

Mensile Materie Prime

Commodity alla vigilia di una nuova guerra commerciale?

Energia: outlook Positivo, aumenta la pressione rialzista su petrolio e metano

Il probabile prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera, almeno fino alla prima parte del 2025, terrà alto il prezzo del petrolio. Le tensioni geopolitiche e le incertezze sulle misure che adotterà Trump sui combustibili fossili sono gli altri elementi rialzisti. I timori di uno stop delle forniture dall'Ucraina, a causa del mancato rinnovo dell'accordo per il transito del gas russo in scadenza a dicembre, premeranno al rialzo sul gas fino a fine anno. A questo si somma l'anticipato abbassamento delle temperature che ha aumentato i consumi ed eroso le scorte europee.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, restano costanti le pressioni rialziste

Consolida il rialzo del comparto e in particolare dell'oro, poco distante dai recenti massimi storici, pur all'interno di un movimento che già dal mese scorso appare, oggettivamente, più rallentato. Il nuovo appezzamento del dollaro USA seguito all'elezione di Trump, un asset direttamente concorrente nel ventaglio dei cosiddetti beni rifugio, non ha ostacolato il rialzo dei Preziosi. Le quotazioni hanno corso molto e restano su livelli alti; di conseguenza la media delle previsioni sui prossimi trimestri, pur se robusta, indica un rallentamento e conferma l'outlook Neutrale.

Metalli industriali: outlook Neutrale confermato, prevale la cautela nel breve

Lo scenario di breve per il comparto dei Metalli si fa ancora più complicato dopo l'elezione del presidente Trump, al punto da annullare un certo ottimismo legato ai timidi segnali di ripresa provenienti dall'economia in Cina. Manteniamo un approccio prudente nell'immediato senza escludere che la pressione rialzista sui metalli possa continuare.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, finale d'anno di rincaro per gli alimenti

Il rincaro delle granaglie dell'ultimo mese conferma i timori sull'offerta di cereali per i prossimi mesi, rafforzando la prospettiva di un ulteriore recupero delle quotazioni come conseguenza dei possibili effetti negativi sia delle condizioni meteorologiche che dei rischi geopolitici. Il nostro giudizio sul comparto agricolo resta, nel suo insieme, Moderatamente Positivo, con stime in rialzo per le granaglie e di consolidamento, sempre su livelli alti, per le soft commodity.

Soft Commodity:

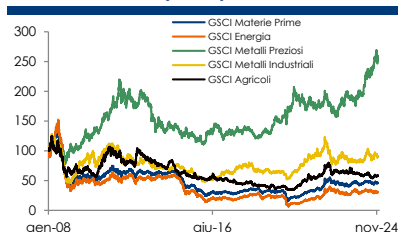
- Cotone:** il WASDE di novembre abbassa le stime su tutti i fondamentali del cotone.
- Zucchero:** i dati sui raccolti e il rincaro del petrolio sosterranno lo zucchero solo nel breve.
- Caffè:** le avverse condizioni meteo minacciano i raccolti e rischiano di rincarare i prezzi.
- Cacao:** prezzi in rialzo sul probabile aumento stagionale dei consumi, dovuti alle festività.

Performance degli indici commodity

	Valore 26.11.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.560,3	6,4	3,2	43,1
GSCI Energia	608,5	5,0	-0,2	27,8
GSCI Met. Preziosi	2.927,7	26,4	47,2	71,0
GSCI Met. Industriali	1.693,7	5,8	6,1	41,6
GSCI Prod. Agricoli	499,1	-2,7	-8,7	51,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 26.11.2024

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

27 novembre 2024 - 14:19 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

27 novembre 2024 - 14:25 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Nov.	Ott.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas naturale	=	+
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	=
Alluminio	=	=
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	+	+
Frumento	+	+
Soia	+	+
Cotone	=	=
Zucchero	=	=
Caffè Arabica	-	+
Caffè Robusta	+	+
Cacao	=	+

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

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	-4,0	-10,7
Brent	-5,5	-10,3
Gas Naturale	36,5	-43,8
Gasolio	-8,1	-18,5
Oro	26,5	-0,7
Argento	26,2	-7,7
Rame	5,2	-12,1
Alluminio	9,6	2,2
Zinco	16,7	-44,7
Nickel	-3,7	-9,3
Mais	-10,9	-20,7
Frumento	-14,1	-14,9
Soia	-24,0	2,7
Cacao	115,3	-4,1
Zucchero	4,8	12,6
Caffè Arabica	65,8	63,0

Fonte: Bloomberg, dati 26.11.2024

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.11.2024 (salvo diversa indicazione).

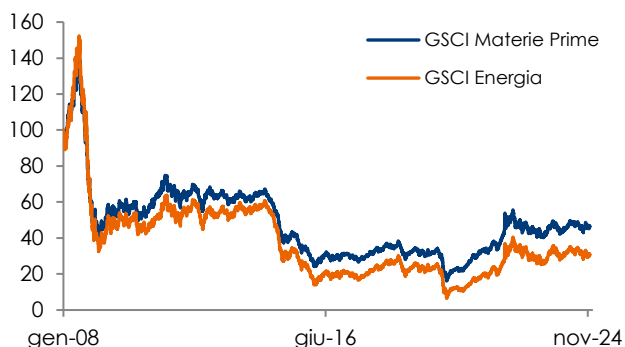
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: finale d'anno al rialzo per petrolio e gas naturale

Le tensioni geopolitiche, l'attesa per l'insediamento di Trump, il probabile prosieguo della contrazione dell'offerta dei produttori di petrolio e il rincaro del gas sono gli elementi chiave di uno scenario di rallentamento economico che rischia di ridurre la domanda di tutte le Commodity. Ci attende un finale d'anno all'insegna dell'incertezza. Il rallentamento economico

di tutte le grandi economie alimenta i timori di una debole domanda di commodity mentre sono le tensioni geopolitiche e l'attesa per le scelte di politica economica che vorrà realmente implementare il presidente Trump a tenere alta la pressione sulle materie prime. Le crescenti tensioni fra Russia e Ucraina hanno aumentato la pressione su petrolio e gas naturale, situazione che rischia di aggravarsi in questo finale d'anno, in un momento già critico per il sistema europeo degli approvvigionamenti energetici. I timori di uno stop anticipato alle forniture di gas russo, attraverso il metanodotto che passa per l'Ucraina, stanno facendo impennare i prezzi del metano. Il contratto di transito è in scadenza a fine anno, ma Gazprom potrebbe interrompere anticipatamente i flussi, infastidita dalle pressioni legali in arrivo dall'Austria, un paese che, insieme a Ungheria, Polonia e Slovacchia, è fra i più dipendenti da quegli approvvigionamenti. Situazione resa ancora più critica dalle recenti previsioni meteorologiche che indicherebbero un inverno mediamente più rigido proprio per l'Europa continentale, rischiando di aumentare i consumi ed erodere velocemente le riserve. Per quanto riguarda invece l'attesa per l'insediamento di Trump, la sua seconda amministrazione potrebbe avere un impatto politico più profondo, ma avere conseguenze in realtà più sfumate sui mercati, che hanno una maggior consapevolezza di cosa aspettarsi e hanno già scontato una parte delle promesse espresse durante la sua campagna elettorale. Rispetto al suo precedente mandato il contesto generale ha già una connotazione più prossima alla sua retorica politica: le tensioni con la Cina sono già elevate; le aziende statunitensi beneficiano già di un forte grado di protezionismo (tariffe e misure non tariffarie per limitare le importazioni sono state introdotte anche dalla precedente amministrazione Biden), ridotti costi energetici, basse aliquote fiscali; il rallentamento della transizione energetica è oggettivamente già in atto ed eventuali scelte sfavorevoli (che però escludiamo) non incideranno più di tanto su di un processo già a rilento. Infine, in un contesto di generale rallentamento economico, resta forte la delusione per l'asfittico ciclo economico in Cina e per l'inefficacia dei molteplici pacchetti di stimolo annunciati da Governo e banca centrale, con quest'ultima che si conferma come l'unico soggetto concretamente impegnato a sostenere il sistema del primo utilizzatore al mondo di commodity. Pensiamo quindi che questo finale d'anno, oltre ad essere carico di incertezze, vedrà consolidarsi alcune dinamiche. La frenata del settore manifatturiero, sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti, difficilmente potrà supportare il rialzo dei metalli industriali nel breve, lasciando però intatte le previsioni di un recupero a medio-lungo termine. L'avvio di un ciclo generalizzato di politiche monetarie espansive (al netto della prudenza della Fed dopo l'esito delle elezioni americane) e l'aumento delle tensioni geopolitiche continueranno a spingere al rialzo i metalli preziosi come investimento difensivo, intercettando l'avversione al rischio degli investitori. Le tensioni in Medio Oriente continuano a rendere insicuri i trasporti dei prodotti agricoli da e per il Sud Est Asiatico che percorrono la rotta del Mar Rosso. Le minacce in termini di politica estera di Trump sembrano avere come principale obiettivo proprio l'Iran, un altro elemento che terrà alta la pressione sulle soft commodity che transitano via nave per quell'area. In aggiunta, la rinnovata cautela con cui la Federal Reserve ridurrà i tassi, timorosa che le strategie di politica economica del neopresidente eletto possano surriscaldare la dinamica dei prezzi, sta alimentando il forte apprezzamento del dollaro americano. Il biglietto verde funge non solo da bene rifugio per gli investitori avversi al rischio ma è anche la moneta che esprime tutti i contratti finanziari delle principali commodity; il suo rincaro diventa quindi un ostacolo all'acquisto dei prodotti sottostanti. Infine, il recupero del petrolio è alimentato non solo dalle tensioni nell'area mediorientale ma anche dalle attese per le scelte strategiche dei produttori OPEC+ che, il 1° dicembre, si riuniranno per decidere se mantenere i tagli volontari all'offerta (formalmente in scadenza a fine anno) anche per una parte o per l'intero 2025.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.11.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.560,3	6,4	3,2	43,1
GSCI Energia	608,5	5,0	-0,2	27,8
WTI (\$)	68,8	-4,0	-9,8	18,3
Brent (\$)	72,8	-5,5	-12,9	13,7
Gas Naturale (\$)	3,4	36,5	-51,2	37,2

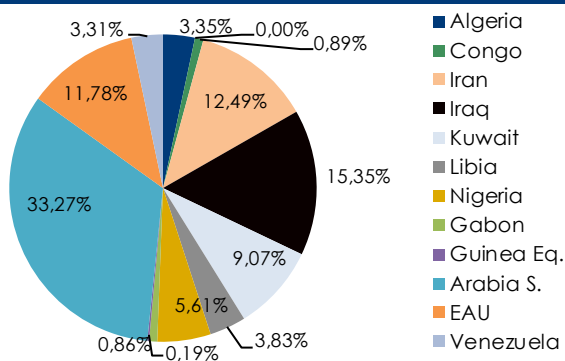
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I membri dell'OPEC+ dovranno decidere se ritardare l'aumento della produzione per una parte del 2025 o per l'intero anno, nella riunione prevista a dicembre.

