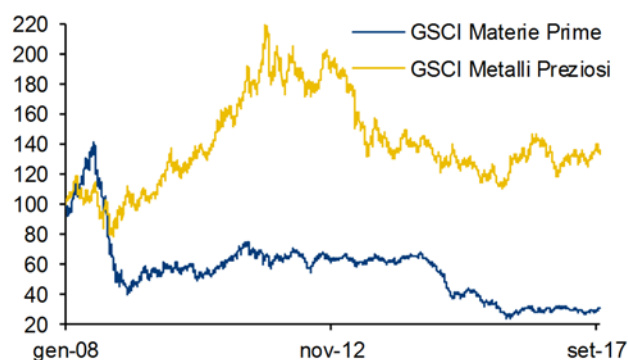
	Valore 4° trim. 28.09.17	1° trim. 2017	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
WTI (\$)	51,6	51,3	51,8	51,0	52,8
Brent (\$.)	57,4	54,0	55,0	54,0	56,0
Gas Nat. (\$)	3,0	3,3	3,3	3,1	3,2

Fonte: consenso Bloomberg

Metalli Preziosi: l'avversione al rischio ha spinto il comparto, che ora storna

La Fed conferma il ciclo restrittivo e rafforza il dollaro, smussando gli effetti positivi dell'avversione al rischio. Dopo i massimi annuali sopra 1.600, favoriti dalla forte avversione al rischio che ha spinto gli operatori verso gli asset difensivi, registriamo lo storno dei Preziosi. La Banca centrale USA ha lasciato intendere che il terzo rialzo dei tassi si concretizzerà a fine anno: questo ha confermato la debolezza dei Preziosi che, dopo essersi spinti oltre 1.600 sulle tensioni USA-Nord Corea, stornano in area 1.550, consolidando comunque un rialzo di oltre il 10% da inizio anno. Oro e argento restano legati alle conseguenze della politica monetaria americana, all'interno di un ciclo di rialzo dei tassi definito che sta influenzando negativamente i due metalli. Gli investitori stanno incamerando le plusvalenze su oro e argento, riducendo le posizioni lunghe dopo i recenti massimi. A favore dei Preziosi non resta nemmeno l'andamento del dollaro, recentemente apprezzatosi dopo il 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. 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 OPEC di novembre, con un possibile prolungamento ed ampliamento dei tagli oltre il marzo 2018 da parte di Russia ed Arabia Saudita. Anche platino e palladio (materiali legati all'industria) consolidano, in un quadro che dipende da quanta pressione la domanda industriale potrà esercitare sui prezzi.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.09.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.331,6	-3,5	-10,3	-53,9
GSCI Preziosi	1.552,7	10,3	12,5	-33,2
Oro (\$)	1.287,5	11,7	13,8	-27,3
Argento (\$)	16,9	6,1	15,1	-51,1
Platino (\$)	920,4	2,0	0,4	-44,6
Palladio (\$)	930,3	36,1	41,5	45,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro sui Preziosi si complica visto il dollaro in recupero e il ribasso delle attese di inflazione. Le deboli attese di inflazione e un dollaro in marginale apprezzamento favoriscono lo storno dei Preziosi: si accentua la debolezza dell'oro, dopo i massimi in area 1.350. I prezzi restano sotto pressione in settembre, mese durante il quale hanno perso circa il 7%. Un approccio più deciso della Federal Reserve nel ribadire il ciclo di rialzi dei tassi ha causato infatti un rafforzamento del dollaro, che non aiuta i contratti sull'oro denominati nella divisa USA. Il mercato non è peraltro convinto che ci sarà un'altra stretta monetaria nel 2017, per cui appare plausibile mantenere una posizione, anche minima, sull'oro. Il ritracciamento sotto quota 1.300 dollari è relativamente privo di conseguenze e potrebbe essere un ripiegamento temporaneo, visto anche il clima di tensione geopolitica presente sul mercato. Anche le quotazioni dell'argento, in linea con quelle dell'oro, sono apparse ritracciate dopo aver centrato l'obiettivo dei 18 dollari l'oncia, nonostante la forza del dollaro. 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, frutto della ridotta produzione di energia da impianti fotovoltaici, rende debole il quadro dei fondamentali, almeno fino a quando i costi dei combustibili fossili resteranno contenuti. Platino e palladio (metalli coinvolti nel ciclo industriale, specie nel settore Auto) divergono nella loro performance da inizio anno. Il platino prosegue nella forte discesa da quota 1.000 registrata a inizio mese, pur restando lontano dai minimi annuali ribaditi anche a luglio (area 900), confermando la debolezza del quadro. Il fattore chiave da tenere sotto osservazione resta ancora il dato sulle vendite di auto, che difficilmente potranno ripetere i numeri registrati lo scorso anno. Il palladio ha mostrato la performance migliore: +36% circa da inizio anno, a livelli che non si vedevano dall'agosto del 2014, sia pure stornando e rientrando in area 900 dollari l'oncia. 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). Confermiamo come, per il sesto anno consecutivo, il palladio sia un mercato destinato a registrare un deficit di offerta: questo giustifica il consolidamento delle

quotazioni. Restiamo però cauti sul prosieguo del trend da qui a fine anno.

