

## Confermato l'ottimismo sulle commodity per il 2018

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale dopo il fortissimo rialzo di gennaio.** Il mercato petrolifero è impostato al forte rialzo in queste prime settimane del 2018. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo, mentre ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resta solo l'aumento della produzione USA di *shale-oil*, tecnica onerosa che però beneficia dell'aumento delle quotazioni che la rende di nuovo competitiva. I fondamentali del petrolio si basano sul prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, accompagnati dal ferro rispetto degli accordi, anche se l'equilibrio di mercato è minacciato dalla crescita dell'offerta non-OPEC. I prezzi si sono nettamente rafforzati beneficiando dell'inattesa debolezza del dollaro, circostanza che appare abbastanza strutturale. Modifichiamo il nostro Outlook in Moderatamente Positivo da Neutrale per l'intero comparto. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 67 dollari al barile (da 60) per il 1° trimestre 2018 e 65 dollari nel 2° trimestre (da 59,3); 2) per il WTI: 63 dollari al barile (da 55 dollari) per il 1° trimestre e 61 (da 54,7) dollari per il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 65,5 (da 60) e 61,5 (da 55) dollari al barile per il 2018 e a 70 (da 62) e 66 (da 58,2) dollari al barile per il 2019.

**Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale sul comparto.** Dal lato della dinamica dei tassi, la svolta rialzista di alcune Banche centrali (fra cui la Fed, seppur con cautela e gradualità) appare giustificata da un ritorno dell'inflazione più veloce del previsto, che potrebbe supportare gli investimenti in Preziosi; non sono peraltro da escludere performance maggiormente positive di argento (uso per elettronica e fotovoltaico) e palladio (utilizzo nel settore Auto), metalli che sono più correlati alla domanda industriale. I prezzi dei Preziosi hanno quindi buone prospettive di crescita nel medio periodo. L'oro trarrà beneficio dall'aumento dell'inflazione ed è oggetto di acquisti crescenti a copertura degli eventi negativi che potrebbero causare una correzione dei mercati azionari, vista la sua funzione di "porto sicuro" in cui parcheggiare la liquidità. Il nostro Outlook cambia a Moderatamente Positivo da Neutrale perché si è verificato quell'imprevisto surriscaldamento della dinamica dei prezzi che è appunto passato per un recupero supplementare delle quotazioni del petrolio, verificatosi in queste prime sedute del 2018.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo anche se sale la cautela.** Prosegue la campagna antinquinamento in Cina, procedono le chiusure programmate di impianti siderurgici e la contrazione dell'offerta produttiva di metalli lavorati e semilavorati. Siamo quindi giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla contrazione della produzione a seguito dell'applicazione delle norme antinquinamento. Ora però si affaccia un altro tema nello scenario 2018 per i Metalli Industriali, ovvero la fine dell'inverno a marzo e il conseguente allentamento delle misure antinquinamento, col possibile ritorno alla piena produzione di molti impianti. Complessivamente, ci attendiamo che, in assenza di sorprese dal lato della domanda (nuovi piani di spesa pubblica in infrastrutture) o dell'offerta (ritorno alla produzione), prosegua il consolidamento al rialzo delle quotazioni, almeno nel breve. I fondamentali restano buoni e ci attendiamo rendimenti positivi anche nel corso del 2018, aspetto che ci consente di confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Il 2018 rischia di caratterizzarsi dei medesimi fattori negativi che avevamo individuato nel 2017. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, si frappone come un ostacolo allo stimolo della domanda di etanolo, visto l'oggettivo rialzo delle quotazioni petrolifere, che dovrebbero consolidare a questi livelli anche in futuro. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo ma solo per via del livello minimo delle quotazioni, che potrebbe favorire un rimbalzo dei prezzi anche nella prima parte del 2018. Scenario che avrebbe maggiori probabilità di concretizzarsi qualora si verificasse il fenomeno meteorologico de "La Niña". Nel 1° trimestre potremmo quindi registrare un minimo di volatilità positiva a supporto delle quotazioni senza escludere un recupero più strutturale per l'intero 2018.

26 gennaio 2018

14:12 CET

Data e ora di produzione

26 gennaio 2018

14:20 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\*

	Gen.	Dic.
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-Datstream

Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	8,4	45,0
Brent	5,3	52,4
Gas Naturale	16,7	59,3
Gasolio	4,5	53,6
Oro	4,3	8,6
Argento	3,3	15,8
Rame	-1,5	17,7
Alluminio	-1,2	12,3
Zinco	4,9	60,6
Nickel	7,2	13,6
Mais	1,3	-1,9
Fruento	1,8	-13,2
Soia	4,3	14,4
Cacao	3,6	-33,8
Zucchero	-12,7	28,0
Caffè	-2,0	8,2
Cotone	4,1	11,6

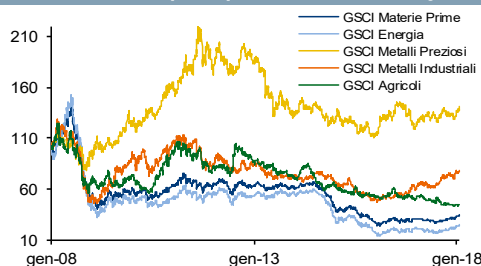
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 25.01.2018

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	25.01.18	18.01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.668,5	4,4	35,0	-46,7
GSCI Energia	493,4	6,7	59,6	-55,4
GSCI Met. Preziosi	1.641,1	4,1	19,6	-23,9
GSCI Met. Industriali	1.453,3	0,3	56,5	-7,6
GSCI Prod. Agricoli	381,0	0,4	-15,2	-49,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.01.2018

### Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

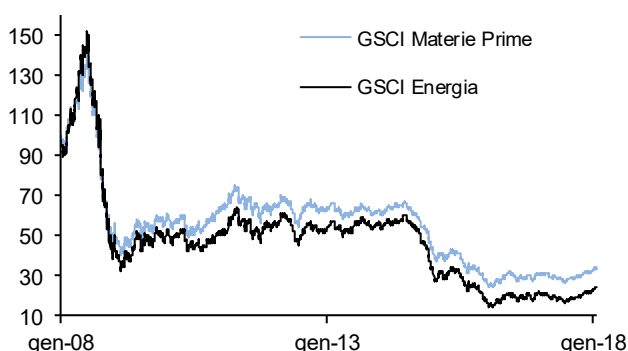
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.01.2018 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: si rafforza il cauto ottimismo per il 2018, visto il rialzo in atto

Le commodity aprono il 2018 in deciso rialzo su Energia (+7%) e Preziosi (+4%). Dopo il finale di 2017 all'insegna del prudente ottimismo, il 2018 si è aperto in maniera ancora più positiva per le commodity. Questo quadro potrebbe protrarsi per tutta la prima parte del 2018, se la crescita delle principali economie dovesse essere confermata. Non a caso, lo scenario macroeconomico tratteggiato dall'FMI nel suo ultimo World Economic Outlook dovrebbe supportare il comparto delle materie prime. La ripresa mondiale è più stabile rispetto ad aprile. Gli Stati Uniti sono attesi crescere meno delle previsioni, al 2,1% sia quest'anno sia il prossimo: la revisione al ribasso riflette le attese di una politica di bilancio meno espansiva, mette in evidenza il Fondo, sottolineando come il dollaro sia sotto pressione ormai da un anno. L'Eurozona rappresenta la nota positiva del World Economic Outlook: il PIL è rivisto al rialzo all'1,9% per il 2017 e all'1,7% per il 2018. Oltre all'Italia, crescono più delle attese tutte le maggiori economie europee: il PIL tedesco crescerà quest'anno dell'1,8%, a fronte del +1,5% della Francia e del +3,1% della Spagna. In Europa frena invece la Gran Bretagna che, alle prese con i negoziati di Brexit, limiterà la crescita del 2017 al +1,7%. Fra le economie emergenti, l'FMI conferma le stime di crescita per la Russia e l'India, e rivede al rialzo quelle della Cina, stimata crescere quest'anno del 6,7% e il prossimo anno del 6,4%. Nonostante le incertezze e i rischi al ribasso, l'FMI lascia invariate le stime di crescita globali e invita a non mollare la presa sulle riforme, che devono puntare ad aumentare il potenziale di crescita. Un quadro che resta di forte supporto alla domanda di materie prime, che appare comunque sempre più correlata al processo di razionalizzazione dell'economia in Cina, anche se la crescita cinese vedrà obiettivi percentualmente inferiori rispetto al passato.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