L'OPEC+ ha esteso i tagli volontari anche al mese di dicembre, ritardando l'aumento dell'offerta almeno fino a fine anno, una comunicazione formale avvenuta a inizio novembre ma che di fatto ha solo dato seguito a quello che il mercato scontava già da tempo. L'incontro del 1° dicembre resta l'evento chiave; in quella occasione i produttori decideranno se proseguire anche nel 2025 oppure incrementare la produzione a disposizione del mercato. Il piano per riportare gradualmente sul mercato i 2,2 milioni di barili al giorno di tagli volontari (non vincolanti, ma sostanzialmente rispettati) effettuati da solo otto membri dell'alleanza OPEC+ (Algeria, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Oman, Russia, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti) resta quindi in sospeso. Il JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee) è previsto sempre il 1° dicembre: il parere dei tecnici dei membri dell'OPEC+ precederà la riunione dei Ministri del petrolio dei singoli paesi, mentre non è ancora chiaro se questi raggiungeranno fisicamente la sede di Vienna o preferiranno collegarsi virtualmente. Pensiamo che l'OPEC+ avrà poco margine di manovra: sarebbe rischioso aumentare la produzione proprio mentre si prevede una debole domanda, ma allo stesso tempo sarebbe difficile intensificare i tagli all'offerta perché alcuni membri vorrebbero commercializzare un maggior volume di prodotto, in vista di una probabile contrazione dei consumi. L'OPEC+ aveva pianificato di ridurre gradualmente i tagli alla produzione con progressivi aumenti a partire dalla fine del 2024 e poi nel 2025, ma il rallentamento della domanda cinese e globale e un aumento della produzione al di fuori del gruppo hanno impedito di dar seguito al piano. La contrazione della produzione è così durata più a lungo di quanto previsto. Il gruppo ha tagliato circa 5,86 milioni di barili al giorno (aggregazione fra i tagli concordati e quelli volontari), ovvero circa il 5,7% della domanda globale, in una serie di misure varate dal 2022 e volte a sostenere il mercato che, al netto dei massimi degli scorsi anni, nel 2024 ha visto i prezzi del petrolio rimanere per lo più nell'intervallo di 70-80 dollari al barile. Anche la paventata scarsa conformità con gli obiettivi di produzione, da parte di alcuni paesi, sembra in realtà una questione superata. Alcuni membri, tra cui l'Iraq, hanno ridotto la produzione negli ultimi mesi, compensando i mancati tagli, migliorando il rispetto delle quote, e questo potrebbe dare al gruppo un po' di spazio per un piccolo aumento coordinato dell'offerta, a patto che la domanda non continui a dare segnali di debolezza. Molti membri dell'OPEC, specie i più piccoli e non di certo l'Arabia Saudita, hanno bisogno di un prezzo del petrolio superiore ai 60 dollari per far quadrare i loro bilanci. Questo crea la paradossale situazione per cui proprio i produttori minori, che spingono per poter vendere una maggior quota di greggio, sarebbero quelli maggiormente penalizzati dal calo di prezzo generato da un aumento dell'offerta disponibile. A nostro avviso, è probabile che l'OPEC+ possa decidere di estendere i tagli volontari solo alla prima parte del 2025, ad esempio per un solo trimestre, e valutare i livelli di consumo di petrolio espressi dal ciclo economico globale e dalla Cina, in particolare, dopo la sosta per le festività del Capodanno Lunare (10 febbraio).

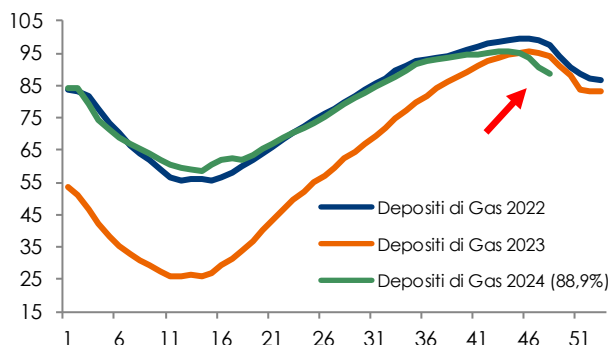
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di novembre, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha ridotto la stima del consumo per il 2024: +1,82 milioni di barili da +1,93 milioni di barili al giorno di ottobre. In aggregato, la domanda è ora stimata a 104,02 milioni di barili al giorno rispetto ai 104,14 milioni previsti a settembre. Per il 2025: +1,54 milioni di barili al giorno dai +1,64 milioni di settembre (105,56 milioni di barili al giorno dai 105,78 milioni precedenti). Come accaduto anche nei mesi scorsi, i produttori esprimono preoccupazione per i consumi in Cina, la cui economia vive una fase di stagnazione che incide sulla domanda di combustibili globale. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di ottobre (**OMR**), ha rivisto leggermente al rialzo la domanda di petrolio per il 2024: 920.000 barili al giorno (da 900.000) per un ammontare di 102,8 milioni (stabile). Immutate le stime sui consumi 2025: +1 milione di barili al giorno per un totale di 103,8 milioni. L'offerta giornaliera di petrolio, nel suo complesso, è aumentata di 290.000 barili al giorno a ottobre (dopo il calo di 640.000 barili registrato a settembre), attestandosi a 102,9 milioni di barili (102,8 mln a settembre). Il ritorno della produzione libica sul mercato ha più che compensato le minori forniture kazake e iraniane. L'OPEC+ ha esteso i tagli volontari alla produzione anche al mese di dicembre, proseguendo con la strategia di contrazione dell'offerta, mentre i produttori non-OPEC+, secondo l'agenzia, aumenteranno l'offerta di circa 1,5 milioni di barili al giorno, sia nel 2024 che probabilmente anche nel 2025. Infine, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di novembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stata alzata la stima del consumo di petrolio per il 2024 a 103,13 milioni di barili (da 103,06 milioni) e confermata quella per il 2025 a 104,35 milioni (da circa 104,4 milioni). Nonostante il calo dei prezzi del petrolio a fine ottobre, l'EIA prevede che i rischi geopolitici e i tagli dell'OPEC+ probabilmente faranno aumentare i prezzi del petrolio, ma entro il 2° trimestre del 2025 gli aumenti della produzione dell'OPEC+ e la crescita dell'offerta da parte dei paesi non-OPEC+ supereranno la crescita della domanda e manderanno in surplus il mercato petrolifero. L'EIA stima che le scorte globali di petrolio aumenteranno in media di 400.000 barili al giorno nel 2° trimestre del 2025 e poi addirittura di 600.000 barili al giorno a partire dalla seconda metà del 2025, con la probabile conseguenza di premere al ribasso sui prezzi del greggio.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.10.2024

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

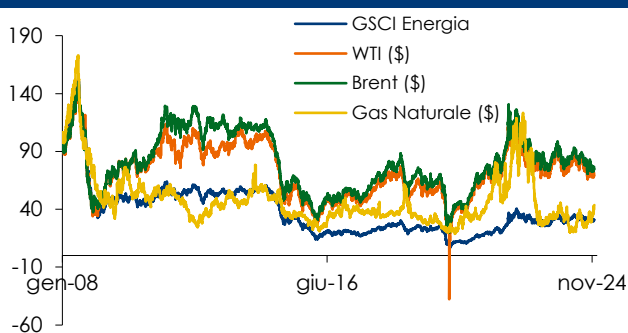


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 22.11.2024

Deciso rincaro per il gas europeo, pesano l'incertezza sulle forniture via Ucraina e l'aumento delle tensioni geopolitiche. Il TTF, il principale contratto finanziario sul gas europeo e quotato alla borsa di Amsterdam, ha lambito la soglia dei 50 euro per megawattora (nuovo massimo annuale) negli scorsi giorni, più che raddoppiando il proprio valore dai minimi dello scorso febbraio (circa 23-24 euro). Se da un lato l'attuale rincaro non può essere paragonato agli oltre 300 euro toccati a metà del 2022, nel pieno della crisi energetica dopo il distacco dalle forniture dalla Russia, è pur vero che i prezzi attuali sono superiori di almeno tre volte la media del decennio 2010-20. Se all'inizio dell'attuale anno fermico le scorte di metano europee sfioravano il 98% della capienza massima disponibile, sono bastati una decina di giorni di temperature al di sotto della media