Performance di medio termine					
	28.09.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.552,7	2,9	0,9	-4,9	10,3
Oro (\$)	1.287,5	3,3	2,8	-2,6	11,7
Argento (\$)	16,9	1,0	-7,4	-11,9	6,1
Platino (\$)	920,4	-0,1	-335,2	-10,7	2,0
Palladio (\$)	930,3	9,1	17,8	29,4	36,1

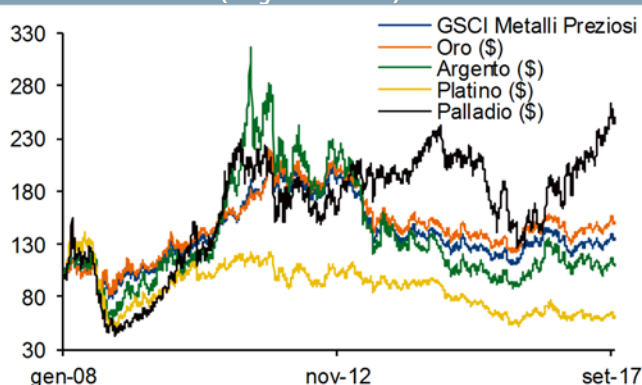
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.09.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Oro (\$)	1.287,5	1.300	1.285	1.275	1.265	1.250
Argento (\$)	16,9	17,1	17,4	18	17,9	18,5
Platino (\$)	920,4	980	970	960	955	930
Palladio (\$)	930,3	890	880	875	873	860

Fonte: Intesa Sanpaolo

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale sul comparto. Confermiamo il nostro Outlook Neutrale nonostante il blando apprezzamento del dollaro ed a fronte del prosieguo del ciclo di rialzi della Fed, con l'ultimo aggiustamento del 2017 previsto per dicembre: un quadro a cui si somma la debolezza dei fondamentali nel loro insieme. Appare difficile pensare ad un finale d'anno in cui la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, fungendo da supporto al comparto, possa favorirne il recupero. Anche le differenti fasi di propensione o avversione al rischio restano un possibile stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento: tuttavia, un eccessivo acuirsi delle tensioni geo-politiche, con esiti catastrofici, di certo non è uno scenario auspicabile. Pur ribadendo che posizionarsi su asset in grado di preservare il potere d'acquisto resta ancora una scelta consigliabile per gli investitori, in attesa che si concretizzi l'ondata inflativa prevista gli operatori sembrano ad oggi orientarsi su scelte più rischiose, ma anche più remunerative, rispetto ai Preziosi. Solo uno scenario di surriscaldamento dei prezzi, che passi per un recupero ulteriore delle quotazioni petrolifere, potrà favorire un miglioramento dell'Outlook.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

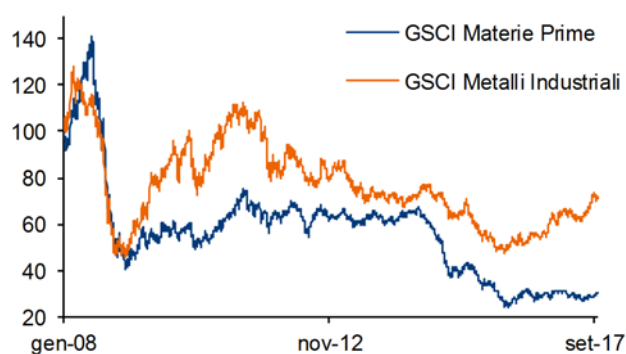
	Valore 28.09.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Oro (\$)	1.287,5	1.260,0	1.250,0	1.255,0	1.267,5	1.275,0
Argento (\$)	16,9	17,1	17,3	17,7	17,8	17,9
Platino (\$)	920,4	980,0	966,5	960,0	1.013,0	1.060,0
Palladio (\$)	930,3	890,0	862,5	890,0	895,0	920,0