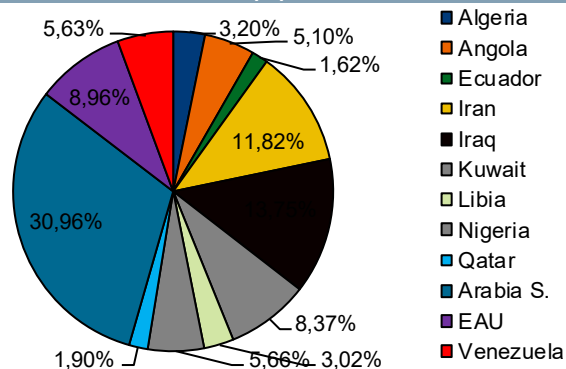
Performance di lungo termine

	Valore 25.01.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.668,5	4,4	35,0	-46,7
GSCI Energia	493,4	6,7	59,6	-55,4
WTI (\$)	65,5	8,4	108,3	-31,7
Brent (\$)	70,4	5,3	121,4	-37,8
Gas Naturale (\$)	3,4	16,7	58,1	0,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: forte rialzo di tutto il comparto, spinto da petrolio e gas naturale.** Prosegue senza sosta il surriscaldamento delle quotazioni del petrolio Brent. Il calo del dollaro sui mercati spinge verso l'alto il prezzo del Brent del Mare del Nord, che è salito a 71 dollari al barile, tornando al livello di dicembre 2014. I prezzi sono sostenuti anche dai tagli alla produzione ribaditi dall'OPEC e dalla Russia, da una domanda in marginale ripresa e dai dati in calo delle scorte negli Stati Uniti. L'insieme di questi fattori conferma un clima di cauto ottimismo sul petrolio in questo inizio di 2018. Il rialzo della produzione USA, infatti, rischia di essere l'unico elemento negativo in grado di controbilanciare la forza strutturale del comparto petrolifero. Prosegue anche il rialzo del gas naturale: la decisa domanda in arrivo dalla Cina – visto il processo di sostituzione in atto fra carbone e metano (riscaldamento e produzione di elettricità) a seguito del nuovo corso ambientalista del Governo cinese – spinge le quotazioni. Il freddo in Europa e Stati Uniti amplifica ulteriormente la pressione dal lato degli approvvigionamenti.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.12.2017

**EIA: prime stime per il 2019.** Nell'ultimo *Short-Term Energy Outlook* (STEO) dello scorso 9 gennaio, l'EIA (Energy Information Administration) ha rilasciato le prime stime riguardanti il 2019. L'EIA prevede un prezzo medio per il Brent di 59,74 dollari al barile per il 2018 (rivisto al rialzo dai 57,26 di dicembre) e 61,43 dollari al barile nel 2019, in rialzo rispetto alla media 2017 di 54,15 dollari al barile. Lo spread tra Brent e WTI è atteso allargarsi da 3,36 dollari al barile nel 2017 a 4,41 nel 2018 e poi ridursi a 4,00 nel 2019. I fondamentali rimangono tuttavia deboli, essendo l'attuale equilibrio basato sul volontario controllo dell'output da parte dei paesi OPEC e della Russia. Si prevede che il mercato registri un surplus di 0,2

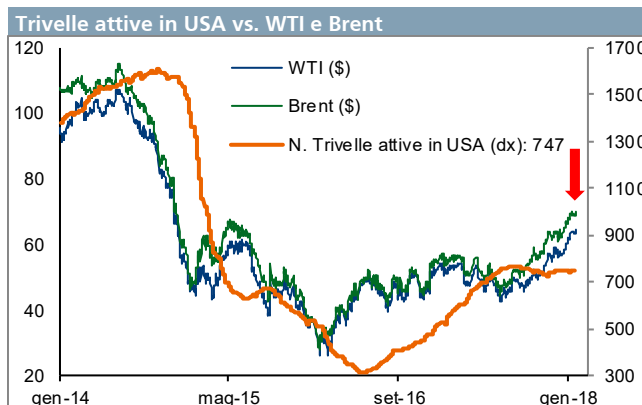
milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (in aumento da 0,1 mbd stimati a dicembre) e un surplus di 0,3 mbd nel 2019. La domanda mondiale è stimata in crescita dai 98,4 mbd del 2017 a 100,1 mbd nel 2018 (+1,7 mbd a/a, rivisti al rialzo dai 100,0 mbd di dicembre) e a 101,8 mbd nel 2019 (+1,7 mbd a/a). L'offerta non-OPEC è vista in crescita dai 58,7 mbd del 2017 a 60,7 mbd nel 2018 (+2,0 mbd a/a, rivista al rialzo dai 60,3 mbd in dicembre) e a 62,0 mbd nel 2019 (+1,3 mbd a/a). La produzione di *US crude oil* è stimata in crescita dai 9,3 mbd del 2017 a 10,3 mbd nel 2018 (+1,0 mbd a/a, rivisto al rialzo dai 10,0 mbd di dicembre) e a 10,9 mbd nel 2019 (+0,6 mbd a/a). La produzione USA dovrebbe quindi progressivamente oltrepassare la soglia dei 10 mbd già nel 1° trimestre 2018 (in anticipo rispetto a quanto prospettato a dicembre, in cui si prevedeva che la soglia sarebbe stata superata nel 3° trimestre 2018) e quella degli 11 mbd nel 4° trimestre 2019. L'offerta OPEC di *US crude oil* è vista aumentare marginalmente dai 32,5 mbd del 2017 a 32,7 mbd nel 2018 (+0,2 mbd a/a, invariata da dicembre) e a 33,0 mbd nel 2019 (+0,3 mbd a/a). La capacità produttiva di *crude oil* in surplus dell'OPEC dovrebbe ridursi da 2,1 mbd nel 2017 a 1,8 mbd nel 2018 e a 1,3 mbd nel 2019.

**OPEC: l'OPEC rivede al rialzo le previsioni sull'offerta.** Nell'ultimo report mensile MOMR dell'OPEC (*Monthly Oil Market Report*) del 18 gennaio l'OPEC ha rivisto al rialzo la crescita dell'offerta a livello mondiale di petrolio. Nel 2018 l'offerta si dovrebbe attestare mediamente a 58,94 milioni di barili al giorno, in particolare a causa dell'aumento della produzione dei paesi non-OPEC che dovrebbe crescere fino a 1,15 milioni di barili al giorno quest'anno. Questo, sottolinea il bollettino mensile, è dovuto principalmente a una previsione di offerta più elevata del previsto negli Stati Uniti, Canada, Messico, Regno Unito, Danimarca, Indonesia, Brasile e America Latina nel suo complesso.