invernale per far scendere le riserve sotto il 90%. In aggiunta, le recenti tensioni fra Russia e Ucraina smorzano qualsiasi ipotesi di rinnovo del transito del gas russo per il metanodotto ucraino, in scadenza a fine dicembre, rendendo concreto lo scenario di uno stop dei flussi, in particolare per Austria, Ungheria, Polonia e Slovacchia fra i paesi più dipendenti da quegli approvvigionamenti. Il gas russo entra ancora in Europa attraverso tre rotte principali. Le prime due sono gasdotti: uno attraversa l'Ucraina fino alla Slovacchia; uno viaggia attraverso la Turchia fino alla Bulgaria. La terza modalità è il trasporto sotto forma di gas liquefatto, via nave. L'Europa centrale è, ancora oggi, l'area che maggiormente beneficia di questi flussi. In aggiunta, la decisione statunitense di sanzionare anche Gazprombank, l'ultima istituzione finanziaria russa a non essere stata ancora colpita, con l'obiettivo di frenare gli introiti sulla vendita di gas, rischia di penalizzare ulteriormente il sistema energetico europeo. Circostanza che arriva proprio alla vigilia di una stagione invernale che è prevista essere più fredda delle ultime due e che ha già registrato picchi di consumi e conseguente ricorso alle scorte per fronteggiare l'imprevista richiesta di prodotto per il riscaldamento degli ambienti. Lo scenario sul gas si fa quindi decisamente più complicato rispetto al mese scorso. Non escludiamo che nelle prossime settimane il TTF possa scambiare in area 45-65 euro per megawattora, non solo per i timori relativi al transito dall'Ucraina e alle attese di maggiori consumi dovuti a un inverno mediamente più rigido, ma anche per lo scarso contributo dell'idroelettrico e delle rinnovabili nella generazione di energia elettrica e per le tensioni che stanno irrigidendo il mercato del GNL (gas naturale liquefatto). Nel 1° semestre dell'anno prossimo, i prezzi potrebbero tornare in un intervallo di 30-45 euro se la domanda si mantenesse debole, se i flussi di gas dal metanodotto ucraino (stazione di pompaggio di Sudzha) restassero stabili, e se l'atteso incremento di approvvigionamenti di gas liquefatto non subisse ulteriori ritardi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.11.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	608,5	-3,9	-4,2	4,0	5,0
WTI (\$)	68,8	-9,0	-11,5	-8,1	-4,0
Brent (\$)	72,8	-8,5	-12,4	-9,0	-5,5
Gas Naturale (\$)	3,4	80,2	36,2	22,8	36,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo: il probabile prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera, almeno fino alla prima parte del 2025, terrà alto il petrolio; i timori di uno stop delle forniture dall'Ucraina premeranno al rialzo sul gas fino a fine anno. Ci attendiamo quotazioni petrolifere su livelli alti in questo finale di 2024, complici le tensioni geopolitiche, le incertezze sulle misure che adotterà la nuova amministrazione Trump sui combustibili fossili e il probabile prolungamento della strategia di contenimento dell'offerta da parte dei produttori OPEC+. Le attenzioni si concentrano sul 1° dicembre; in quella data, i membri della coalizione OPEC+ potrebbero decidere di prolungare i tagli volontari anche alla prima parte del prossimo anno, al fine di mantenere i prezzi del greggio su livelli alti, in vista del possibile calo dei consumi. In definitiva, la debole domanda globale e il rallentamento economico in Cina restano gli elementi di maggior timore per la richiesta di commodity, in particolare di petrolio. Nonostante in prospettiva, l'offerta appaia comunque destinata ad aumentare, non solo nei paesi produttori non-OPEC ma anche nei paesi OPEC+ che vorrebbero eliminare gradualmente parte dei tagli alla produzione, l'ipotesi di un mercato mondiale in marginale surplus (o vicino a un livello di equilibrio) nella seconda metà del 2025 resta valida. Quello che però appare evidente è che il contenimento dei prezzi sarà comunque limitato: la strategia di riduzione della produzione e le tensioni geopolitiche, almeno nel breve,

sosterranno ancora le quotazioni petrolifere, confermando il nostro outlook Positivo. La precoce erosione delle scorte alla vigilia della stagione invernale 2024-2025 in Europa sta alimentando il forte rincaro del metano. Ai timori legati agli impatti del mancato rinnovo dell'accordo per il passaggio del gas russo attraverso l'Ucraina, in scadenza a dicembre, si è sommato un abbassamento delle temperature anticipato che ha inaspettatamente aumentato i consumi per il riscaldamento degli ambienti, esercitando una forte pressione al rialzo sul gas europeo. Una situazione che se dovesse prolungarsi per tutto l'anno termico rischierebbe di mettere in seria difficoltà il sistema europeo degli approvvigionamenti. Il forte movimento di rialzo dei prezzi e l'incertezza che domina questo finale d'anno consigliano una revisione delle nostre previsioni per il gas lungo tutto l'arco temporale in esame.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	26.11.24	2024	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	68,8	72,4	72,5	73,2	70,0	70,0
Brent (\$)	72,8	75,9	75,2	76,3	74,0	74,0
Gas Naturale (\$)	3,4	2,8	3,1	3,0	3,6	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

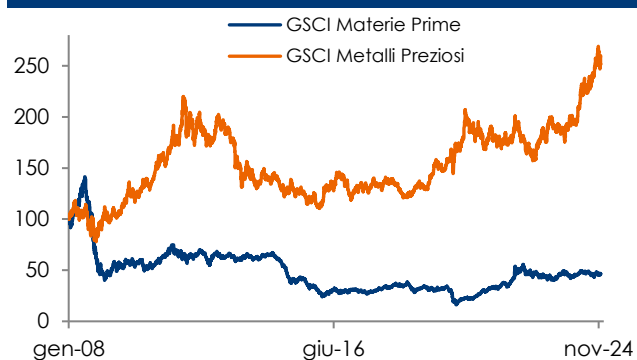
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	26.11.24	2024	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	68,8	76,0	75,0	74,0	74,0	73,0
Brent (\$)	72,8	80,0	79,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	3,4	3,0	3,5	3,2	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	46,3	-	-	-	-	-

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: sostenuti dall'avversione al rischio fino a fine anno

L'avversione al rischio degli investitori, alimentata sia dalle tensioni geopolitiche che dall'incertezza sul possibile impatto inflattivo delle politiche di Trump, bilancia la cautela della Fed nel suo percorso di riduzione dei tassi di interesse. Al netto della volatilità seguita alla vittoria di Trump alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, i temi restano sostanzialmente immutati sui Preziosi che consolidano i rialzi, sostenuti da un insieme di fattori fondamentali. L'aumento delle tensioni geopolitiche, la debolezza del ciclo globale e i dubbi sui possibili impatti inflattivi delle scelte di Trump in materia economica sembrano bilanciare la prudenza della Fed nell'abbassare il costo del denaro. Un quadro che pur con sfumature leggermente differenti continua a risultare supportivo per i Preziosi, intesi come investimento difensivo e in grado di intercettare l'avversione al rischio degli investitori. L'elemento nuovo che ostacola questa prospettiva è il prepotente ritorno di forza del dollaro americano, come immediata conseguenza della cautela espressa dalla Federal Reserve all'indomani della vittoria di Trump. Le aspettative di taglio dei tassi Fed per dicembre si sono ridotte. Il timore del governatore Powell è che una politica commerciale eccessivamente protezionistica rincarì il costo dei beni importati tornando a surriscaldare i prezzi. Parimenti, una politica fiscale troppo espansiva potrebbe portare in sofferenza il bilancio federale. Entrambi gli elementi giustificano un certo attendismo, almeno a parole, di molti membri del board della Fed e dello stesso Powell. L'appeal del biglietto verde come bene rifugio non ha però impedito all'oro di restare su livelli molto alti e poco distanti dai recenti massimi (nonostante la correlazione, storicamente inversa, tra oro e dollaro americano). In conclusione, le novità di scenario delle ultime settimane non hanno fatto altro che amplificare il clima di generale incertezza economica e tensione geopolitica, alimentando la pressione sul comparto e rafforzando il nostro outlook Neutrale. Consolidano i metalli con usi più industriali: i dati sul reale impiego di questi materiali per auto elettriche, pannelli solari ed elettronica tratteggiano una fase di fortissima stagnazione. Una diretta conseguenza dell'evidente frenata di tutte le politiche ecologiche, a causa della crisi economica. Un quadro che però non nega la prospettiva che, nel lungo termine, un'offerta insufficiente a causa del deficit di investimenti (estrattivi, siderurgici, commerciali) possa essere il principale elemento di tensione rialzista, quando la richiesta esercitata dalla svolta "green" si farà più concreta.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.11.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.560,3	6,4	3,2	43,1
GSCI Met. preziosi	2.927,7	26,4	47,2	71,0
Oro (\$)	2.625,0	26,5	49,6	80,3
Argento (\$)	30,5	26,2	40,1	79,2
Platino (\$)	928,6	-6,4	-5,6	3,8
Palladio (\$)	989,3	-10,1	-46,5	-46,0

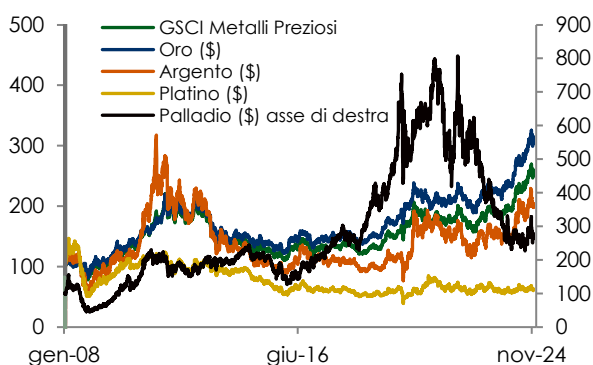
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consolida la pressione rialzista sui Preziosi: l'oro è lontano dai recenti massimi ma contende al dollaro USA il ruolo di bene rifugio, all'interno di una dinamica rialzista più contenuta.