Fonte: consenso Bloomberg

Metalli Industriali: Cina, ambiente e scelte politiche i temi da monitorare

Nuovi massimi annuali sopra area 1.350, poi lo storno. Segnati nuovi massimi per il comparto dei Metalli Industriali da inizio anno. Il rialzo di fine 2016 e la nuova accelerazione registrata questa estate restano correlati alla modifica di alcune misure ambientali in Cina per il prossimo inverno e a nuove regolamentazioni che impattano sull'offerta in arrivo da altri produttori dell'area asiatica. 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. 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. Il focus degli operatori si sposta sul 18 ottobre, ovvero sul 19esimo Congresso del Partito Comunista Cinese (PCC), con particolare attenzione all'enfasi che verrà posta sulla direzione che prenderanno le riforme del sistema, a tutti i livelli: politico, economico e sociale. Il Governo ha fissato a 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. Confermiamo invece la delusione circa il possibile contributo degli USA alla domanda di metalli industriali, attraverso il varo del 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 2017/2018 dei Metalli Industriali.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.09.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.331,6	-3,5	-10,3	-53,9
GSCI Industriali	1.334,3	18,9	33,9	-17,8
Rame (\$)	6.522,0	17,8	31,2	-20,5
Alluminio (\$)	2.131,0	25,9	36,3	0,9
Zinco (\$)	3.188,0	24,6	97,6	54,4
Nickel (\$)	10.440,0	4,2	5,7	-43,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

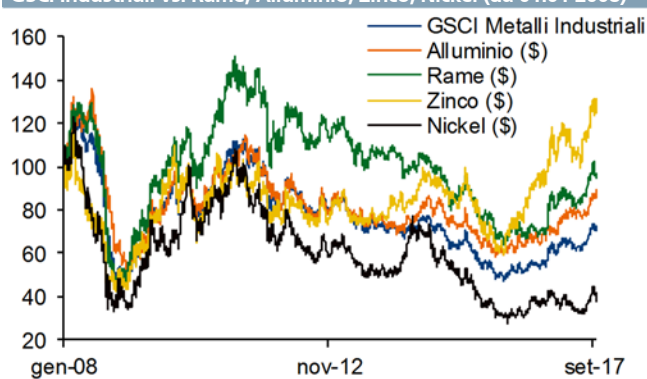
Cina: il 18 ottobre al via il 19esimo Congresso del Partito Comunista Cinese (PCC). La successione al vertice del potere in Cina sarà l'elemento più dibattuto, ma il diciannovesimo Congresso del Partito Comunista Cinese (PCC) avrà anche altre ragioni di interesse. L'attuale presidente Xi Jinping entrerà nel suo secondo mandato e potrebbe dettare la successione politica e inserire le sue idee politico-economiche nella costituzione del partito, come fatto in passato da Mao e Deng. I 2300 delegati provenienti da tutte le province della Cina avranno poi il compito di eleggere il nuovo Comitato Centrale, che conta circa 370 membri. Dal congresso usciranno anche i nomi dei nuovi 25 membri del Politburo, l'Ufficio Politico del Comitato Centrale, e del Comitato Permanente del Politburo, che oggi è composto da sette membri e il cui numero non è fisso. Due sono le analisi politiche da approfondire: la prima riguarda i nuovi 370 membri che saranno mediamente più giovani dei precedenti e con idee probabilmente più "moderne" su sviluppo economico e tutela dell'ambiente. La seconda è che Xi Jinping è stato nominato "core leader" del partito diventando così la carica più potente dopo Deng Xiaoping. Jinping ha eliminato una lunga serie di funzionari di alto livello nel corso della campagna anticorruzione promossa in Cina rilegandosi in un certo isolazionismo. La domanda che molti analisti si fanno è: il popolo è ancora schierato col presidente Xi Jinping? Il patto siglato col popolo cinese dopo la tragedia di Tian'anmen (1989), ovvero crescita economica in cambio di appoggio politico, è stato ampiamente rispettato negli scorsi anni, ma l'economia ha iniziato a rallentare la sua corsa e il target di crescita intorno al 6,5%, fissato a inizio anno dal Governo, è il più basso degli ultimi 25 anni. L'obiettivo resta sempre il medesimo: promuovere lo sviluppo stabile e sano dell'economia, ambito indispensabile per facilitare le riforme strutturali dal lato dell'offerta e favorire e implementare l'innovazione e la strategia di crescita. Si punterà sulla modernizzazione economica e sull'innovazione tecnologica, con il piano "Made in China 2025", che trasformerà ancor di più la Cina nel principale gigante manifatturiero globale.

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". Il 25 settembre scorso è stato poi ufficialmente pubblicato il documento che detta le regole sulla salvaguardia generale dell'ambiente individuando 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. E' evidente che

il comparto della lavorazione dei metalli è fra i principali imputati per il 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. Per la prima volta la Cina su questo fronte ha iniziato a fare sul serio. In agosto, secondo dati ufficiali cinesi, la produzione dei dieci principali metalli non ferrosi è scesa a 4,42 milioni di tonnellate, il minimo ad un anno. Per la prima volta da dicembre 2015 c'è stato un calo su base annua del 2,2%.