**IEA: scorte in netta contrazione grazie ai tagli OPEC e non-OPEC, attenzione alla crescita dello *shale-oil* USA.** Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy Agency) sostiene che le scorte globali di greggio si sono assottigliate, anche grazie ai tagli dell'OPEC, alla crescita della domanda e al calo della produzione venezuelana, ai minimi degli ultimi 30 anni. L'IEA esprime preoccupazione circa il rapido aumento della produzione USA, che potrebbe compromettere l'equilibrio di mercato. L'IEA inoltre si aspetta un rallentamento della domanda alla fine dell'inverno nell'emisfero settentrionale.

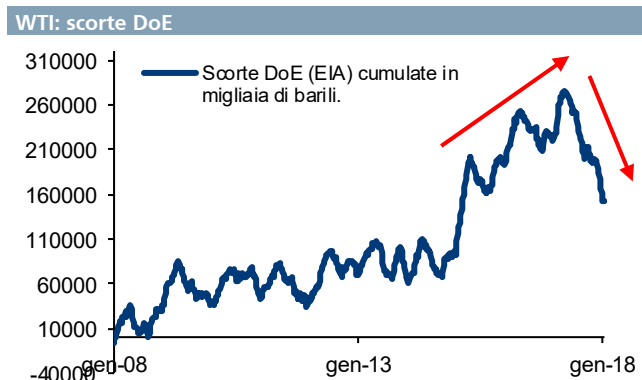
Performance di medio termine					
	25.01.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	493,4	19,8	19,7	10,6	6,7
WTI (\$)	65,5	24,4	34,4	21,8	8,4
Gas Naturale (\$)	3,4	19,3	17,9	1,9	16,7
Gasolio (\$)	627,3	17,0	33,4	27,0	4,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA è in ribasso** Le scorte USA di petrolio, pur restando a livelli molto alti, mostrano una dinamica di contrazione sia secondo API (American Petroleum Institute) che secondo EIA. I dati API certificano un aumento nelle scorte settimanali USA in un quadro che però resta nel complesso positivo. L'American Petroleum Inst. ha comunicato un rialzo di oltre 4,7 milioni di barili per le scorte di petrolio della scorsa ottava, contro attese di -1,6 milioni. Le scorte EIA, previste in calo di 1 milione di barili settimanali, hanno confermato in pieno le attese; al contrario le benzine, viste in crescita settimanale di oltre 1,5 milioni, sono risultate in rialzo di oltre il doppio (+3,1 milioni di barili).



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

**Gas Naturale spinto da temi immutati: Cina, freddo in Europa e Stati Uniti, e guasti ai gasdotti.** Il forte rialzo dei prezzi del gas naturale che ha caratterizzato le ultime settimane è dettato da alcuni fattori strutturali illustrati di seguito.

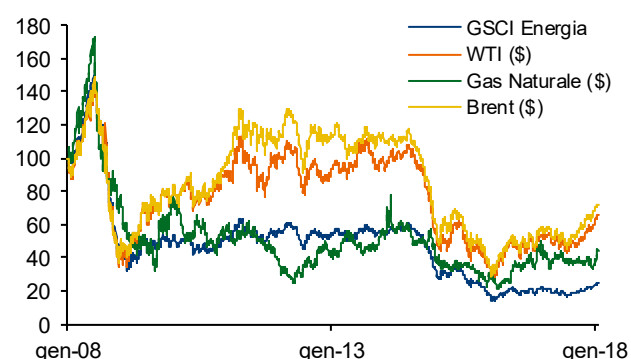
**Freddo negli Stati Uniti** – Le quotazioni del metano si muovono in rialzo sulla scia delle temperature fredde che stanno progressivamente interessando la parte nordorientale degli Stati Uniti. Detto questo, ci sembra opportuno segnalare la presenza di numerosi problemi strutturali negli USA, come la prospettiva secondo cui il gas siberiano possa riscaldare le case nel New England in questa fase di grande domanda, sottolineando l'importante ruolo dell'energia nelle relazioni fra Russia e USA. Dal 2016 gli Stati Uniti hanno iniziato ad

esportare gas liquefatto in altri paesi, anche in paesi confinanti con la Russia, come la Polonia e la Lituania. A sua volta Mosca, con l'aiuto del progetto Yamal (impianto di gas liquefatto che si trova a Sabetta nell'angolo nordorientale della penisola di Yamal, in Russia), il cui costo è di 27 miliardi di dollari, sta cercando di difendere la propria competitività sul mercato globale. Va aggiunto che non mancano le disfunzioni degli impianti statunitensi; negli ultimi giorni un pozzo di gas naturale è esploso in Oklahoma. Incidenti simili in siti di trivellazione della zona si sono già verificati: a febbraio del 2017 c'era stata un'altra esplosione in un pozzo situato nella stessa area. La tensione sul metano americano potrebbe allentarsi solo con l'arrivo di temperature più miti in luoghi come New York, Boston e Washington DC. Queste regioni sono grossi consumatori di gas naturale e pertanto influenzano notevolmente l'andamento del mercato, tanto da essere considerate un chiaro segnale per il futuro del combustibile. Ricordiamo infine come gennaio sia un mese piuttosto favorevole per il gas naturale e il 2018 non sembra contraddire questa visione.

**L'approvvigionamento di gas in Europa** – Situazione non dissimile in Europa, anch'essa stagionalmente alle prese con le forniture di gas naturale. La richiesta di gas cresce nonostante le ripetute dichiarazioni dei rappresentanti dell'UE sulla diversificazione delle fonti di energia. La minaccia di interruzione della fornitura di gas dalla Russia verso l'Europa è improbabile. La cessazione delle forniture di gas russo potrebbe accadere solo in tre casi: se scoppiasse un conflitto armato tra l'UE e la Russia, se l'economia russa non dipendesse dalle forniture di gas o se la Cina, la Turchia e altri paesi produttori fossero in grado di fornire all'Europa il gas di cui necessita, tagliando fuori la Russia. Ma è evidente che nulla di tutto questo può verificarsi in breve tempo.

**La Cina prosegue nella lotta all'inquinamento** – La Cina procede nei suoi interventi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica e dei consumi di carbone. Il Governo di Pechino ha da poco comunicato di aver eliminato più di 4.450 stufe a carbone nel 2017, che hanno permesso di ridurre il consumo del combustibile fossile nella sola capitale di quasi 3 milioni di tonnellate. Inoltre questo intervento ha contribuito a ridurre le emissioni di fumo (5.500 tonnellate equivalenti) e di anidride solforosa (6.600 tonnellate equivalenti), ha affermato l'Ufficio per la protezione ambientale municipale di Pechino. I vecchi sistemi sono stati sostituiti da sistemi di riscaldamento sostenibile ad alimentazione elettrica o a gas naturale. Le riserve di gas di China National Petroleum Corp (CNPC) e di altri fornitori di Stato, però, sono inferiori alla domanda del 10-20%: questo ha creato fortissime tensioni sui mercati.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale dopo il fortissimo rialzo di gennaio.** Il mercato petrolifero è impostato al forte rialzo in queste prime settimane del 2018. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo, mentre ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resta solo l'aumento della produzione USA di *shale-oil*, tecnica estrattiva onerosa che però beneficia dell'aumento delle quotazioni che la rende di nuovo competitiva. I fondamentali del petrolio restano supportati dal prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, accompagnati dal ferreo rispetto degli accordi, anche se l'equilibrio di mercato è minacciato dalla crescita dell'offerta non-OPEC. I prezzi si sono nettamente rafforzati beneficiando dell'inattesa debolezza del dollaro; lo stesso Segretario al Tesoro USA Mnuchin si è espresso a favore di un biglietto verde più debole come fattore positivo per il commercio statunitense, parlando al Forum di Davos. Circostanza che ci consente di considerare abbastanza strutturale il tema della debolezza del dollaro e la sua influenza positiva sul petrolio. Modifichiamo quindi il nostro Outlook in Moderatamente Positivo da Neutrale per l'intero comparto. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 67 dollari al barile (da 60) per il 1° trimestre 2018 e 65 dollari nel 2° trimestre (da 59,3); 2) per il WTI: 63 dollari al barile (da 55 dollari) per il 1° trimestre e 61 (da 54,7) dollari per il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 65,5 (da 60) e 61,5 (da 55) dollari al barile per il 2018 e a 70 (da 62) e 66 (da 58,2) dollari al barile per il 2019. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili, invece, nella sottostante tabella.