Consolidano le quotazioni dei metalli preziosi, favoriti dalla pressione generata dalle rinnovate tensioni geopolitiche e dalla conseguente avversione al rischio, a cui si sommano le incertezze legate alle future scelte economiche, commerciali e di politica estera del neopresidente Trump. Proprio quest'ultimo elemento ha modificato parzialmente lo scenario di riduzione dei tassi di interesse, in particolare negli Stati Uniti, alimentando il deciso apprezzamento del dollaro. Un quadro quindi parzialmente diverso ma che non sembra far mancare il suo supporto all'oro, spinto sia dalla ricerca di asset difensivi da parte degli investitori avversi al rischio, in concorrenza proprio col biglietto verde, ma anche grazie alla rinnovata domanda delle banche centrali come riserva strategica e anche come diversificazione rispetto proprio alla valuta statunitense.

Resta quindi immutata la nostra previsione: pensiamo che l'oro possa restare stabilmente vicino ai propri massimi storici, magari rinnovandoli marginalmente, grazie al modificato insieme di fattori di supporto che caratterizzano lo scenario attuale, per poi probabilmente rallentare nella prima parte del 2025. La dinamica dell'**argento** prosegue la sua correlazione con quella dell'oro, rafforzando lo storico legame fra i due metalli, intercettando, in maniera minore, l'avversione al rischio degli investitori. L'argento probabilmente continuerà a beneficiare del movimento dell'oro, senza però registrare i record del metallo giallo ma limitandosi a consolidare fra i 30 e i 35 dollari l'oncia. Meno vigorose le performance di **platino** e **palladio**, nelle ultime settimane, che hanno scarsamente beneficiato dell'effetto trainante esercitato dall'oro, in un contesto di rallentamento macroeconomico che però ha gravato in particolare sui risultati del comparto automobilistico, soprattutto quello elettrico, il settore che maggiormente utilizza questi metalli. Di conseguenza, nel breve, manteniamo una visione di marginale consolidamento per entrambi i metalli, traslando l'intensificarsi delle pressioni rialziste nel 2025 e 2026, quando l'attesa riaccelerazione dell'economia porterà con sé nuovi investimenti in infrastrutture legati alla transizione energetica e la conseguente domanda di questi materiali, in un mercato fisico dall'offerta comunque scarsa.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.11.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.927,7	3,7	10,8	28,7	26,4
Oro (\$)	2.625,0	4,4	11,5	30,6	26,5
Argento (\$)	30,5	1,7	-4,3	23,6	26,2
Platino (\$)	928,6	-3,2	-12,0	1,0	-6,4
Palladio (\$)	989,3	1,7	-0,5	-6,9	-10,1

Fonte: Bloomberg, elaborazio e ni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: i mutati elementi di criticità presenti nello scenario globale continueranno a sostenere le quotazioni dei Preziosi. Consolida il rialzo del comparto e in particolare dell'oro, poco distante dai recenti nuovi massimi storici, pur all'interno di un movimento che già dal mese scorso appariva, oggettivamente, più rallentato. Oro e argento restano legati, rafforzando la correlazione della loro dinamica anche in questa fase di consolidamento su livelli alti. Il nuovo apprezzamento del dollaro USA seguito all'elezione di Trump, un asset direttamente concorrente nel ventaglio dei cosiddetti beni rifugio, non ha impedito a una cospicua parte dei flussi di investimento difensivi di scaricarsi sui Preziosi. Una dinamica che pensiamo possa continuare almeno nel breve termine, pur mostrando qualche segnale di fisiologica frenata. Per tali motivi ribadiamo come sia 3.000 dollari l'oncia il massimo punto di arrivo del movimento rialzista dell'oro. Le quotazioni hanno oggettivamente corso molto e restano su livelli molto alti; di conseguenza la media delle previsioni sui prossimi trimestri, pur se robusta, esprime proprio quel rallentamento che sta emergendo, confermando il nostro outlook a Neutrale. Come già anticipato lo scorso mese e puntualmente verificato, questo non esclude che ogni possibile storno dei prezzi possa trasformarsi in una buona occasione di ingresso per gli investitori di lungo periodo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	26.11.24	2024	2025	2025	2025	2026
Oro (\$)	2.625,0	2.600,0	2.650,0	2.650,0	2.400,0	2.400,0
Argento (\$)	30,5	30,6	31,0	30,9	28,5	28,5
Platino (\$)	928,6	1.000,0	1.036,2	1.050,0	1.175,0	1.175,0
Palladio (\$)	989,3	1.000,0	1.040,0	1.060,0	1.047,0	1.047,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	26.11.24	2024	2025	2025	2025	2026
Oro (\$)	2.625,0	2.595	2.500	2.480	2.490	2.600
Argento (\$)	30,5	31,0	32,0	31,0	31,5	33,0
Platino (\$)	928,6	985	1.000	1.050	1.075	1.200
Palladio (\$)	989,3	1.045	1.020	1.070	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: timidi segnali dalla Cina che attende i dazi di Trump

I timidi segnali di efficacia delle misure di stimolo introdotte dalla Cina si infrangono contro i timori per l'imminente guerra commerciale con gli Stati Uniti. Un quadro che amplia l'incertezza sui Metalli industriali.

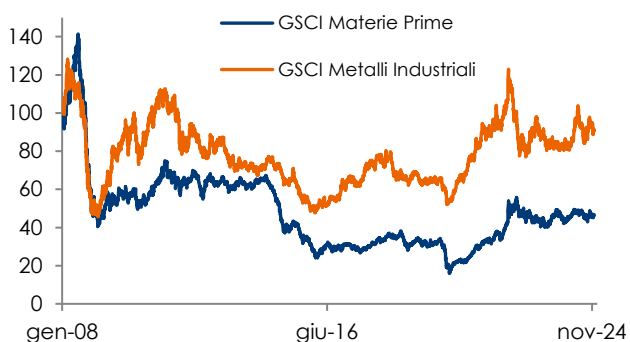
Lo scenario futuro si fa decisamente più incerto restando però legato alle sorti della Cina, non solo per la domanda di metalli che sarà in grado di esprimere il suo ciclo economico ma anche per come fronteggerà le possibili tariffazioni che il nuovo Governo americano potrebbe introdurre. I timidi segnali di ripresa provenienti dall'economia cinese sembrano testimoniare che una parte degli stimoli varati negli scorsi mesi sembra dare i primi risultati, seppure appaia prematuro sancire l'efficacia delle misure adottate. Questo leggero miglioramento del sentiment in Cina si infrange però contro la prospettiva di una nuova guerra commerciale con gli Stati Uniti. Trump, infatti, ha promesso di imporre dazi del 60% su tutti i beni importati dalla Cina, irritando Pechino che, all'indomani della vittoria, ha immediatamente inasprito tutta una serie di normative commerciali riguardanti prodotti molto sensibili. Nei giorni scorsi il Ministero del Commercio cinese ha fornito i dettagli sulle nuove restrizioni all'esportazione di beni e tecnologie "a uso duale", cioè applicabili sia in contesto civile che militare. Nell'elenco dei prodotti soggetti a queste limitazioni, in vigore dal 1° dicembre, ci sono anche materie prime e metalli molto fondamentali in tutto il processo manifatturiero dell'elettronica, come il tungsteno, la grafite, il magnesio e moltissime tipologie di leghe di alluminio. I materiali elencati non sono presenti solo nei dispositivi elettronici, ma le loro applicazioni sono molteplici, dalla costruzione di armi e veicoli per la difesa, all'aviazione e a tutto il comparto aerospazio. In realtà, già da tempo Pechino ha inasprito i controlli sulle esportazioni di minerali critici e delle cosiddette "terre rare" in risposta alle restrizioni statunitensi sul commercio di semiconduttori avanzati e macchinari per l'assemblaggio dei chip. Preoccupa anche un altro aspetto di queste prime schermaglie. La Cina si è impegnata ad annullare il rimborso fiscale del 13% sulle esportazioni di alluminio e rame e anche a tagliare gli aiuti per batterie e pannelli solari. Anche questa tipologia di modifiche fiscali entrerà in vigore il 1° dicembre. Questi sussidi avevano contribuito a sostenere le massicce esportazioni cinesi negli scorsi anni, alimentando però anche una significativa sovracapacità. Ora, il Governo cinese ha rivisto le sue priorità e intende invece ridurre la propria capacità in eccesso nel medio-lungo termine. La coincidenza temporale nell'introduzione di queste modifiche, però, è stata percepita anche come un altro avvertimento alla nuova amministrazione Trump, confermando come anche la Cina sia pronta a rispondere con un approccio più protezionistico su tutto il comparto dei metalli e non solo su quelli con impieghi sensibili. Se lo scenario di breve è dominato dall'incertezza derivante dall'esito dello scontro commerciale, nel lungo periodo non cambiano i temi chiave per i metalli. Il calo del costo del denaro, benché iniziato in tutte le grandi economie, resta ancora decisamente troppo contenuto per stimolare nuovi investimenti e riavviare il comparto minerario e di conseguenza generare nuove forniture. Un quadro che rischia di rendere strutturale la mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri), che è l'elemento di criticità su cui si basa il nostro scenario di cauto ottimismo sul futuro rialzo delle quotazioni dei metalli.

Cina: timidi segnali di ripresa grazie alle misure adottate ma all'orizzonte potrebbe esserci una nuova guerra commerciale con gli Stati Uniti.