Cina: l'attività manifatturiera resta stabile. Agosto segna il tredicesimo mese consecutivo sopra la soglia che separa espansione da contrazione per il manifatturiero cinese, che cresce anche oltre le attese. Secondo quanto comunicato dall'Ufficio nazionale di statistica di Pechino, l'indice **PMI manifatturiero** è infatti salito a 51,7 punti dai 51,4 punti di luglio, tornando ai livelli già registrati in giugno (51,2 invece in aprile e maggio). L'indice **PMI non manifatturiero**, calcolato prevalentemente su costruzioni e servizi, è calato in Cina in agosto a 53,4 punti dai 54,5 punti di luglio (54,9 punti in giugno). La **produzione industriale** è cresciuta ad agosto del 6% annuo, in calo rispetto al 6,4% del mese precedente e meno delle attese pari al 6,6%. Il dato, secondo i dati diffusi dall'Ufficio di statistica, è il più basso dallo scorso dicembre scontando la crescita rallentata della produzione di elettricità, gas e acqua (+8,7% dal 9,8% avuto a luglio), in aggiunta alla debolezza più accentuata dell'attività mineraria (-3,4% dopo un -1,3%).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo storno dai nuovi massimi di comparto (sopra 1.350) conferma la nostra prudenza. I Metalli hanno accelerato al rialzo, segnando nuovi massimi annuali a 1.350, per poi stornare, rafforzando il quadro di attenzione nel prendere posizioni ulteriormente rialziste. Sul comparto grava l'idea di un'eccessiva fiducia nella riduzione dell'offerta in arrivo dall'Asia, non solo dalla Cina, per via delle nuove norme ambientali che entreranno in vigore. La guerra all'inquinamento dichiarata da Pechino, per ora solo sulla carta, ha esteso i suoi

effetti sul mercato dei metalli, con ripercussioni che si estendono al di fuori della Cina.

Rame. Massimi annuali a ridosso di 7.000, probabile storno a fine 2017. I prezzi del rame stanno subendo un'eccessiva speculazione; l'aumento degli ultimi mesi appare insostenibile, nel breve, oltre che ingiustificato dalle sole attese di contrazione dell'offerta e marginale rialzo della domanda, specie in Cina. Sul lungo periodo, l'andamento del rame appare legato alle previsioni per il 2019 che non sono buone. Si attendono infatti due anni di surplus e se il rallentamento della crescita cinese si concretizzerà in modo maggiore del previsto, allora le quotazioni potrebbero scendere piuttosto rapidamente. L'impatto delle misure ambientali cinesi è meno diretto sul mercato del rame. Il gigante asiatico infatti non domina le forniture, la cui offerta/produzione è più diversificata, quanto piuttosto la domanda di rame, che risulta essere fortemente influenzata dalle importazioni e dai consumi di Pechino.

Alluminio. Nuovi massimi di prezzo a ridosso di 2.200, focus sulle decisioni cinesi. Il principale driver del rialzo delle quotazioni dell'alluminio resta l'impegno della Cina a ridurre la capacità produttiva. La sovrapproduzione cinese e il conseguente eccesso di esportazioni avevano raggiunto livelli tali da consentire ampi margini di manovra nella chiusura di impianti. Per l'alluminio, il calo di produzione in agosto è stato del 3,7% a/a e del 2% m/m, a 2,64 milioni di tonnellate: un livello ancora vicino al record storico (2,93 milioni di tonnellate registrate nel giugno scorso), ma che inizia a riflettere l'azione del Governo. In agosto a China Hongqiao, il maggior produttore mondiale di alluminio, e Xinfu Group è stata imposta la riduzione di 3,2 milioni di tonnellate di capacità, fino al 15 marzo 2018. Un taglio che per la provincia orientale di Hebei ammonta ad oltre il 30% del proprio output. La misura è entrata in vigore quasi due mesi prima delle limitazioni ufficiali della stagione invernale. Stando alle indiscrezioni di stampa cinese, altri distretti nella provincia di Hebei e nelle città di Pechino e Tianjin potrebbero assumere analoghe misure, portando così a un mercato interno più rigido per l'alluminio, con probabili spinte rialziste sui prezzi.

Zinco. Nuovi massimi annuali a 3.200, prudenza su fine anno. Le quotazioni dello zinco hanno toccato area 3.200, 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. 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%. Gli sforzi a favore dell'ambiente da parte del Governo cinese hanno inciso sul comparto dello zinco; l'80% delle raffinerie fuori norma potrebbe essere fermato in questa seconda parte del 2017.