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	25.01.18	2018	2018	2018	2018	2019
WTI (\$)	65,5	59,0	59,0	58,0	57,6	60,0
Brent (\$.)	70,4	63,5	62,7	63,0	62,0	62,0
Gas Nat. (\$)	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

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

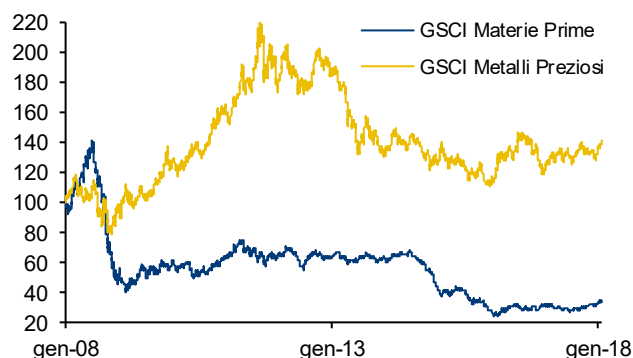
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	25.01.18	2018	2018	2018	2018	2019
WTI (\$)	65,5	63,0	61,0	61,0	61,5	66,0
Brent (\$.)	70,4	67,0	65,0	65,0	65,5	70,0
Gas Nat. (\$)	3,4	3,30	3,10	3,20	3,20	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: il ritorno dell'inflazione e tassi in rialzo sono i temi del 2018

**Violata al rialzo area 1.600.** Prosegue il rialzo dei Preziosi sopra area 1.600 superando così i massimi annuali del 2017, generati dall'avversione al rischio che aveva spinto gli operatori verso asset più difensivi alla fine dell'estate, a seguito delle tensioni geopolitiche globali. I metalli hanno beneficiato di una situazione macroeconomica favorevole, peraltro ribadita anche dal Fondo Monetario, che negli ultimi giorni ha migliorato le stime di crescita globale. La migliore performance del 2017 resta legata al palladio, grazie all'evoluzione positiva del mercato automobilistico, che anche in questo inizio di 2018 non sembra tradire le attese. I Preziosi appaiono legati alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed. Dal lato delle Banche centrali, la BCE ha appena confermato la prosecuzione degli stimoli anche per i primi 9 mesi di quest'anno, seppur ad un ritmo mensile dimezzato. Le attese di mercato sembrano però sempre più convergere verso una richiesta di abbandono repentino delle misure espansive, visti i buoni dati macroeconomici in Europa e la forza della dinamica dei prezzi. La Fed ha confermato il suo iter di rialzo dei tassi per il 2018 (ovvero almeno tre volte), dopo l'ultima stretta monetaria del meeting di dicembre. Uno scenario che non sta però sostenendo il recupero del dollaro. I prezzi dei Preziosi salgono per gli acquirenti non statunitensi quando il dollaro si apprezza, indebolendone conseguentemente la domanda; viceversa, quando è il dollaro USA a indebolirsi, si crea un minimo vantaggio valutario per gli acquirenti in valuta diversa dal dollaro. Un altro tema chiave per il 2018 resta il rafforzamento delle aspettative d'inflazione. Queste ultime sono correlate al recupero delle quotazioni petrolifere, che sono schizzate al rialzo nelle prime settimane del 2018, surriscaldando la dinamica generale dei prezzi.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	25.01.2018	da inizio 2018		
GSCI	2.668,5	4,4	35,0	-46,7
GSCI Preziosi	1.641,1	4,1	19,6	-23,9
Oro (\$)	1.362,8	4,3	21,8	-17,8
Argento (\$)	17,6	3,3	21,2	-43,4
Platino (\$)	1.026,7	10,3	17,4	-39,3
Palladio (\$)	1.104,0	3,5	124,4	49,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro su Oro e Argento: permane un cauto ottimismo grazie al ritorno dell'inflazione.** Il rinverdire delle aspettative di inflazione e un dollaro in deciso ribasso – nonostante il meeting Fed di dicembre abbia varato l'ultimo rialzo dei tassi del 2017 e confermato i tre aumenti preventivati per il 2018 – sembrano sostenere la forza dei Preziosi in questo inizio di 2018. Si accentua il rialzo dell'oro, sopra 1.350 dollari l'oncia, e questo ci spinge a ipotizzare che il metallo giallo possa scambiare prevalentemente fra i 1.300 e 1.350 dollari nei prossimi mesi. Le principali motivazioni riguardano le mosse future delle Banche centrali (che hanno iniziato a implementare, seppur molto gradualmente, politiche più restrittive) e l'inflazione, che appare in ripresa in tutte le principali economie. A questi due fattori si uniscono: rischi geopolitici ancora presenti, un dollaro sorprendentemente debole e le scelte degli investitori, che sembrano tornare a mostrare un certo interesse per l'oro. Anche le quotazioni dell'argento, in linea con quelle dell'oro, appaiono in rialzo ma ancora lontane dal livello toccato a settembre di 18 dollari l'oncia. Ribadiamo uno scenario di cauto ottimismo sull'argento, grazie alla sua correlazione con la domanda per uso industriale (soprattutto nei prodotti elettronici e nel comparto dei pannelli fotovoltaici). Il previsto deficit di argento dovrebbe confermarsi anche nel 2018, poiché il riciclo di questo metallo estraendolo dai pannelli e dalle schede elettroniche non è un processo immediato ma anzi molto oneroso, che ne rende più difficile il recupero rispetto agli altri metalli. Una migliore performance del metallo grigio rispetto all'oro nel 2018 potrebbe scaturire comunque da una ripresa più forte della domanda industriale.