La delusione per la scarsa efficacia degli aiuti governativi resta l'elemento di massima criticità nella valutazione dell'apporto che potrà dare la domanda cinese alla ripresa dei prezzi dei metalli industriali. Il PIL del 3° trimestre ha registrato una variazione di +4,6% a/a (dal +4,7% precedente), portando la crescita dei primi 9 mesi a +4,8%, ovvero sul limite inferiore del target annuale di sviluppo fissato dal Governo. La convinzione del mercato è che difficilmente quest'anno verrà centrato il target del 5%, anche se qualche segnale di efficacia delle misure di sostegno alla crescita e ai consumi sembra emergere dai recenti dati. Per il 2025 è molto probabile che Pechino possa confermare lo stesso obiettivo di sviluppo di quest'anno, dando la sensazione di un traguardo modesto, prudente, viste le condizioni economiche circostanti. Le vendite al dettaglio sono aumentate del 4,8% a/a ad ottobre (la variazione positiva più ampia da febbraio), in accelerazione rispetto all'aumento del 3,2% del mese precedente e superando il consenso del mercato. Gli elementi che hanno spinto i consumi vanno ricercati nella settimana di vacanza che ha favorito le spese personali, nel recente festival dello shopping introdotto proprio per stimolare gli acquisti attraverso una forte scontistica e una serie di misure di sostegno ai consumi al dettaglio che sono state adottate a

fine settembre. Sul fronte commerciale, in attesa delle possibili tariffazioni che vorrà adottare Trump nei confronti dei beni cinesi, la dinamica delle esportazioni (+12,7% a/a) ha accelerato più delle attese. Le importazioni, al contrario, si sono contratte (-2,3% a/a). È evidente che l'incertezza relativa all'introduzione di ulteriori dazi da parte degli Stati Uniti impatterà negativamente sulle esportazioni verosimilmente a partire dal 2° trimestre del 2025, ma nel breve sembra aver stimolato un preventivo anticipo degli ordini, generando così un effetto positivo. Le misure a sostegno del mercato immobiliare varate tra settembre e ottobre e il pacchetto fiscale che elimina una serie di restrizioni su molti prodotti (fra cui anche i metalli) dovrebbero contribuire a spingere proprio il comparto dei metalli nei prossimi trimestri. Le armi cinesi per contrastare i possibili effetti negativi della nuova guerra commerciale saranno probabilmente una stretta sulle esportazioni di materie prime strategiche come grafite, tungsteno e magnesio, la minaccia di una massiccia vendita di titoli del Tesoro USA (la Cina è il maggior detentore di Treasury al mondo) e la ormai consueta svalutazione dello yuan. Meno efficace è apparso invece il programma governativo pluriennale di rifinanziamento del debito periferico (SWAP) con l'emissione di nuove obbligazioni per l'ammontare di 6.000 miliardi di yuan (839 miliardi di dollari), annunciato lo scorso 8 novembre. L'obiettivo rimane quello di ridurre l'ammontare totale delle sofferenze debitorie, a livello locale, per la fine del 2028, come affermato dal Ministro delle Finanze cinese Lan Fo'an che ha ribadito in occasione dell'annuncio dell'emissione che il Governo cinese ha ancora molto spazio per aumentare i prestiti e che c'è la volontà di implementare una politica fiscale espansiva più energica il prossimo anno.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.11.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.560,3	6,4	3,2	43,1
GSCI Industriali	1.693,7	5,8	6,1	41,6
Rame (\$)	9.000,5	5,2	12,4	51,4
Alluminio (\$)	2.612,5	9,6	10,6	48,1
Zinco (\$)	3.081,9	16,7	5,5	32,6
Nickel (\$)	15.996,0	-3,7	-37,1	11,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: finale d'anno di consolidamento; esaurita la spinta rialzista di fine estate prevalgono l'incertezza sulla domanda futura e i timori sul commercio globale.

Nonostante i costanti stimoli fiscali varati in Cina, il più grande acquirente del metallo al mondo, la mancata risoluzione della crisi immobiliare che grava sull'economia ne ha ridotto notevolmente la domanda. Il rame è utilizzato non solo nel comparto delle costruzioni ma è un elemento fondamentale per tutte le infrastrutture legate alla transizione energetica. Anche il mercato cinese delle auto elettriche, il maggiore al mondo, ha subito una contrazione, in generale come tutto il settore automobilistico mondiale, alimentando il calo della richiesta di metallo. Dal lato dell'offerta lo scenario predominante è ancora caratterizzato da incertezza e volatilità. Finora le grandi aziende hanno preferito tentare la strada delle acquisizioni, aggregandosi al fine di aumentare le quote di mercato ma anche di incamerare e accrescere la massa di riserve, piuttosto che varare piani di investimenti, ricercare nuovi giacimenti o ampliare gli impianti di lavorazione. Tutte operazioni costose e ad alto rischio, in una fase di mercato dove non solo la domanda è in calo e i prezzi sono scivolati verso i 9.000 dollari ma i tassi di interesse restano alti, scoraggiando l'accensione di nuove linee di credito, indispensabili per questo tipo di iniziative. Al netto dell'incertezza di breve, anche in vista delle conseguenze commerciali dello scontro fra Stati Uniti e Cina, pensiamo che i prezzi del rame possano risalire nel breve. L'aumento della domanda di lungo periodo resta una prospettiva legata alla transizione energetica. La nuova richiesta di materia prima troverà un mercato fisico in una situazione di possibile deficit produttivo. La probabile conseguenza sarà

una spinta verso l'alto dei prezzi che finirà per stimolare una serie di nuovi investimenti nel settore, auspicabilmente in un quadro di minor costo del denaro. Uno scenario che conferma la nostra previsione di graduale recupero delle quotazioni del rame nel medio-lungo termine.

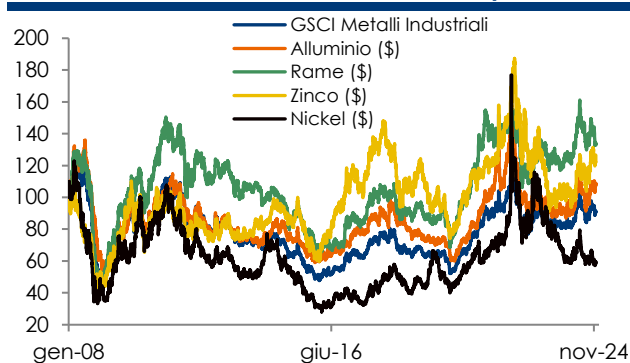
Alluminio: le prime schermaglie di guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti peseranno sull'alluminio. In attesa delle decisioni di Trump in merito alle tariffe sulle importazioni cinesi, è proprio la Cina a fare la prima mossa, annullando gli sconti fiscali per le esportazioni di molti prodotti, fra cui i laminati e le leghe di alluminio, a partire dal 1° dicembre. Il mercato ha quindi iniziato a temere interruzioni dell'approvvigionamento globale, ancor prima che il nuovo Governo statunitense specifichi come intende colpire le importazioni di metalli dalla Cina. La mossa del principale paese produttore mondiale di alluminio del mondo ha come obiettivo dichiarato quello di ridurre la propria sovracapacità, proteggendo la redditività delle sue aziende siderurgiche, e allo stesso tempo lanciare un segnale esplicito della propria intenzione di non subire passivamente le future ritorsioni commerciali. La precedente amministrazione Trump, dopo un'indagine promossa dal Dipartimento del Commercio per verificare se le importazioni di acciaio e alluminio rappresentassero una minaccia alla sicurezza nazionale, decise di introdurre, nel marzo 2018, tariffe del 25% sull'acciaio e del 10% sull'alluminio importati. Una serie di analisi empiriche mostra come l'effetto dell'introduzione di tariffazioni aggressive possa, più in generale, finire per calmierare i prezzi globali dell'alluminio, con effetti negativi sui margini delle aziende con costi produttivi moderati, come nel caso della Cina, che subì anche la contrazione delle proprie quote di mercato. Al contempo, però, i prezzi domestici e i costi di produzione del Paese che impone i dazi (in questo caso gli Stati Uniti nel biennio 2018-19) rischiano di subire un deciso incremento. Questi effetti negativi risulteranno più sfumati nel caso in cui il comparto siderurgico sia in una fase di rallentamento. Alla luce di queste considerazioni, al netto della tensione rialzista di breve che potrebbe generarsi proprio per anticipare gli acquisti e garantirsi forniture a prezzi sgravati da dazi, pensiamo che le quotazioni dell'alluminio possano consolidare nel medio-lungo periodo.

Zinco: l'eccesso di offerta in Cina e l'attesa per le prossime mosse degli Stati Uniti peseranno sullo zinco. Il mercato globale dello zinco ha subito un significativo storno nelle ultime settimane, con cali diffusi in tutte le principali aree commerciali: i prezzi in Cina sono diminuiti a causa delle condizioni di eccesso di offerta, mentre negli Stati Uniti si sono ridotti per i timori sull'impatto delle elezioni presidenziali. Il mercato segnala preoccupazione per le potenziali modifiche nella politica commerciale degli Stati Uniti e i conseguenti effetti sui mercati mondiali di tutti i metalli. L'enfasi di Trump sul potenziamento della produzione locale e l'ostracismo verso le importazioni da altri paesi rappresentano un rischio per le dinamiche del commercio internazionale, ampliando l'incertezza e impedendo un maggior recupero delle quotazioni che dovrebbero limitarsi a consolidare lungo tutto l'orizzonte di previsione. Dal lato dell'offerta, i produttori cinesi si sono affrettati a consegnare tra le 30.000 e le 40.000 tonnellate di zinco raffinato ai magazzini registrati dello Shanghai Futures Exchange (SHFE), prima della scadenza dei contratti di novembre. Una mossa depressiva per i prezzi di cambio che ha provocato un anomalo aumento delle scorte di magazzino. Questa immissione riflette l'attuale surplus di giacenze di prodotto finito che il primo produttore al mondo non riesce a smaltire, principalmente per la scarsa domanda che arriva dal settore delle costruzioni, come conseguenza della crisi immobiliare in Cina.