Nickel. Massimi annuali a 12.000, poi il deciso storno. Il merito del raggiungimento di quota 12.000 da parte del nickel è intuibilmente da attribuirsi a quanto avviene in Asia, con la domanda dal settore siderurgico cinese che continua a crescere,

a fronte di una produzione del metallo che appare in contrazione in alcune aree, come le Filippine, dove alcune miniere hanno interrotto l'attività a causa delle sanzioni governative legate a nuove regolamentazioni ecologiche e per il maltempo. L'aumento massiccio della domanda cinese ha generato importanti ripercussioni sui prezzi del nickel, in virtù del fatto che il comparto siderurgico cinese assorbe circa i due terzi dell'offerta mondiale di nickel. Le quotazioni del metallo stanno però stornando fortemente a causa dei dubbi sull'azione del Presidente filippino Duterte. Nell'ultimo anno abbiamo assistito a diversi cambiamenti nelle politiche di estrazione minerarie nelle Filippine – che restano il principale produttore di nichel al mondo – con conseguente volatilità sulle quotazioni; pertanto confermiamo la prudenza sul comparto.

Performance di medio termine

	28.09.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.334,3	10,0	7,8	26,4	18,9
Rame (\$)	6.522,0	9,8	10,4	34,7	17,8
Alluminio (\$)	2.131,0	11,3	8,7	27,5	25,9
Zinco (\$)	3.188,0	16,6	13,7	36,8	24,6
Nickel (\$)	10.440,0	12,4	3,9	0,0	4,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'Outlook passa a Neutrale da Moderatamente Positivo. L'ennesima accelerazione delle quotazioni, seguita dallo storno dai nuovi massimi annuali, giustifica gli inviti alla cautela da qui a fine anno, vista la corsa di alcuni metalli. Il quadro macroeconomico globale resta favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile. Nel breve periodo ci aspettiamo ancora volatilità sulle quotazioni, alla luce delle incertezze sulle politiche minerarie cinesi e su quelle filippine. Il mercato ha ormai digerito la mancata implementazione della politica fiscale espansiva ed infrastrutturale dell'Amministrazione Trump, considerando questo tema non in grado di generare alcuna aspettativa rialzista. Non mancano però i segnali d'allarme in Cina; S&P stima una crescita del PIL cinese vicina al 5,8% o più almeno fino al 2020 e un PIL pro-capite sopra 10 mila dollari entro il 2019, dagli 8.300 dollari attesi nel 2017. Nel periodo 2017-20, infine, secondo S&P, il deficit del Paese dovrebbe collocarsi vicino, o al di sotto, del 2,5% del PIL. Tutti segnali di rallentamento, che però possono essere interpretati anche come "normalizzazione" di una economia che ha avuto sviluppi incontrollati in molti settori, compreso quello dei metalli. Alla luce di questo scenario, mutiamo il nostro Outlook in Neutrale da Moderatamente Positivo sui Metalli Industriali, rinnovando la cautela da qui a fine anno, e in vista del Congresso in Cina.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 28.09.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	6.522,0	6.100	5.950	6.000	5.975	6.457
Alluminio (\$)	2.131,0	2.000	1.950	1.963	1.938	1.960
Zinco (\$)	3.188,0	3.000	2.900	2.900	2.800	2.800
Nickel (\$)	10.440,0	10.444	10.251	10.282	10.435	10.435

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

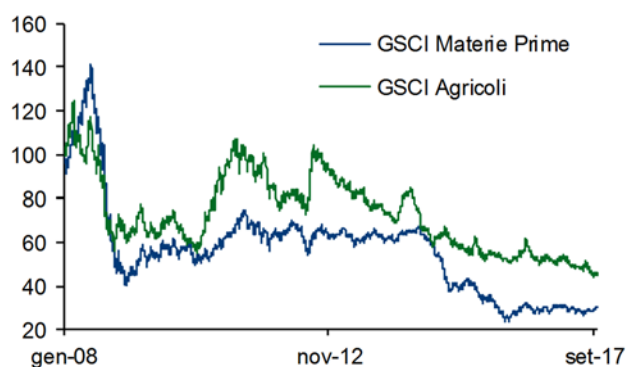
	Valore 28.09.17	4° trim. 2017	1° trim. 2018	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	6.522,0	6.900	6.800	6.850	6.875	7.000
Alluminio (\$)	2.131,0	2.000	2.000	2.000	2.010	2.050
Zinco (\$)	3.188,0	3.000	3.000	2.900	2.875	2.850
Nickel (\$)	10.440,0	11.500	11.500	11.500	11.500	11.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