**Platino e Palladio: corsa rialzista parallela.** E' confermato il quadro di cauto ottimismo su platino e palladio, metalli più coinvolti nel ciclo produttivo. Il palladio resta in deciso trend ascendente, in un quadro che appare ancora ottimistico ma legato alla futura pressione esercitata dalla domanda manifatturiera per questi metalli. I due metalli restano tuttavia caratterizzati da una certa divergenza nei fondamentali, con quelli del palladio che rimarranno molto più forti rispetto a quelli del platino anche nel corso del 2018. Il mercato del platino dovrebbe passare dal modesto deficit del 2017 a un ribilanciamento nel corso del 2018; viceversa, il palladio potrebbe registrare un deficit in ulteriore espansione, dopo le tensioni sull'offerta dello scorso anno. Ancora una volta la

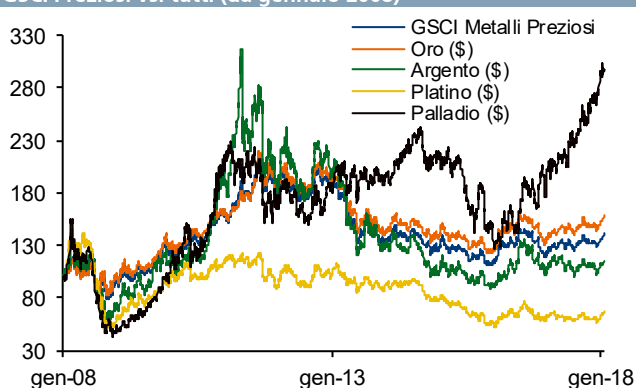
divergenza nei fondamentali, anche a fronte di un comune rialzo, appare strettamente legata all'evoluzione del settore Auto. Il platino accusa ancora la contrazione della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto ai veicoli a benzina, una situazione che è figlia dello scandalo sulle emissioni di alcuni mesi fa. In aggiunta, le quotazioni ormai vicine alla parità potrebbero favorire il processo di sostituzione fra i due metalli ma certamente non nel breve termine. L'adeguamento dei processi produttivi infatti non appare così rapido.

#### Performance di medio termine

	25.01.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.641,1	7,0	8,6	12,5	4,1
Oro (\$)	1.362,8	7,3	9,2	14,8	4,3
Argento (\$)	17,6	4,7	7,0	5,1	3,3
Platino (\$)	1.026,7	11,5	1.171,8	5,2	10,3
Palladio (\$)	1.104,0	13,4	27,8	52,5	3,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale sul comparto.** Dal lato della dinamica dei tassi, la svolta rialzista di alcune Banche centrali (fra cui la Fed, seppur con cautela e gradualità) appare giustificata da un ritorno dell'inflazione più veloce del previsto, che potrebbe supportare gli investimenti in Preziosi; non sono peraltro da escludere performance maggiormente positive di argento (uso per elettronica e fotovoltaico) e palladio (utilizzo nel settore Auto), metalli che sono più correlati alla domanda industriale. I prezzi dei Preziosi hanno quindi buone prospettive di crescita nel medio periodo. L'oro trarrà beneficio dall'aumento dell'inflazione ed è oggetto di acquisti crescenti a copertura degli eventi negativi che potrebbero causare una correzione dei mercati azionari, vista la sua funzione di "porto sicuro" in cui parcheggiare la liquidità. Anche il recupero delle quotazioni petrolifere, accelerato dopo il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia) fino alla fine del 2018, sta supportando il rialzo delle aspettative d'inflazione, favorendo i Preziosi anche nella prima parte del 2018, così come non escludiamo che le differenti fasi di propensione o avversione al rischio siano un possibile stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento, ma solo se riusciranno a svolgere il loro ruolo di asset rifugio. Il nostro

Outlook cambia a Moderatamente Positivo da Neutrale perché si è verificato quell'imprevisto surriscaldamento della dinamica dei prezzi che è appunto passato per un recupero supplementare delle quotazioni del petrolio, verificatosi in queste prime sedute del 2018.

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

	Valore 25.01.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Oro (\$)	1.362,8	1.300,0	1.275,0	1.270,0	1.278,8	1.320,0
Argento (\$)	17,6	17,1	17,2	17,0	17,2	18,0
Platino (\$)	1.026,7	950,0	955,0	960,0	957,1	1.034,0
Palladio (\$)	1.104,0	1.000,0	1.010,0	1.025,0	993,1	1.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

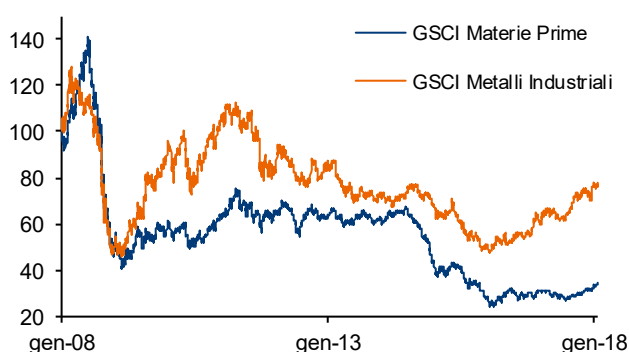
	Valore 25.01.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Oro (\$)	1.362,8	1.330	1.320	1.310	1.315	1.350
Argento (\$)	17,6	17,4	17,7	18,0	17,9	18,5
Platino (\$)	1.026,7	950	950	950	948	930
Palladio (\$)	1.104,0	1.100	1.050	1.050	1.055	1.050

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: prezzi in rialzo, confermate le attese positive per il 2018

I **Metalli Industriali** sono saliti sopra area 1.500. Tutti i principali metalli industriali confermano un netto miglioramento dei fondamentali, scenario che ci aspettiamo possa proseguire anche nel corso del 2018 grazie a un ciclo macroeconomico ancora favorevole, visto anche il miglioramento delle stime di crescita economica espresso dall'FMI. Il rialzo del comparto, iniziato la scorsa estate, ha preso slancio dalla modifica di alcune misure ambientali in Cina, puntualmente applicate durante questa stagione invernale con la riduzione di molte produzioni siderurgiche. La conferma della crescita dell'economia del principale consumatore di metalli industriali sostiene ancora la domanda di queste commodity. Invariata anche la forza del comparto delle costruzioni cinesi, che si esprime attraverso il rialzo dei prezzi delle case, fattore che resta essenziale per i metalli, nonostante alcune decisioni volte a mitigare, o meglio governare, il più possibile il surriscaldamento del settore immobiliare. Il target di crescita del PIL intorno al 6,5% per il 2018 resta l'obiettivo dichiarato dal Governo cinese, dopo il 6,7% del 2016, ovvero il livello più basso degli ultimi 25 anni, e il 6,9% dell'anno appena trascorso. Torna a giocare un ruolo importante il contributo degli Stati Uniti alla domanda di metalli industriali. La riforma fiscale appena varata, dopo un naturale assorbimento di liquidità iniziale, dovrà restituirla sotto forma di sgravi fiscali e di investimenti nel corso dell'anno. Investimenti che dovrebbero generare ulteriore gettito fiscale, che potrebbe fornire i fondi per implementare le politiche di opere pubbliche promesse da Trump in campagna elettorale. Questo fattore, parzialmente secondario nello scenario 2017, potrebbe avere un'effettiva influenza nel 2018.

### GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



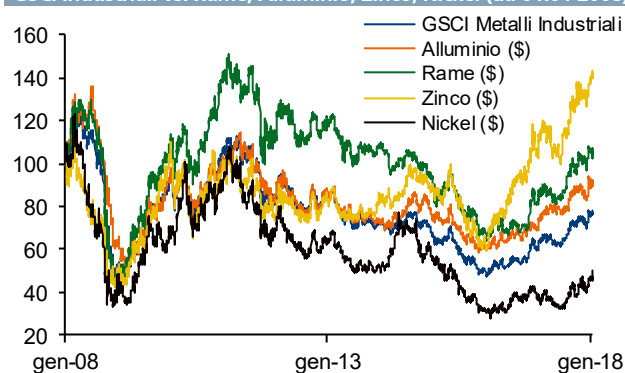
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 25.01.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.668,5	4,4	35,0	-46,7
GSCI Industriali	1.453,3	0,3	56,5	-7,6
Rame (\$)	7.138,0	-1,5	57,3	-11,1
Alluminio (\$)	2.241,0	-1,2	49,9	9,5
Zinco (\$)	3.502,5	4,9	131,3	69,5
Nickel (\$)	13.685,0	7,2	57,8	-21,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: continua a crescere l'attività manifatturiera.** L'attività delle industrie cinesi conferma, a dicembre, il trend positivo per il settimo mese di fila. Le rilevazioni dell'istituto Caixin mostrano l'indice PMI relativo al settore manifatturiero salire a 51,5 punti a dicembre dai 50,8 di novembre, dopo aver superato a giugno la soglia dei 50 punti che divide la contrazione dall'espansione. Il **PIL cinese nel 4° trimestre** ha registrato una crescita su base annua del 6,8%, mentre su base congiunturale questa si è attestata all'1,6% m/m. La Cina ha così chiuso l'anno con una crescita cumulata del PIL nel 2017 al 6,9% (prima accelerazione dal 2010), contro il 6,8% del consenso e il target del Governo cinese di 6,5%. Il dato sconta alcune incertezze, come quelle legate alla stretta sulle transazioni immobiliari e sui prestiti bancari. Riguardo quest'ultimo punto, sono emerse le problematiche relative alla liquidità del sistema finanziario cinese. La Banca centrale cinese (PBoC) ha infatti messo a disposizione delle banche un meccanismo di riduzione del *reserve requirement ratio*. Tale meccanismo temporaneo prevedrebbe la possibilità di un taglio fino al 2%, per trenta giorni, delle riserve e servirebbe a fare in modo che le istituzioni finanziarie possano avere comunque a disposizione la liquidità necessaria per far fronte alle richieste di contanti durante le feste per il nuovo anno lunare a febbraio. Infine, la **produzione industriale** registra una modesta accelerazione a dicembre, con una crescita annuale del 6,2%. L'incremento di dicembre deriva dal rialzo del settore farmaceutico (+13,1% a/a) e delle telecomunicazioni (+12,4%). Mostrano un trend positivo ma in decelerazione i



consumi, con una crescita delle **vendite al dettaglio** in dicembre del 9,4% su base annua (il minimo da oltre 10 anni), leggermente sotto le aspettative del 10,2%, percentuale registrata anche il mese precedente. Le vendite al dettaglio sono trainate dai cosmetici (+13,8% a/a) e dagli apparecchi di comunicazione (+13,2% a/a) in dicembre e chiudono l'anno con una crescita cumulata del 10,2%.

**Persiste la forza nel mercato immobiliare cinese.** Le rilevazioni dell'Ufficio nazionale di statistica cinese confermano dicembre come il ventisettesimo mese consecutivo di aumento dei **prezzi delle case** nelle maggiori città della Cina. Secondo le stime, nell'intero 2017 i prezzi hanno registrato un aumento del 5,3% annuo, in accelerazione dal 5,1% annuale di novembre ma sotto il 5,4% di ottobre. La crescita resta comunque largamente inferiore rispetto al 12,4% registrato nel 2016. Le stime di Reuters sulla crescita mensile vedono un'accelerazione a dicembre, con una crescita dello 0,4% contro lo 0,3% dei due mesi precedenti. Delle 70 città monitorate 55 hanno registrato incrementi a dicembre, in aumento dalle 50 di novembre.

**Rimane stabile la dinamica dei prezzi in Cina.** Secondo le rilevazioni dell'istituto di statistica cinese, l'inflazione (CPI) nel mese di dicembre è salita all'1,8%, in accelerazione dall'1,7% di novembre ma sotto il consenso di 1,9% e inferiore al target della PBoC del 3%. Nel dettaglio, i prezzi alimentari hanno mostrato un calo dello 0,4% a/a, in miglioramento dalla riduzione dell'1,1% di novembre; i non alimentari invece hanno registrato un modesto calo, a dicembre, dal 2,5% di novembre al 2,4% principalmente a causa del rallentamento nella crescita dei costi di trasporti e servizi sanitari. Rallenta invece l'indice dei prezzi alla produzione: il **PPI** a dicembre cresce su base annua del 4,9% dal 5,8% di novembre, superando comunque le aspettative del 4,8%. Il calo risente tuttavia di un effetto base negativo: la variazione del PPI è infatti dello 0,8% m/m a dicembre contro lo 0,5% di novembre. Nel dettaglio, la variazione a dicembre è ridotta dal calo dei prezzi di carbone e acciaio ed è trainata al rialzo dai prezzi di petrolio e gas.

**Rame. Prezzi sopra area 7.000 dollari, resta un cauto ottimismo sul 2018.** I prezzi del rame hanno registrato una parziale battuta d'arresto, stornando dai massimi in area 7.300, sulla scia di dati che mostrano un balzo della produzione in Cina; gli operatori hanno preferito puntare sulle prese di profitto, specialmente i trader cinesi che si preparano al Capodanno lunare, che inizia ufficialmente il 16 febbraio (festività durante la quale l'attività economica rallenta in Cina). Stando a Pechino, il mese scorso la Cina ha prodotto 865.000 tonnellate di rame, portando il totale del 2017 a una cifra record di 8,89 milioni di tonnellate. L'anno scorso i prezzi del rame erano saliti di circa il 14%, merito anche di un indebolimento del dollaro che perdura anche in questa prima parte del 2018. La Cochilco, la commissione cilena del rame di proprietà statale, ha alzato le sue previsioni di prezzo per il

2018. Secondo Cochilco, le quotazioni risentiranno del rischio di interruzione delle forniture e dell'impatto che avranno le nuove normative cinesi per combattere l'inquinamento.

**Alluminio. Cauti ottimismo sul 2018, specie dopo la fine del periodo invernale.** Il tema principale resta la riduzione della capacità produttiva in Cina. Il Governo di Pechino prosegue l'implementazione della serie di norme sull'inquinamento, costringendo molti impianti a fermare la produzione. La conseguente ristrutturazione del mercato cinese sta favorendo il riassorbimento dell'eccesso di offerta interna, con l'effetto di portare però il mercato mondiale dell'alluminio in deficit. Nel breve periodo, esprimiamo un cauto ottimismo su questo comparto; nel medio-lungo, invece, l'atteso rafforzamento dei fondamentali dovrebbe sostenere le quotazioni. Rio Tinto prevede che la domanda di alluminio salga del 4% all'anno per i prossimi 5 anni grazie al comparto dell'auto elettrica, che utilizza telai in alluminio più leggeri. I fattori che gli investitori dovranno tenere sotto controllo, nel 2018, sono sostanzialmente due: la capacità produttiva in Cina (a marzo termina l'inverno e la produzione potrebbe riprendere) e la possibile guerra commerciale fra USA e Cina.

**Zinco. Nuovi massimi nel 2018.** Lo zinco continua a mostrare una forza superiore a quanto atteso. Il raddoppio delle quotazioni registrato negli ultimi due anni basta a far capire come il prezzo dello zinco stia vivendo un periodo di tensione mai visto negli ultimi 12 anni, col prezzo salito fino a 3.500, un livello simile non si vedeva dall'agosto 2007. A spingere i prezzi dello zinco, impiegato soprattutto in siderurgia, c'è anche la forza della domanda. Nei magazzini di borsa le scorte di metallo continuano a calare: al LME da tre mesi quasi non si registrano consegne e le giacenze sono ormai ridotte al minimo. Una maggiore offerta di zinco e una riduzione della domanda causata dai prezzi troppo alti potrebbero richiedere mesi, se non anni, prima che si verifichino. Anche le nuove forniture provenienti dalle piccole miniere in Canada e in Australia non saranno sufficienti per colmare il divario tra domanda e offerta, lasciando pressoché inalterata la pressione sullo zinco.