Nickel: le prossime scelte strategiche dell'Indonesia influenzeranno il mercato del nickel anche nel 2025. L'ultimo mese ha visto un consolidamento delle quotazioni del nickel, dovuto ai timori che il surplus di offerta persista e che le tensioni commerciali aumentino dopo l'elezione del presidente Trump. Le aziende cinesi dominano la lavorazione del nickel in Indonesia, che ha le più grandi riserve al mondo. Hanno investito risorse in questo progetto, dopo che il Governo di Jakarta ha vietato le esportazioni di minerale grezzo già dal 2020, una mossa che ha costretto le aziende straniere a creare raffinerie sul suolo indonesiano, impiegando forza lavoro locale e contribuendo alla crescita economica del Paese. L'Indonesia ora rappresenta il 57% della produzione mondiale di metallo raffinato e si prevede che la sua quota salirà a circa il 70% entro

la fine del decennio. Il calo dei prezzi e la sovrapproduzione indonesiana hanno innescato la chiusura di miniere e impianti in quasi tutti i paesi a lei concorrenti. Attualmente il nickel indonesiano non è idoneo ai sensi dell'*Inflation Reduction Act* statunitense, a causa della presenza dominante di aziende cinesi, ma il Paese ha già deciso di adottare tutta una serie di misure per qualificarsi. Anche perché l'IRA, la legge promossa dal presidente Biden e che cerca di limitare l'influenza di Pechino nella filiera di fornitura dei veicoli elettrici, non sembra sia messo in dubbio dall'arrivo di Trump. In aggiunta, proprio recentemente, il Ministero dell'Energia e delle Risorse minerarie indonesiano (ESDM) ha messo in guardia sul rischio di esaurimento delle scorte di nickel del Paese. L'Indonesia attualmente non ha né la capacità di estrazione né le riserve necessarie per fronteggiare strutturalmente una domanda annuale di circa 1 miliardo di tonnellate di minerale. Se questo volume di consumi dovesse confermarsi e continuare, le riserve si esaurirebbero entro 4 o 5 anni. Il Governo, già oggi, ha serie difficoltà nel concedere sufficienti licenze di estrazione e molte fonderie indonesiane devono ricorrere alle importazioni di minerale grezzo dalle Filippine, per poter raggiungere volumi di lavorazione economicamente sostenibili. Come per gli altri metalli, nel breve ci attendiamo una certa tensione sui prezzi mentre, di fondo, la strutturale pressione sulle quotazioni derivante dalla transizione green resta il principale elemento rialzista per il nickel nel medio-lungo periodo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.11.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.693,7	-1,9	-9,2	10,2	5,8
Rame (\$)	9.000,5	-4,7	-12,8	7,6	5,2
Alluminio (\$)	2.612,5	2,5	-1,9	18,2	9,6
Zinco (\$)	3.081,9	7,5	2,7	20,8	16,7
Nickel (\$)	15.996,0	-6,7	-21,0	-0,5	-3,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale confermato: prevale la cautela, troppa l'incertezza nel breve periodo. Nel lungo termine invece restiamo cautamente ottimisti a causa di un sottoinvestimento strutturale che inevitabilmente dovrà premere al rialzo sui prezzi.

Lo scenario di breve per il comparto dei Metalli si fa ancora più complicato dopo l'elezione del presidente Trump, al punto da annullare un certo ottimismo legato ai timidi segnali di ripresa provenienti dall'economia in Cina. Troppe le incertezze sulle misure protezionistiche che verranno introdotte e che hanno già suscitato la reazione cinese, sfociata in un aumento dei vincoli e dei controlli proprio sull'export dei metalli, con esiti per ora indecifrabili e che non è detto che portino a un rialzo dei prezzi. Anche l'atteso calo del costo del denaro, benché iniziato, non appare ancora determinante ma soprattutto rischia di subire una battuta d'arresto per i timori che la guerra commerciale finisca per rianimare l'inflazione a livello globale, sfida che le banche centrali contavano di aver vinto. Per tali ragioni, confermiamo il nostro outlook Neutrale nel breve periodo, facendo prevalere la prudenza in questo fine d'anno carico di incognite. Il rischio che la tensione rialzista possa comunque continuare resta valido ma sono necessari una maggior spinta, in particolare dalla Cina, e un clima meno nervoso sui mercati. Immutate invece le considerazioni sul medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale del comparto coinvolge miniere, raffinazione e manifattura ed è totalmente indifferente alla blanda svolta monetaria accomodante intrapresa dalle banche centrali delle principali economie. Il deficit di offerta presente nel sistema delle forniture continua ad ampliarsi, gravando sul mercato fisico. Quando si concretizzerà l'atteso incremento della domanda, dovuto alla transizione energetica (nonostante il ritardo nei tempi di

implementazione), questo alimenterà lo squilibrio già esistente nei fondamentali di molti metalli. Una situazione che finirà inevitabilmente per premere al rialzo sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.11.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.000,5	9.600	9.800	9.890	9.949	9.949
Alluminio (\$)	2.612,5	2.533	2.590	2.600	2.600	2.600
Zinco (\$)	3.081,9	2.900	2.804	2.794	2.705	2.705
Nickel (\$)	15.996,0	17.000	17.050	17.300	17.550	17.550

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

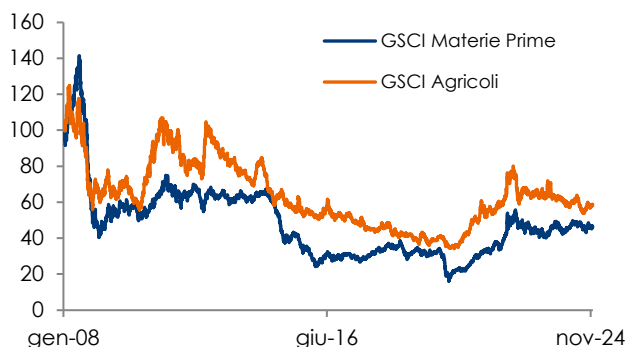
	Valore 26.11.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.000,5	9.530	9.600	9.700	9.750	10.100
Alluminio (\$)	2.612,5	2.515	2.570	2.600	2.620	2.800
Zinco (\$)	3.081,9	2.900	2.910	2.930	2.945	3.000
Nickel (\$)	15.996,0	17.700	17.900	18.000	18.125	19.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: torna la pressione rialzista sulle derrate alimentari

Tornano a rincarare le derrate alimentari guidate dal rialzo delle soft commodity e dalle nuove pressioni sulle granaglie. Le ultime settimane hanno visto un deciso rincaro di tutte le derrate alimentari a livello mondiale, con riflessi evidenti anche sui recenti dati di inflazione nelle principali economie avanzate. Sia i prezzi al consumo (CPI) che i prezzi dei fattori produttivi (PPI) hanno registrato proprio nella componente legata a cibo e bevande le maggiori variazioni positive. Un'accelerazione riferibile in particolare ai beni alimentari non lavorati, come appunto granaglie e soft commodity. Il recupero delle quotazioni dei principali cereali, in atto nell'ultimo mese, conferma il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine secondo il quale resteranno oggetto di pressioni rialziste fino a fine anno, dopo che ormai è giunta al termine la stagione dei raccolti estivi nell'emisfero settentrionale. Si accentuano tutte le tensioni geopolitiche e in particolare quelle in Medio Oriente, mentre si attendono le decisioni in materia di politica estera del neoeletto presidente Trump. Quest'ultimo rappresenta un elemento di ulteriore incertezza che rende ancora più centrale la questione mediorientale nello scenario delle commodity agro-alimentari provenienti dal Sud Est asiatico, colpite dai disagi legati ai trasporti nel Mar Rosso. Infine, gli effetti negativi del cambiamento climatico restano il principale fattore di rischio che coinvolge le principali regioni agricole del mondo, influenzando le rese dei raccolti ed erodendo l'offerta, col risultato di rincarare i prezzi. Infine, proprio per il riproporsi di tutta una serie di elementi di tensione, torna ad incidere, distorto il mercato, anche la speculazione finanziario-commerciale che, facendo leva sull'incertezza delle forniture (vera o presunta), preme al rialzo sui prezzi al dettaglio degli alimenti in maniera del tutto anomala, rispetto al prezzo pagato in origine ai produttori.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.11.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.560,3	6,4	3,2	43,1
GSCI Agricoli	499,1	-2,7	-8,7	51,7
Mais (\$ cent)	420,0	-10,9	-37,1	15,8
Frumento (\$ cent.)	539,5	-14,1	-30,4	2,1
Soia (\$ cent)	983,5	-24,0	-31,5	11,5
Cotone (\$ cent)	73,4	-9,4	-9,8	13,1
Cacao	9.033,0	115,3	270,7	233,9
Zucchero	21,6	4,8	11,6	68,6
Caffè (arabica)	312,2	65,8	90,9	169,8
Caffè (robusta)	5.175,0	69,9	178,7	278,6

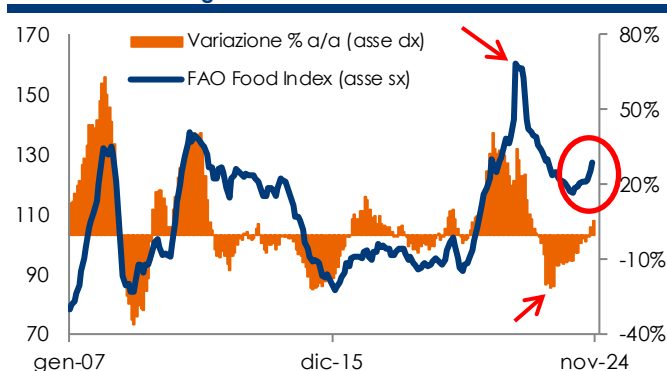
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: indice prezzi alimentari ai massimi a ottobre. A ottobre, l'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari ha registrato un aumento, raggiungendo il massimo degli ultimi 18 mesi, con incrementi generalizzati per oli vegetali, cereali, lattiero-caseari e zucchero. L'indice si è attestato a 127,4 punti, in aumento del 2% rispetto a settembre e del 5,5% rispetto allo stesso mese del 2023, pur rimanendo del 20,5% inferiore al picco di marzo 2022. I prezzi degli oli vegetali sono cresciuti del 7,3%, con aumenti per palma, soia, girasole e colza, a causa delle preoccupazioni per la produzione. L'indice dei cereali è salito dello 0,9%, con rialzi per grano e mais, influenzati da condizioni meteorologiche sfavorevoli nell'emisfero nord e dalla reintroduzione di un prezzo minimo in Russia, mentre il riso è calato del 5,6% per la maggiore concorrenza tra esportatori dopo la rimozione delle restrizioni all'export da parte dell'India. L'indice dello zucchero è aumentato del 2,6%, sostenuto da preoccupazioni per la produzione in Brasile a seguito del clima secco e dall'aumento dei prezzi del petrolio, che orienta più la produzione di canna da zucchero verso l'etanolo. I lattiero-caseari hanno registrato un incremento dell'1,9%, con rialzi per formaggi e burro, mentre le quotazioni del latte in polvere sono calate. In controtendenza, i prezzi della carne sono scesi dello 0,3%, con ribassi per la carne suina, a seguito di un aumento delle

macellazioni in Europa, mentre i prezzi della carne bovina sono aumentati lievemente, sostenuti dalla domanda internazionale.