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

Consolidano vicini ai minimi di metà anni '70. Immutato il nostro approccio di massima prudenza circa possibili recuperi sul comparto degli Agricoli. Il deciso consolidamento ribassista degli ultimi mesi resta al centro del mercato, nonostante 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). Non cambiano i fattori di fondo del comparto: a) condizioni metereologiche positive che hanno favorito raccolti abbondanti anche nella stagione estiva appena conclusa; b) accumulo delle scorte mondiali di cereali ai nuovi massimi. Quadro rimarcato, anche in settembre, dalle stime FAO (che vedono un rialzo della produzione di cereali) e WASDE. Lo scenario resta quindi improntato ad un'abbondante offerta mondiale di cereali, che non viene meno ma anzi si rafforza, esercitando una decisa pressione ribassista sui prezzi. Situazione a cui si somma un rapporto scorte/consumi che alimenta il surplus di offerta per le principali granaglie. In conclusione, non variano i due temi alla base del comparto: 1) quanto incideranno le condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale della prossima stagione, in particolare la rigidità o meno dell'inverno 2017/18; 2) le scelte speculative degli operatori finanziari. Il forte ribasso delle quotazioni 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 28.09.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.331,6	-3,5	-10,3	-53,9
GSCI Agricoli	387,0	-10,2	-16,5	-53,0
Mais (\$ cent)	352,5	0,1	-9,4	-53,4
Frumento (\$ cent.)	455,0	11,5	-9,7	-49,6
Soia (\$ cent)	959,5	-3,7	8,5	-40,1
Cotone (\$ cent)	69,6	-1,5	16,4	0,7
Zucchero (\$ cent.)	13,2	-32,2	12,6	-32,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di settembre. Il 12 settembre scorso è stato pubblicato il rapporto mensile WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) a cura del Dipartimento dell'Agricoltura

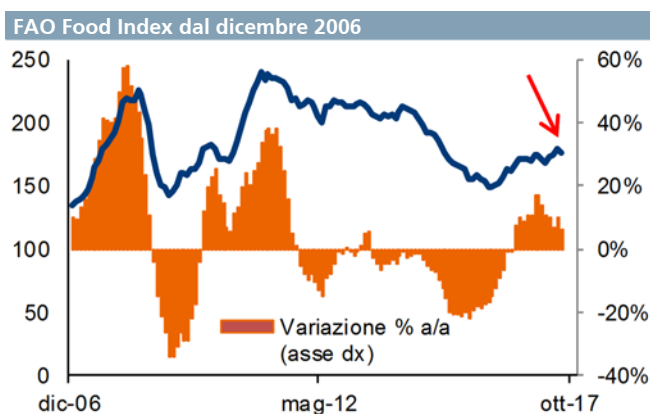
statunitense (USDA, United States Department of Agriculture). Le scorte finali di **frumento** sono viste a 263,1 Mt nel 2017-18, da 264,7 Mt del mese scorso e da 255,8 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 744,9 Mt nel 2017-18 da 743,2 Mt del mese scorso e da 753,3 Mt del 2016-17. Il consumo globale è visto a 737,5 Mt nel 2017-18 da 737,1 Mt del mese scorso e rispetto ai 738,7 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta al 35,7% nel 2017-18 dal 35,9% precedente e dal 34,6% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** sono a 202,5 Mt nel 2017-18 rispetto a 200,9 Mt dello scorso mese e contro 227,0 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 1.032,6 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.033,5 Mt dello scorso mese e a 1.071,2 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.057,1 Mt nel 2017-18 da 1.061,2 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.058,1 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 19,2% nel 2017-18 dal 18,9% precedente e dal 21,4% del 2016-17. Le scorte finali di **soia** dovrebbero attestarsi a 97,5 Mt nel 2017-18 da 97,8 Mt dello scorso mese e contro 96,0 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 348,4 Mt nel 2017-18, da 347,4 Mt del mese passato e 351,4 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 344,3 Mt nel 2017-18 da 343,3 Mt dello scorso mese e da 329,8 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a circa 28,3% nel 2017-18, contro 28,3% precedente e dal 29,1% del 2016-17.

Il quadro sugli Agricoli. La produzione USA è attesa ad alti livelli, come previsto dal governo statunitense. Sul fronte meteo, in gran parte del Midwest è atteso un clima secco ma lungo la costa orientale USA si monitora Maria, la tempesta tropicale in arrivo: questo è bastato a consolidare il recupero dei prezzi del **frumento**. Sul fronte russo, il raccolto di grano ha raggiunto i 117 milioni di tonnellate. La Russia soddisferà così tutta la propria domanda agricola interna entro la fine di quest'anno e sarà in grado di rispettare i contratti di esportazione: in questo senso si è espresso il Premier russo Medvedev in una riunione sullo stato di avanzamento del lavoro agricolo stagionale, tenutasi negli scorsi giorni. Le rilevazioni meteo non si mostrano, al contrario, in grado di sostenere il **mais**: la commodity resta debole visto anche l'aumento previsto quest'anno di oltre il 10% della produzione aggregata in Africa, dovuto ai maggiori raccolti di mais nell'Africa australe (dove lo scorso anno gli agricoltori erano stati colpiti duramente da El Niño) e alla produzione di grano nei Paesi dell'Africa settentrionale. Per quanto riguarda la **soia**, l'andamento appare contrastato a causa delle previsioni sui raccolti in Brasile, migliori del previsto. In aggiunta, il Dipartimento Americano dell'Agricoltura segnala vendite alla Cina per 132.000 tonnellate di semi, con consegna nell'anno 2017-18, iniziate il primo settembre scorso.