**Nickel sopra 13.600 dollari sulla spinta dell'auto elettrica.** Anche le quotazioni del nickel appaiono spinte dal fortissimo ottimismo intorno al comparto dell'auto elettrica; questo non ci fa escludere una fortissima componente speculativa che si è spostata in massa sul nickel. Le quotazioni al London Metal Exchange segnano un costante rialzo, giunto ormai a 13.650, arrivando a guadagnare da inizio anno circa il 7,2%. Sono quasi 5 anni che il nickel non si rendeva protagonista di un rally così forte, rapido nel movimento e duraturo nel tempo (iniziato a metà 2017). E' evidente che i timori restano legati a quanta domanda reale giungerà dal comparto delle auto elettriche, richiesta che per ora si basa solo su stime di domanda futura. E proprio in virtù di queste stime, resta da capire quanta componente speculativa stia guidando il rialzo in corso, col rischio del formarsi di una bolla sui prezzi.

Performance di medio termine					
	25.01.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.453,3	3,8	15,7	21,7	0,3
Rame (\$)	7.138,0	2,2	12,8	21,9	-1,5
Alluminio (\$)	2.241,0	2,3	15,4	23,1	-1,2
Zinco (\$)	3.502,5	7,1	23,6	25,6	4,9
Nickel (\$)	13.685,0	16,5	36,3	45,4	7,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo anche se sale la cautela.

Prosegue la campagna antinquinamento in Cina, procedono le chiusure programmate di impianti siderurgici e la contrazione dell'offerta produttiva di metalli lavorati e semilavorati. Come già detto, le industrie più inquinanti sono proprio le grandi imprese statali nei settori di acciaio, cemento e petrolchimica. Siamo quindi giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla contrazione della produzione a seguito dell'applicazione delle norme antinquinamento. Ora però si affaccia un altro tema nello scenario 2018 per i Metalli Industriali, ovvero la fine dell'inverno a marzo e il conseguente allentamento delle misure antinquinamento, col possibile ritorno alla piena produzione di molti impianti. Di fondo, specie dopo il Congresso cinese e le scelte di sviluppo per il futuro, il quadro macroeconomico globale resta ancora favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile da parte dell'FMI, a cui la Cina continuerà a dare il proprio contributo, visto anche il miglioramento del PIL del 2017 (a 6,9%, sopra il target del 6,5%). Complessivamente, ci attendiamo che, in assenza di sorprese dal lato della domanda (nuovi piani di spesa pubblica in infrastrutture) o dell'offerta (ritorno alla produzione), prosegua il consolidamento al rialzo delle quotazioni, almeno nel breve. I fondamentali restano buoni e ci attendiamo rendimenti positivi anche nel corso del 2018, aspetto che ci consente di confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo.

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

	Valore 25.01.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	7.138,0	6.800	6.671	6.785	6.575	6.750
Alluminio (\$)	2.241,0	2.130	2.075	2.100	2.075	2.069
Zinco (\$)	3.502,5	3.300	3.266	3.200	3.138	3.138
Nickel (\$)	13.685,0	12.000	11.500	11.750	11.500	11.500

Fonte: consenso Bloomberg

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

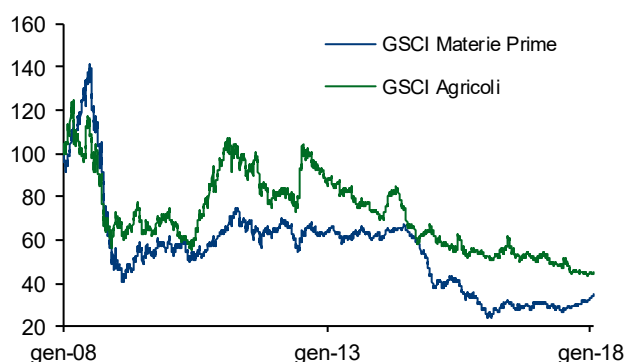
	Valore 25.01.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	7.138,0	7.200	7.200	7.100	7.125	7.000
Alluminio (\$)	2.241,0	2.200	2.100	2.100	2.150	2.150
Zinco (\$)	3.502,5	3.300	3.375	3.425	3.400	3.500
Nickel (\$)	13.685,0	12.500	13.000	13.500	13.250	14.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: auspicabile un rimbalzo dei prezzi dai minimi degli anni '70

Situazione sugli Agricoli rispetto al finale di 2017: permangono i minimi di metà anni '70. Con alle spalle il blando recupero dell'estate 2017, quando l'indice era salito sopra area 400-410, gli Agricoli consolidano ora in area 380, complici le continue revisioni rialziste sulle riserve di granaglie, che evidenziano un probabile surplus anche nel 2018. Non cambia, dunque, il nostro approccio di massima attenzione circa possibili recuperi dei prezzi, alla luce della conferma dei fondamentali del comparto: a) condizioni meteo che favoriranno ancora raccolti abbondanti; b) accumulo di riserve mondiali di cereali ai massimi. Tale situazione è descritta sia dalle stime FAO che dal WASDE, nei loro report di gennaio, con la produzione di cereali che consolida sui massimi di sempre. Lo scenario resta quindi caratterizzato da un deciso surplus mondiale di offerta, che esercita una forte pressione ribassista sui prezzi, come evidenziato dal calo del 12% registrato lo scorso anno. A ciò si aggiunge un rapporto scorte/consumi che non consente di erodere l'eccesso di offerta per le principali granaglie. Non variano pertanto i due temi chiave del comparto: 1) il grado di influenza delle condizioni meteorologiche sulla produzione agricola mondiale nel corso del 2018, con il possibile formarsi del fenomeno de "La Niña"; 2) le azioni speculative degli operatori finanziari, visto il ribasso delle quotazioni e la possibilità di un rimbalzo fisiologico.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



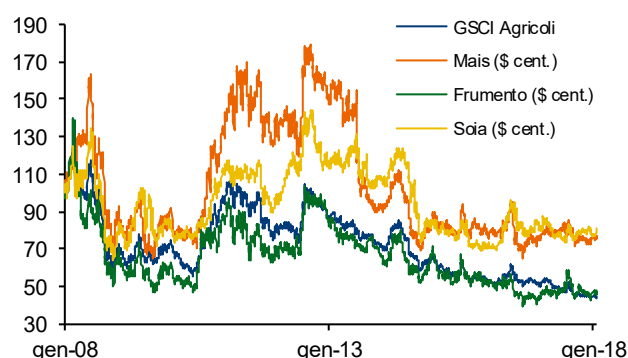
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.01.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.668,5	4,4	35,0	-46,7
GSCI Agricoli	381,0	0,4	-15,2	-49,2
Mais (\$ cent.)	355,3	1,3	-3,8	-50,7
Frumento (\$ cent.)	434,5	1,8	-10,4	-44,0
Soia (\$ cent.)	992,3	4,3	13,2	-31,1
Cotone (\$ cent.)	81,9	4,1	33,3	1,7
Zucchero (\$ cent.)	13,2	-12,7	-5,6	-28,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di gennaio.** Il 12 gennaio 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** dovrebbero attestarsi a 268,0 Mt nel 2017-18, da 268,4 Mt del mese scorso e da 252,7 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 757,0 Mt nel 2017-18 da 755,2 Mt del mese scorso e da 750,4 Mt del 2016-17. Il consumo globale è visto a 741,7 Mt nel 2017-18 da 742,1 Mt del mese scorso e rispetto ai 739,4 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è atteso al 36,1% nel 2017-18 dal 36,2% precedente e dal 34,2% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** sono previste a 206,6 Mt nel 2017-18 rispetto a 204,1 Mt dello scorso mese e contro 228,8 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 1.044,6 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.044,8 Mt dello scorso mese e a 1.076,0 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.066,7 Mt nel 2017-18 da 1.068,0 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.062,2 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 19,4% nel 2017-18 dal 19,1% precedente e dal 21,5% della stagione 2016-17. Le scorte finali di **soia** sono viste a 98,6 Mt nel 2017-18 da 98,3 Mt dello scorso mese e contro 96,5 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 348,6 Mt nel 2017-18, da 348,5 Mt del mese passato e 351,3 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 344,5 Mt nel 2017-18 da 344,7 Mt dello scorso mese e da 329,8 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a circa 28,6% nel 2017-18, contro il 28,5% precedente e dal 29,3% del 2016-17.