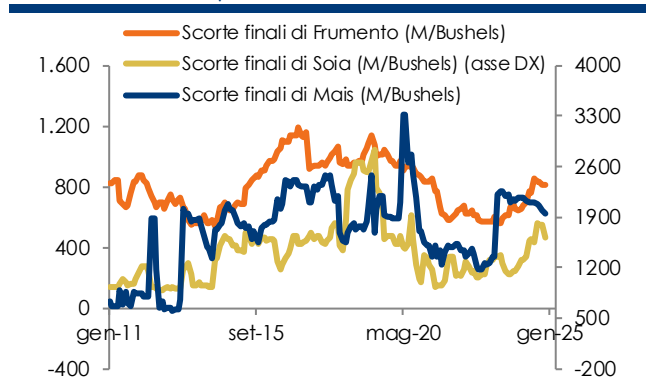
FAO: previsione di produzione cerealicola mondiale in lieve calo nel 2024. Le previsioni FAO per la produzione cerealicola mondiale nel 2024 indicano una lieve diminuzione dello 0,4%, con una stima di 2.848 milioni di tonnellate, la seconda produzione più alta mai registrata. L'incremento della produzione di grano e riso compensa parzialmente il calo dei cereali secondari. La produzione di grano è prevista in aumento, grazie ai buoni raccolti in Asia, che compensano le difficoltà in Europa dovute a condizioni climatiche sfavorevoli. La produzione di cereali secondari, invece, dovrebbe ridursi dello 0,8%, principalmente a causa della contrazione della produzione di mais, influenzato dal maltempo. La produzione di riso raggiungerà un record storico di 538,9 milioni di tonnellate, con un aumento dello 0,9%. L'utilizzo totale di cereali crescerà dello 0,5%, attestandosi a 2.857 milioni di tonnellate, mentre le scorte globali saliranno dello 0,6%, con un'accelerazione per il riso. Il rapporto scorte-utilizzo si attesterà al 30,6%, segnalando una fornitura adeguata. Il commercio internazionale di cereali è previsto in calo del 3,9% rispetto al 2023/24, ma si prevede una crescita degli scambi di riso, mentre quelli di grano e cereali secondari diminuiranno.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2024)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

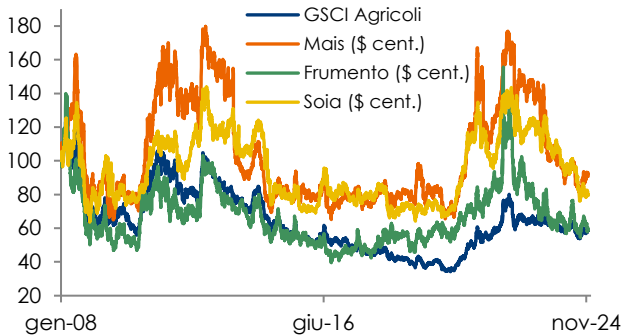


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2024)

WASDE: il report di novembre conferma pressione sul frumento e stabilità per mais e soia, con ulteriori revisioni produttive. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2024/25, confermando una riduzione delle scorte di mais e una leggera flessione per il frumento. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è attesa a 1.499,7 milioni di tonnellate, in lieve calo rispetto ai 1.500,1 milioni di ottobre, con riduzioni produttive in Messico, Turchia e UE, parzialmente compensate da aumenti in Uganda e Malawi. Le scorte finali globali di mais sono previste a 329,9 milioni di tonnellate, in riduzione di 2,5 milioni rispetto al mese scorso. La produzione di **cereali** secondari (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è attesa in lieve ribasso a 1.499,7 milioni di tonnellate, mentre il consumo mondiale salirà a 1.514,2 milioni di tonnellate. Gli Stati Uniti vedranno un aumento delle esportazioni, mentre per Russia e Sud Africa si prevede un calo. Le previsioni sul mercato globale del **frumento** per il 2024/25 indicano una produzione mondiale leggermente aumentata a 794,7 milioni di tonnellate (rispetto ai 794,1 milioni di ottobre), grazie alla maggiore produzione in Kazakistan (+2 milioni di tonnellate), che compensa i ribassi in Argentina, Brasile, Russia e UE. Il consumo mondiale di frumento è previsto in aumento a 803,4 milioni di tonnellate, mentre il commercio mondiale scende a 214,7 milioni. Le scorte finali globali sono riviste al ribasso a 257,6 milioni di tonnellate. Infine, per il mercato della **soia**, le prospettive per il 2024/25 mostrano una riduzione delle scorte iniziali e una leggera contrazione dell'offerta globale di semi a 682,2 milioni di tonnellate, rispetto ai 687,3 milioni previsti a ottobre, con minori

produzioni negli Stati Uniti e in India. Le scorte finali mondiali di soia sono previste in calo a 147,7 milioni di tonnellate, principalmente per la riduzione negli Stati Uniti, Brasile e Argentina.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.11.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	499,1	6,5	-7,5	-3,8	-2,7
Mais (\$ cent.)	420,0	14,4	-9,6	-7,8	-10,9
Frumento (\$ cent.)	539,5	6,1	-22,6	1,0	-14,1
Soia (\$ cent.)	983,5	1,7	-21,2	-26,0	-24,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: finale d'anno all'insegna delle pressioni rialziste su granaglie e soft commodity. Il quadro di tensione in Medio Oriente oltre a registrare una nuova escalation si arricchisce di un nuovo elemento, ovvero l'attesa per le decisioni in materia di politica estera che il presidente Trump vorrà prendere per tentare di risolvere questa situazione. Una circostanza che rafforza il ruolo centrale del conflitto mediorientale all'interno dello scenario rialzista delle soft commodity che arrivano dal Sud Est asiatico, o dei prodotti agro-alimentari (lavorati o freschi) che l'Europa esporta verso i mercati asiatici. Nonostante il grosso dei disagi legato al rincaro dei costi di trasporto e all'allungamento dei tempi di consegna sembri metabolizzato e parzialmente risolto attraverso un maggior efficientamento delle forniture, è la speculazione finanziaria a continuare a distorcere i mercati, mantenendo sotto pressione il comparto dei coloniali e ampliandone la volatilità. Rispetto al mese scorso anche le granaglie hanno registrato un nuovo rincaro, come conseguenza della conferma dei dubbi emersi nella prima parte dell'autunno e relativi all'effettiva resa e dimensione dei raccolti estivi. Nonostante la qualità e quantità della produzione di cereali nelle principali aree agricole siano apparse buone, i timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di approvvigionamento sui principali mercati hanno nuovamente surriscaldato i prezzi di queste derrate alimentari. Si confermano le preoccupazioni sull'offerta di cereali per i prossimi mesi, rafforzando la prospettiva di un ulteriore recupero delle quotazioni, come conseguenza dei possibili effetti negativi sia delle condizioni metereologiche che dei rischi geopolitici. Per concludere, il nostro giudizio sul comparto agricolo resta, nel suo insieme, Moderatamente Positivo, con stime in rialzo per le granaglie e di consolidamento, sempre su livelli alti, per le soft commodity.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.11.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (cent. \$)	420,0	426,0	435,0	450,0	500,0	500,0
Frumento (cent. \$)	539,5	560,5	560,0	573,0	630,0	630,0
Soia (cent. \$)	983,5	998,5	1.020,0	1.042,9	1.152,5	1.152,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.11.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (\$ cent.)	420,0	430	460	465	465	475
Frumento (\$ cent.)	539,5	585	610	615	615	630
Soia (\$ cent.)	983,5	1.130	1.195	1.200	1.200	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

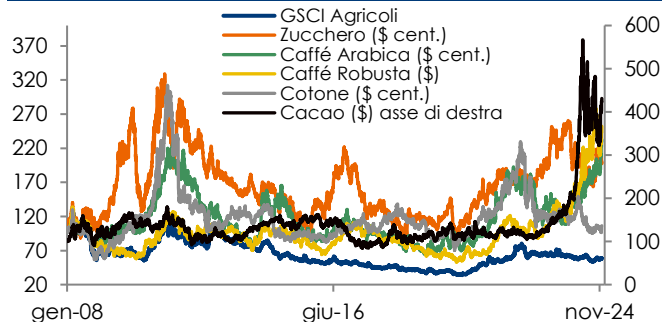
Soft commodity

Consolida il movimento al rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity. Nonostante una parte dei disagi sui trasporti sia stata metabolizzata, grazie a un maggior efficientamento dei flussi di approvvigionamento, sono invece aumentate le tensioni geopolitiche. Un quadro che

ha favorito l'azione della speculazione finanziaria che ha nuovamente inciso sulla volatilità del comparto, finendo per premere al rialzo sui prezzi di tutti i coloniali.