L'indice FAO dei prezzi alimentari scende ad agosto dell'1,3% m/m (+6,0% a/a). Prezzi alimentari in calo dell'1,3% ad agosto rispetto al mese precedente, una flessione determinata in gran parte dal segno negativo dei cerealicoli (-5,4%). All'interno

dell'indice FAO aumentano i valori delle carni e dei cereali, scendono invece olii vegetali e zucchero. Per quanto riguarda i cereali, l'estate è stata caratterizzata da due fenomeni: la crescita della domanda del Nord Africa e la produzione record della Russia. La stessa FAO stima scorte per 719,2 milioni di tonnellate nel mondo per i cereali nel loro insieme; solo di frumento, le scorte saliranno a 261,9 milioni di tonnellate.

La FAO rivede al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali. La FAO ha rivisto al rialzo le previsioni per la produzione mondiale di cereali portandole a 2.611 milioni di tonnellate, record assoluto. Anche le scorte mondiali dovrebbero raggiungere un livello mai registrato entro la fine delle stagioni produttive 2018, con una quantità di oltre 719 milioni di tonnellate, in crescita del 2% rispetto ai livelli, già elevati, rilevati all'apertura della stagione attuale. Le nuove stime FAO riflettono le previsioni di raccolti di frumento più abbondanti, grazie alle migliori prospettive della produzione in arrivo dalla Federazione Russa, che compensano ampiamente le previsioni di ribasso dell'offerta di Canada e Stati Uniti.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

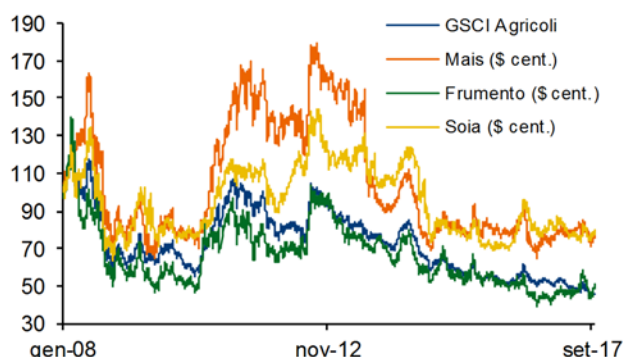
Focus sullo zucchero. Gli analisti di Unica Group (in Brasile) evidenziano una produzione di zucchero pari a 3,13 milioni di tonnellate nella prima metà di settembre (dati riferiti al Centro-Sud del Brasile, area responsabile di oltre il 90% della produzione di zucchero nazionale). I volumi indicati da Unica Group si presentano al di sopra delle attese dei mercati per circa 50.000 tonnellate e riportano la produzione brasiliana a ridosso dei livelli di agosto. Circa il prodotto semi-lavorato, la quantità di canna da zucchero trasformata è pari a 45,44 milioni di tonnellate, contro gli attesi 46 milioni. Ad aver stupito è la qualità del prodotto, con una concentrazione di zuccheri pari a 150,5 Kg per tonnellata. Deludenti invece i dati relativi alla destinazione del prodotto, con il 48% del totale dedicato alla produzione di dolcificante contro l'atteso 47,3%. Circa l'utilizzo per bio-combustibile, dato il debole andamento attuale è opinione comune tra gli operatori che i prezzi non siano ancora scesi a sufficienza per stimolare la produzione di etanolo.

Focus sul cotone. Il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha alzato le stime sulla produzione globale di cotone ai livelli più elevati degli ultimi cinque anni, evidenziando

una resa da record negli Stati Uniti. Il WASDE di settembre ha segnalato come la proiezione sulle scorte globali al termine della stagione 2017-2018 sia stata oggetto di un rialzo di 1,43 milioni di balle, per un totale di 92,54 milioni (+3 milioni a/a). Le scorte in Cina appaiono in diminuzione: questo calo fa emergere, di contro, un aumento del prodotto in tutti quei Paesi in cui fornitura appare più disponibile e facilmente riversabile sui mercati globali, con la conseguenza di una maggior capacità di influenzare i prezzi del cotone. Per quanto riguarda la produzione, si registra un netto miglioramento su base mondiale, con l'output in India che cresce di 1 milione di tonnellate, per un totale di 30 milioni di tonnellate. L'aumento produttivo di maggiori dimensioni è previsto tuttavia negli USA, dove si attende un raccolto di 21,76 milioni di balle (+1,21 milioni di balle). Sale la resa per acro, ma anche il terreno posto a coltura: 12,62 milioni di ettari, +560.000 ettari rispetto alla precedente stima. L'export statunitense è visto in crescita a 14,92 milioni di balle (stagione 2017-18); crescono anche le scorte di prodotto, che passano a 6 milioni di balle (+200.000 rispetto alla precedente stima).

Focus sul caffè. Il sisma di magnitudo 8,1 che ha colpito le coste meridionali del Messico, provocando anche un moto di tsunami, ha minacciato le coltivazioni di caffè arabica in Messico e America Centrale: un'area che pesa per quasi il 20% della produzione mondiale. I danni potrebbero penalizzare il prossimo raccolto di caffè messicano di ottobre o, addirittura, far salire il prezzo della materia prima. La reazione sulle quotazioni dell'arabica è stata però abbastanza contenuta. Sullo sfondo restano alcuni allarmi di base: la produzione di caffè è sempre più a rischio e, da qui al 2050, potremmo trovare difficoltà a raggiungere gli stessi livelli di oggi, a causa dei cambiamenti climatici. L'International Coffee Organization (ICO) segnala come l'offerta stia calando in ogni parte del mondo. Il calo di produzione sia in America Latina che in Asia è dell'8%: quadro in netta contraddizione rispetto ad una domanda che cresce più del 2% ogni anno. Anche le esportazioni rimangono alte: nei primi dieci mesi dell'anno di produzione 2016/17 hanno superato infatti i 100 milioni di sacchi, ovvero 5,7 milioni in più dell'anno precedente, dove la cifra totale non superava i 96 milioni. Le esportazioni rimangono alte a livello globale ma il Brasile resta in controtendenza, registrando un calo dell'11% per un totale di 1,75 milioni di sacchi. Il Brasile, storicamente il maggior esportatore di caffè, è lo stato più colpito dai mutamenti climatici dell'ultimo periodo dove, nonostante qualche miglioramento, le piogge scarseggiano e la siccità resta il tema dominante sul comparto. Il calo riguarda, nello specifico, le coltivazioni di robusta (la qualità meno cara di caffè utilizzata soprattutto nelle preparazioni solubili) le cui previsioni di prezzo sono positive per il prossimo biennio, proprio in virtù di queste riduzioni di output.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.09.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	387,0	-4,9	-4,9	-4,9	-10,2
Mais (\$ cent.)	352,5	-2,0	-1,7	7,1	0,1
Frumento (\$ cent.)	455,0	-5,3	6,9	14,0	11,5
Soia (\$ cent.)	959,5	4,8	-1,0	1,0	-3,7
Cotone (\$)	69,6	-6,5	-9,5	2,2	-1,5
Zucchero (\$ cent.)	13,2	-0,5	-22,7	-41,9	-32,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Appaiono costanti i temi che muovono gli Agricoli, delineando un quadro debole che supporta il consolidamento al ribasso degli ultimi mesi. Solo stime meteo meno favorevoli del previsto hanno consentito ad alcuni cereali (frumento e soia) di mettere a segno un recupero minimo sul finale dell'estate. 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. La FAO riconferma inoltre che i prezzi mondiali dei prodotti alimentari rischiano di restare bassi nei prossimi 10 anni. 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 delle quotazioni del comparto, vista la domanda nulla in arrivo dal settore dei biocombustibili. Questo scenario diminuisce le probabilità di un, seppur blando, rialzo dei prezzi che possa derivare dalla ricerca di combustibili diversi da quelli fossili. Il nostro Outlook Moderatamente Positivo resta confermato: è però esclusivamente legato al bassissimo livello a cui si trovano le quotazioni, che consolida senza aggravarsi, e che potrebbe favorire un rimbalzo per lo meno fisiologico.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim. 28.09.17	1° trim. 2017	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Mais (\$ cent.)	352,5	370,0	388,0	390,0	393,0
Frumento (\$ cent.)	455,0	450,0	465,0	477,0	472,5
Soia (\$ cent.)	959,5	950,0	950,0	980,0	980,0
Cotone (\$)	69,6	68,0	68,6	68,2	67,2
Zucchero (\$ cent.)	13,2	14,4	14,8	15,0	15,0

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 4° trim. 28.09.17	1° trim. 2017	2° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Mais (\$ cent.)	352,5	360	370	380	384
Frumento (\$ cent.)	455,0	435	440	450	450
Soia (\$ cent.)	959,5	950	950	960	965
Cotone (\$)	69,6	75	75	76,5	77
Zucchero (\$)	358,1	370	370	380	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 Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	Il London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future ed opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	dollari per 1 milione di Unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tone – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-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 28.07.2017.

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.intesasanpaolo.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, Maria Giovanna Cerini