**Il quadro sugli Agricoli nel post WASDE di gennaio.** Il WASDE ha rivisto al rialzo, anche questo mese, le proiezioni sulle scorte USA al termine della stagione 2017-18. Il **frumento** vede confermato il deterioramento dei suoi fondamentali, con una crescita dell'output rivista al rialzo e una dinamica delle riserve finali e dei consumi che vede aumentare leggermente il surplus produttivo e diminuire il rapporto scorte/consumi al 36,1% contro il 36,2% del mese scorso. Questo quadro sostiene il consolidamento delle quotazioni in atto sui mercati. I dati WASDE relativi al **mais** mostrano una pausa nel percorso di

miglioramento dei fondamentali osservato negli ultimi mesi. Si conferma, infatti, seppur leggermente inferiore, il deficit atteso nella stagione 2017-18 e viene rivisto al rialzo il rapporto scorte/consumi a 19,4% dal 19,1%, previsto il mese scorso, pur sempre all'interno di un trend in discesa; un quadro che asseconda il consolidamento in atto sui prezzi. Sul fronte della **soia** si conferma l'outlook espresso a dicembre dal WASDE, con un surplus produttivo in linea con i livelli di dicembre ma in calo rispetto al 2016-2017; uno scenario che appare supportare la soia in questo inizio di 2018.

#### Performance di medio termine

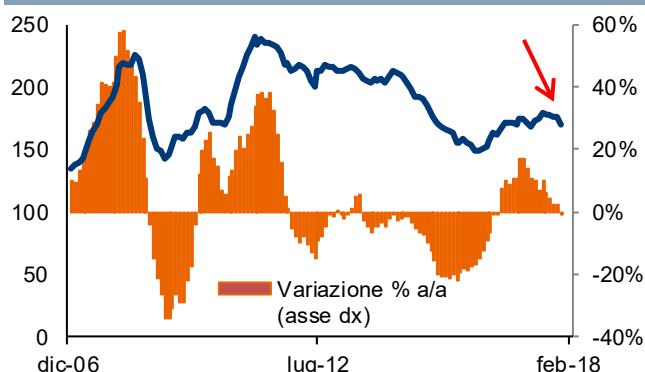
	25.01.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	381,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,4
Mais (\$ cent.)	355,3	1,4	-4,7	-2,3	1,3
Fruento (\$ cent.)	434,5	0,6	-9,1	1,8	1,8
Soia (\$ cent.)	992,3	2,2	0,4	-5,5	4,3
Cotone (\$)	81,9	20,1	18,6	10,4	4,1
Zucchero (\$ cent.)	13,2	-6,2	-7,0	-35,0	-12,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Indice FAO dei prezzi alimentari in calo a dicembre.** L'indice FAO dei prezzi alimentari scende a dicembre del 3,3% m/m (-0,28% a/a) e chiude il 2017 con un +8,2% rispetto al 2016. L'indice si è attestato a 169,8 punti contro una media nel corso del 2017 di 174,6, la più alta dal 2014. La flessione di dicembre è determinata in gran parte dal segno negativo degli oli vegetali (-5,6% m/m) e dei prodotti lattiero-caseari (-9,7% m/m). Nei primi, le ampie scorte di olio di palma in Malesia e Indonesia hanno avuto ripercussioni sull'intero sotto-indice. Anche l'indice dei prezzi dello zucchero ha registrato una contrazione a dicembre, con un calo del 4,1% m/m, in cui un ruolo chiave è stato giocato dai fattori stagionali e dalle aspettative di un notevole surplus nel 2018.

**L'indice FAO dei prezzi dei cereali resta poco mosso.** L'indice dei prezzi dei cereali FAO è rimasto sostanzialmente stabile per il terzo mese consecutivo, ha raggiunto in media 152,7 punti a dicembre, in lieve diminuzione rispetto a novembre, ma è aumentato del 7,4% rispetto a dicembre 2016. Ampi rifornimenti e vendite minori hanno contribuito a indebolire i prezzi del frumento. Tuttavia, i prezzi del mais si sono leggermente stabilizzati come riflesso delle preoccupazioni meteorologiche sul granturco in Argentina, controbilanciando il calo del frumento. I prezzi del riso sono ulteriormente aumentati, grazie al rialzo della domanda e agli apprezzamenti valutari in alcuni dei principali paesi esportatori. L'indice è salito del 3,2% nel 2017 rispetto al 2016, mentre risulta ancora inferiore del 37% al massimo registrato nel 2011.

#### FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Il 2018 rischia di caratterizzarsi dei medesimi fattori negativi che avevamo individuato nel 2017. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante, come confermato dalla stessa FAO, che indica nuovi record di produzione e scorte, consolidando l'attesa di debolezza futura delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, si frappone come un ostacolo allo stimolo rappresentato dalla domanda di etanolo, visto l'oggettivo rialzo delle quotazioni petrolifere, che dovrebbero consolidare a questi livelli anche in futuro. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo ma solo per via del livello minimo delle quotazioni, che potrebbe favorire un rimbalzo dei prezzi anche nella prima parte del 2018. Scenario che avrebbe maggiori probabilità di concretizzarsi qualora si verifici il fenomeno meteorologico de "La Niña". Nel 1° trimestre potremmo quindi registrare un minimo di volatilità positiva a supporto delle quotazioni senza escludere un recupero più strutturale per l'intero 2018.

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

	Valore 25.01.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Mais (\$ cent.)	355,3	360,0	370,0	375,0	377,6	390,0
Fruento (\$ cent.)	434,5	440,0	450,0	460,0	455,8	475,0
Soia (\$ cent.)	992,3	975,0	975,0	975,0	980,0	1.017,7
Cotone (\$)	81,9	74,2	69,9	68,0	68,5	74,0
Zucchero (\$ cent.)	13,2	14,6	15,0	15,0	14,9	15,3

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 25.01.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Mais (\$ cent.)	355,3	350	370	375	369	400
Fruento (\$ cent.)	434,5	440	450	450	450	475
Soia (\$ cent.)	992,3	960	970	970	970	1.000
Cotone (\$)	81,9	78,0	75,0	75,0	75,8	75,0
Zucchero (\$)	13,2	370	365	360	363	350

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 21.12.2017.

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

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

## Note Metodologiche

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

### Dati Macroeconomici

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

### Previsioni Comparto Energetico

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

## Previsioni Comparto Metalli

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

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

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

## Previsioni Comparto Agricolo

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

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

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

## Livelli tecnici

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

## Raccomandazioni

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

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

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/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 dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di

investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" 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 S.p.A. 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](http://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 in conformità della normativa applicabile.

## 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