Cotone: il rapporto WASDE di novembre rivede al ribasso tutti i fondamentali del mercato del cotone. Ancora un mese di movimenti contrastanti sul mercato globale del cotone, derivanti dalle fluttuazioni dei prezzi della materia prima, dal rincaro del dollaro e dal recupero delle quotazioni del petrolio, che ha reso meno conveniente la sostituzione della fibra naturale con quella sintetica (poliestere), derivante dalla lavorazione chimica del greggio. Nel rapporto WASDE di novembre, l'USDA (Dip. dell'Agricoltura Americano) ha ridotto produzione mondiale, consumi, scorte iniziali e finali e anche il volume globale del commercio di cotone per la stagione 2024/25. La produzione è diminuita di 460.000 balle con le maggiori contrazioni in Pakistan e Turkmenistan. I consumi si sono ridotti di 515.000 balle, principalmente a causa del calo in Turchia e Pakistan. Le scorte finali sono diminuite di 574.000 balle con cali corposi in India, Turkmenistan e Pakistan, che hanno ampiamente compensato l'accumulo di riserve in Stati Uniti e Uzbekistan. Le minori importazioni dalla Turchia, compensate solo in parte dai maggiori scambi effettuati da Uzbekistan ed Egitto, hanno comunque generato una riduzione di 295.000 balle nel volume del commercio mondiale. Infine, le revisioni storiche dei dati sulla produzione della scorsa stagione (2023/2024) hanno determinato un abbassamento del dato sulle scorte finali. Il rapporto WASDE ha abbassato la produzione di cotone degli Stati Uniti di 10.000 balle, portandola a poco meno di 14,2 milioni. Il raccolto della Georgia è aumentato di circa 200.000 balle, compensato da una riduzione simile per il raccolto del Texas, a cui si sommano piccoli cambiamenti nei raccolti degli altri stati produttori. Non cambia quindi il quadro di incertezza che caratterizza il mercato del cotone che potrebbe preludere a un consolidamento dei prezzi nel breve, rimandando il grosso recupero solo al medio-lungo termine.

Zucchero: i dati sui raccolti, nelle varie aree produttive mondiali, e il rincaro del petrolio sosterranno i prezzi dello zucchero nel breve termine L'International Sugar Organization (ISO) ha abbassato la sua previsione di deficit globale di zucchero per il 2024/25 a -2,51 milioni di tonnellate da una previsione di agosto di -3,58 milioni e aumentato la dimensione del surplus relativo alla scorsa stagione 2023/24 a 1,31 milioni di tonnellate da una proiezione di agosto di +200.000 tonnellate. In Brasile si anticipa la sospensione stagionale della lavorazione della canna da zucchero. Gli zuccherifici in genere interrompono la raffinazione del raccolto durante i mesi più umidi di dicembre e gennaio, per poi riprenderla a marzo in base alle condizioni meteo. Le recenti forti piogge in Brasile hanno spinto gli zuccherifici ad anticipare le chiusure, riducendo la produzione domestica di dolcificante. Ad accrescere la tensione sui prezzi dello zucchero brasiliano anche il rapporto UNICA (Brazilian Sugarcane Industry Association) che ha mostrato come la produzione di zucchero nel Centro-Sud del Brasile, durante la seconda metà di ottobre, sia scesa del -24,3% a/a a 1,785 milioni di tonnellate, ma il dato cumulato al 31 ottobre, confrontato con quello della scorsa stagione, mostra una variazione positiva seppur marginale, pari a +0,3% a/a (circa 37 milioni di tonnellate). Di contro, l'Office of the Cane and Sugar Board della Thailandia (3° produttore di zucchero e 2° esportatore mondiale) stima che la produzione di zucchero 2024/25 possa aumentare del 18% a/a, a 10,35 milioni di tonnellate, un dato decisamente superiore agli 8,77 milioni della scorsa stagione (2023/24) conclusasi lo scorso aprile. In aggiunta, il recente rincaro del greggio favorisce la sostituzione con l'etanolo e questo potrebbero spingere gli zuccherifici mondiali a dirottare più spremitura di canna verso la produzione di biocarburante, rispetto al dolcificante, riducendo così le forniture di zucchero raffinato e spingendo al rialzo le quotazioni. Questo quadro variegato del mercato per la stagione in corso dovrebbe garantire sostegno ai prezzi nel breve (viste anche le attese sui consumi legate alle festività di fine anno) e causare invece un leggero storno nel medio-lungo periodo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.11.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	499,1	6,5	-7,5	-3,8	-2,7
Cotone	73,4	4,0	-8,9	-8,7	-9,4
Cacao	9.033,0	-8,6	8,9	114,1	115,3
Zucchero	21,6	10,1	17,2	-20,7	4,8
Caffè (arabica)	312,2	23,1	43,0	74,7	65,8
Caffè (robusta)	5.175,0	0,9	27,7	95,2	69,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: nuovi massimi dalla fine degli anni '70 per la qualità Arabica; recupera la Robusta tornando vicina ai massimi storici segnati a settembre.

I prezzi del caffè, nelle ultime settimane, hanno registrato un fortissimo recupero, dopo il calo di ottobre, complice il deterioramento dei fondamentali su dimensione e resa dei raccolti e sulle attese di maggiori consumi in vista delle imminenti festività. I prezzi dell'Arabica hanno segnato un nuovo massimo dalla fine degli anni '70, mentre la qualità Robusta è tornata a salire al picco da oltre un mese e mezzo, poco distante dai massimi storici segnati lo scorso settembre. Molti i report che lanciano l'allarme su dimensione e resa del raccolto brasiliano e calo delle scorte mondiali di prodotto. Il Foreign Agricultural Service (FAS) dell'USDA (il Dipartimento dell'Agricoltura Statunitense) ha recentemente stimato la produzione di caffè brasiliano 2024/25 a 66,4 milioni di tonnellate, al di sotto della precedente previsione di 69,9 milioni. Il FAS prevede inoltre che le scorte di caffè del Brasile scendano a soli 1,2 milioni di sacchi, alla fine della stessa stagione (giugno 2025), accusando un calo del -26% a/a. Pensiamo che il rincaro dell'Arabica possa interrompersi quando verranno meno le preoccupazioni per i danni al raccolto, dovute alle condizioni di siccità. Le precipitazioni in Brasile sono state costantemente inferiori alla media fin dal mese di aprile, danneggiando le piante proprio durante l'importantissima fase della fioritura e riducendo le prospettive sulla dimensione e resa del raccolto. Previsione rialzista per la Robusta, sulla scia del costante calo delle riserve mondiali. Il Dipartimento delle Dogane del Vietnam (il 1° produttore al mondo di Robusta) ha riferito che le esportazioni, nel solo mese di ottobre, sono scese del -11,6% m/m (solo 45.412 tonnellate) e che il dato aggregato per il periodo gennaio-ottobre è calato del -11,1% a/a (solo 1,15 milioni di tonnellate). In aggiunta, le forti piogge in Vietnam stanno ritardando la raccolta del caffè che è nel pieno del suo svolgimento, senza poi dimenticare i disagi nei trasporti proprio dei prodotti che dal Sud Est asiatico devono raggiungere i porti europei via Mar Rosso.

Cacao: prezzi in rialzo e attesa per lo stagionale aumento dei consumi legati alle festività di fine anno.

Il mese di novembre ha visto il ritorno di forza sui prezzi del cacao, dopo il calo di ottobre (ai minimi da oltre 7 mesi), mentre il mercato si attende lo stagionale aumento dei consumi legato alle festività di fine anno. Il rialzo dell'ultimo mese è stato sostenuto, quasi totalmente, dagli effetti delle condizioni meteo in Costa d'Avorio e Ghana, i primi due produttori al mondo di fave di cacao. Le forti piogge in Africa occidentale e in particolare in Costa d'Avorio hanno allagato le piantagioni di cacao, aumentando il rischio di malattie e abbassando la resa e la qualità del raccolto stesso. Il mercato ha sostanzialmente ignorato i dati governativi che hanno mostrato che le spedizioni dalla Costa d'Avorio ammontano a 548.494 tonnellate di cacao, nell'intervallo dal 1° ottobre al 17 novembre, in aumento del +32% rispetto alle 415.523 tonnellate spedite nello stesso periodo dell'anno scorso. Non a caso, l'autorità di regolamentazione del commercio ivoriana, Le Conseil Cafe-Cacao, ha aumentato la sua stima sulla produzione domestica nel 2024/25, indicando un intervallo di 2,1-2,2 milioni di tonnellate rispetto alla stima di giugno di circa 2 milioni. A valle delle regioni di coltivazione, però, le scorte di cacao sono in calo in Europa e negli Stati Uniti. Le riserve depositate come garanzia dei contratti scambiati dall'ICE, la borsa merci statunitense, hanno registrato costanti cali negli ultimi 17 mesi, arrivando al minimo degli

ultimi 19 anni. Il rapporto scorte/raccolta ha toccato, secondo l'Organizzazione Internazionale del Cacao, i livelli più bassi degli ultimi 45 anni. Proprio quest'ultimo elemento, unito al timore di una qualità inferiore del prodotto lavorato a causa delle malattie delle piante che hanno abbassato la resa dei raccolti, terrà alto il prezzo del cacao. Per concludere, cacao ma anche zucchero e caffè beneficeranno della classica stagionalità di fine anno, quando il consumo di questi prodotti aumenta in coincidenza delle festività, in particolare nell'emisfero settentrionale. Per questo motivo ribadiamo la nostra previsione di consolidamento dei prezzi del cacao su livelli alti, nel breve, e di probabile storno nel medio-lungo termine.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 26.11.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	73,4	71,1	70,0	72,0	79,8	79,8
Cacao	9.033,0	7.500	7.964	7.787	5.500	5.500
Zucchero	21,6	21,4	21,7	21,3	20,8	20,8
Caffè (arabica)	312,2	257,8	263,1	270,8	272,5	272,5
Caffè (robusta)	5.175,0	4.900	4.950	4.500	3.625	3.625

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 26.11.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	73,4	71,1	70,0	70,5	79,5	76
Cacao	9.033,0	8.800	7.900	7.100	7.000	5.500
Zucchero	21,6	22,0	21,5	21,0	21,0	20,8
Caffè (arabica)	312,2	260	250	245	245	240
Caffè (robusta)	5.175,0	5.510	5.000	4.500	4.425	3.750

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e 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 Refinitiv, 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
Fenabreve	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	La 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 e 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 Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

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

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

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

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 29.10.2024.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.com>).

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: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) 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 – in accordo con 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro 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. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da 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 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 Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi