

Mensile Materie Prime

Tariffe e rallentamento, un 2025 incerto per le Commodity

Energia: outlook Positivo, pressione su petrolio e metano anche nel 2025

Complessivamente, riteniamo che il 2025 sarà un anno di modesta direzionalità per il petrolio, che potrebbe mantenersi in un intervallo di 65-85 dollari al barile (sintesi fra i contratti WTI e Brent). La rapida erosione delle scorte, in questa primissima parte della stagione invernale 2024/25 in Europa, alimenterà il rincaro del metano almeno fino alla fine dell'anno termico, complici anche le nuove tensioni geopolitiche che interessano la Russia.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, in probabile consolidamento nel 2025

Le quotazioni dei Preziosi hanno corso molto e resteranno su livelli sostenuti. La media delle previsioni per i prossimi trimestri, pur se robusta, è più bassa rispetto a quella indicata qualche mese fa, risentendo della minor forza del comparto che conferma il nostro outlook Neutrale. Il nuovo apprezzamento del dollaro USA, seguito alla frenata della Fed sul futuro ribasso dei tassi americani, amplia la concorrenza del biglietto verde nei confronti dell'oro, penalizzandolo.

Metalli industriali: outlook Neutrale, inizio d'anno all'insegna della cautela

Ad inizio anno potrebbero emergere blande pressioni al ribasso sulle quotazioni a causa delle preoccupazioni relative al rallentamento della produzione industriale e al calo della domanda mondiale di metalli. I rischi al ribasso saranno però controbilanciati dai modesti livelli delle scorte e dalla strutturale carenza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri), che è l'elemento principale su cui si basa il nostro scenario di cauto ottimismo nel medio-lungo termine.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, ancora pressioni rialziste a inizio 2025

Il nostro giudizio sul comparto agricolo resta moderatamente positivo. I timori sull'offerta di cereali per i prossimi mesi rafforzano la prospettiva di rialzo delle quotazioni, come conseguenza dei possibili effetti negativi sia delle condizioni metereologiche che dei rischi geopolitici. La speculazione finanziaria continuerà a distorcere i mercati, mantenendo sotto pressione i coloniali e ampliandone la volatilità. Nel corso del prossimo anno ci attendiamo però un fisiologico storno, specie su cacao e caffè, che hanno raggiunto prezzi incoerenti coi rispettivi fondamentali.

Soft Commodity:

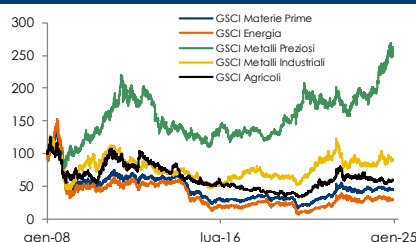
- Cotone:** il WASDE di dicembre rivede al rialzo produzione, consumo e le scorte finali.
- Zucchero:** debole nel breve, pesa l'ampia offerta, ma pronto al recupero nel 2025.
- Caffè:** Arabica e Robusta sui massimi ma ci attendiamo un 2025 di fisiologico storno.
- Cacao:** nuovi massimi storici a fine 2024, probabile ribasso dei prezzi nel 2025.

Performance degli indici commodity

	Valore 20.12.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.581,0	7,0	3,2	39,2
GSCI Energia	615,4	6,2	1,6	24,5
GSCI Met. Preziosi	2.927,8	26,4	42,6	67,6
GSCI Met. Industriali	1.657,5	3,5	-0,8	35,6
GSCI Prod. Agricoli	506,6	-1,2	-8,5	48,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

23 dicembre 2024 - 11:37 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

23 dicembre 2024 - 11:42 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Dic.	Nov.
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	-3,1	-10,7
Brent	-5,3	-10,3
Gas Naturale	49,1	-43,8
Oro	26,9	-0,7
Argento	23,1	-7,7
Rame	4,5	-12,1
Alluminio	6,3	2,2
Zinco	11,7	-44,7
Nickel	-7,5	-9,3
Mais	-5,3	-20,7
Frumento	-15,1	-14,9
Soia	-24,7	2,7
Cacao	184,9	-4,1
Zucchero	-5,2	12,6
Caffè Arabica	72,6	63,0

Fonte: Bloomberg

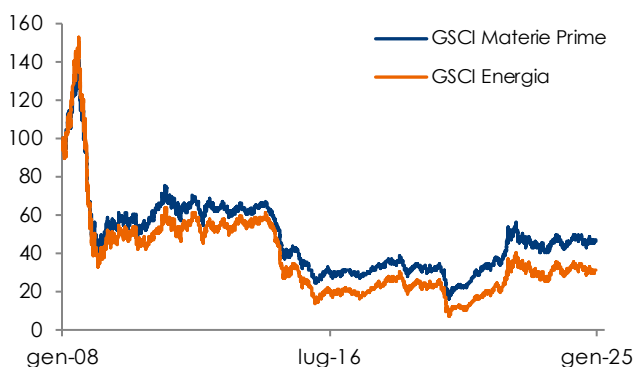
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 20.12.2024 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: petrolio e gas naturale sostenuti anche nel 2025

**Le tensioni geopolitiche, l'attesa per l'insediamento di Trump, la contrazione dell'offerta dei produttori di petrolio, il recupero economico in Cina e il rincaro del gas saranno gli elementi caratteristici dello scenario 2025 sulle Commodity.** Nel complesso, ci attende un 2025 carico di incertezze per le materie prime. L'economia mondiale dovrebbe crescere circa in linea con il tasso registrato nel 2024, ma è previsto proseguire ancora per alcuni mesi il rallentamento della dinamica del PIL negli Stati Uniti e in Cina: un quadro che dovrebbe consentire il consolidamento della domanda di materie prime per il prossimo anno. L'estensione dei tagli volontari dell'OPEC+ ai primi mesi del 2025 rafforza lo scenario di prezzi sostanzialmente stabili per il petrolio, nell'intervallo fra 65 e 85 dollari (sintesi fra i due contratti WTI e Brent). Le tensioni fra Russia e Ucraina, unite ai timori per le forniture e ai maggiori consumi invernali, premeranno al rialzo sui prezzi del gas europeo almeno fino alla fine della stagione invernale. Prospettive di consolidamento su livelli elevati per i Preziosi in scia alle politiche monetarie espansive, a cui si sommeranno l'avversione al rischio e l'incertezza sulle tariffe commerciali. Possibili nuovi massimi per l'oro nel 2025, ma solo temporanei. Il rialzo delle quotazioni dei Metalli industriali di questo fine d'anno appare guidato dagli acquisti anticipati in vista della «guerra commerciale» fra USA e Cina. In attesa delle nuove misure di sostegno all'economia da parte del Governo cinese nel 2025, confermiamo un cauto ottimismo nel medio termine sui Metalli industriali. Per gli Agricoli, infine, l'impatto del cambiamento climatico nelle aree cerealicole più produttive sosterrà il prezzo delle granaglie nei prossimi mesi, mentre la speculazione inciderà ancora al rialzo sui coloniali.

**GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)**



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di lungo termine**

	Valore 20.12.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.581,0	7,0	3,2	39,2
GSCI Energia	615,4	6,2	1,6	24,5
WTI (\$)	69,5	-3,1	-8,7	14,9
Brent (\$)	72,9	-5,3	-8,8	10,3
Gas Naturale (\$)	3,7	49,1	-29,6	61,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

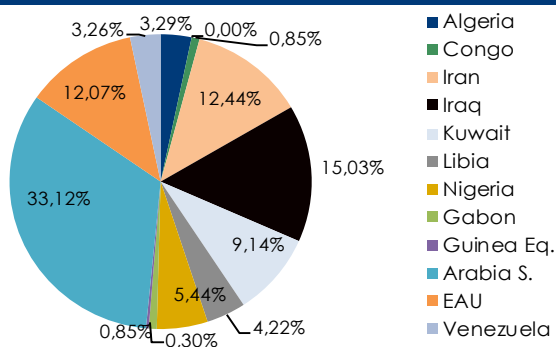
### I membri dell'OPEC+ hanno ritardato l'aumento della produzione fino al 1° trimestre del 2025.

Come largamente atteso, la riunione OPEC+ del 5 dicembre ha visto i produttori siglare un nuovo accordo che rinvia di altri tre mesi l'aumento dell'offerta da immettere sul mercato (+180.000 barili previsti dal 1° gennaio, come stabilito a inizio novembre). Una scelta dettata dalla frenata dei prezzi del greggio e dai dubbi sulla futura domanda globale di energia, visti il rallentamento economico e le incertezze sulle mosse del presidente Trump ma, soprattutto, considerati gli scarsi consumi in Cina, il fattore chiave su cui vertevano tutte le principali previsioni di rincaro del petrolio. Il piano per riportare gradualmente sul mercato i circa 2,2 milioni di barili al giorno di tagli volontari (non vincolanti ma rispettati), effettuati da solo otto membri dell'alleanza OPEC+ (Algeria, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Oman, Russia, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti), è stato quindi posticipato al 1° aprile 2025. Cambia anche la dinamica degli aumenti programmati che saranno più gradualmente e dilatati nel tempo, terminando a settembre del 2026 e non più a gennaio dello stesso anno. L'OPEC+ continua a tenere una discreta fetta della propria produzione di petrolio fuori dal mercato e questo ha provocato una perdita di quote a favore di Stati Uniti, Canada e Brasile. A nostro avviso, se si concretizzerà la temuta guerra commerciale con la Cina, i prezzi del petrolio probabilmente scenderanno a causa del rallentamento economico e

L'OPEC+ potrebbe dover limitare ulteriormente l'offerta. Se Trump deciderà invece di aumentare le sanzioni contro Iran e Venezuela, l'offerta verosimilmente diminuirà e i prezzi potrebbero salire, spingendo l'OPEC+ ad aumentare la produzione per colmare il divario, già a partire dalla seconda metà del 2025.

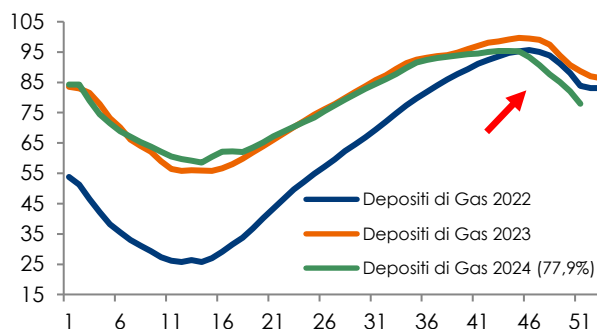
**Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA.** Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di dicembre, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha ridotto la stima del consumo per il 2024: +1,6 milioni di barili al giorno, dai +1,82 milioni di novembre. In aggregato, la domanda è ora stimata a 103,8 milioni di barili al giorno, contro i 104,02 milioni di novembre. Per il 2025: +1,4 milioni di barili al giorno dai +1,54 milioni di novembre (105,3 milioni di barili al giorno, contro i 105,56 milioni di novembre e i 105,45 milioni di ottobre). Come accaduto anche nei mesi scorsi, la crescita economica rallentata della Cina e l'offerta competitiva dei paesi non-OPEC+ sono i principali fattori che influenzano negativamente la domanda globale di petrolio. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di dicembre (**OMR**), ha rivisto al ribasso la crescita della domanda di petrolio per il 2024: 840.000 barili al giorno (da 920.000) per un ammontare di 102,8 milioni (stabile). Al rialzo le stime sui consumi 2025: +1,1 milione di barili al giorno (da +1 milione di novembre), per un totale all'incirca stabile di 103,8 milioni. L'IEA segnala che la domanda, comunque in aumento quest'anno e il prossimo, è legata alla produzione petrolchimica piuttosto che ai carburanti per trasporto. La decisione dell'OPEC+ di prolungare di altri tre mesi i tagli volontari all'offerta ha ridotto il potenziale surplus di greggio stimato per il prossimo anno. Infine, il robusto aumento dell'offerta da parte dei paesi non-OPEC+ e la crescita relativamente modesta della domanda globale di petrolio dovrebbero lasciare il mercato comodamente rifornito nel 2025. Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di dicembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stata ridotta la stima del consumo di petrolio per il 2024 a 102,9 milioni di barili (da 103,13 milioni) e abbassata anche quella per il 2025 a 104,2 milioni (da circa 104,35 milioni). Nonostante il calo dei prezzi del petrolio a fine novembre, l'EIA prevede che i rischi geopolitici e i tagli dell'OPEC+ probabilmente continueranno a sostenere le quotazioni del greggio; entro il 2° trimestre del 2025, tuttavia, gli aumenti della produzione dell'OPEC+ e la crescita dell'offerta da parte dei paesi non-OPEC+ supereranno l'incremento della domanda, portando in surplus il mercato petrolifero. L'EIA conferma che le scorte globali di petrolio diminuiranno in media di 700.000 barili al giorno nel 1° trimestre del 2025 e poi addirittura di 100.000 barili al giorno nella seconda metà dell'anno, con la probabile conseguenza di premere al ribasso sui prezzi del greggio.

**Produzione membri OPEC (%)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.11.2024

**Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)**

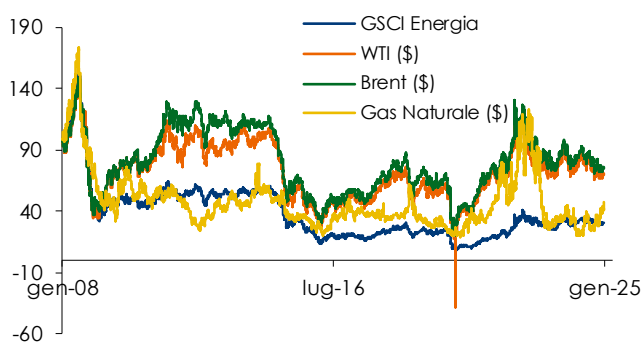


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 16.12.2024

**L'incertezza sulle forniture via Ucraina, le nuove sanzioni verso la Russia e l'aumento delle tensioni geopolitiche rischiano di mantenere alto il prezzo del gas europeo nel 2025.** Il TTF, il principale contratto finanziario sul gas europeo, quotato alla borsa di Amsterdam, rischia di restare su prezzi

medio-alti almeno fino alla fine dell'anno termico (marzo 2025). Le nuove tensioni fra Russia e Ucraina smorzano qualsiasi ipotesi di rinnovo dell'accordo per il transito del gas russo attraverso il metanodotto ucraino, in scadenza a fine dicembre, rendendo concreto lo scenario di uno stop dei flussi, in particolare verso Austria, Ungheria, Polonia e Slovacchia, che risultano fra i paesi più dipendenti da quegli approvvigionamenti. 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, rischiava di penalizzare ulteriormente il sistema energetico europeo. Il successivo decreto-legge urgente, emesso dal presidente Putin, ha però modificato la procedura di pagamento per gli acquirenti stranieri del gas russo, attenuando parte di queste preoccupazioni e scongiurando l'ipotesi di un vero e proprio blocco delle forniture all'Europa. Immutati, invece, i timori legati a una stagione invernale che è prevista più fredda delle ultime due e che ha già registrato picchi di consumi e conseguente ricorso alle scorte per fronteggiare l'imprevista richiesta di metano per il riscaldamento degli ambienti. Se all'inizio dell'attuale anno termico le scorte di metano europee sfioravano il 98% della capienza massima disponibile, sono bastate poche settimane di temperature inferiori alla media invernale per far scendere le riserve sotto l'80%. Nel 1° semestre dell'anno prossimo i prezzi del gas potrebbero tornare in un intervallo di 30-45 euro se la domanda e i flussi di gas dalla Russia restassero stabili e se l'atteso incremento degli approvvigionamenti di gas liquefatto non subisse ulteriori ritardi. Tuttavia, è importante sottolineare che i rischi sulle nostre previsioni sono sbilanciati verso l'alto, soprattutto nei primi due trimestri del 2025, a causa dell'incertezza sulle forniture provenienti dalla Russia e per i possibili bassi livelli degli stoccaggi al termine dell'anno termico (marzo 2025), che potrebbero generare una forte tensione rialzista sui prezzi quando inizierà il fisiologico rifornimento dei depositi, durante la stagione più calda.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	20.12.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	615,4	2,1	-3,7	5,5	6,2
WTI (\$)	69,5	-3,4	-15,5	-6,4	-3,1
Brent (\$)	72,9	-2,1	-14,9	-8,5	-5,3
Gas Naturale (\$)	3,7	54,0	36,7	53,2	49,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Positivo: il prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera al 1° trimestre del 2025 terrà alto il petrolio; i timori sulle forniture di gas russo premeranno al rialzo sul gas fino alla fine dell'anno termico.** Ci attendiamo quotazioni petrolifere attestate su livelli alti almeno nella prima metà del 2025, complici le tensioni geopolitiche, le incertezze sulle misure che adotterà la nuova amministrazione Trump sui combustibili fossili e il prolungamento della strategia di contenimento dell'offerta da parte dei produttori OPEC+. I tagli volontari, estesi alla prima parte del prossimo anno, manterranno le quotazioni del greggio su livelli elevati, anche considerando il possibile calo dei consumi: la debole domanda globale e il rallentamento economico in Cina restano infatti gli elementi di maggior timore per la richiesta di commodity, in particolare di petrolio. L'offerta appare comunque destinata ad aumentare, non solo nei paesi produttori non-OPEC, ma anche in alcuni paesi OPEC+: di conseguenza, il mercato mondiale potrebbe registrare un sostanziale livello di equilibrio nella seconda metà del 2025, con stime di surplus ridotto e aspettative di un ritorno di parte dell'offerta ora vincolata. Resta peraltro probabile che il contenimento dei prezzi conseguente all'incremento dell'offerta sia limitato, sostenendo ancora le quotazioni petrolifere e confermando il nostro outlook Positivo. Ci attendiamo inoltre un certo

disallineamento di prezzo fra i due benchmark petroliferi, con il Brent maggiormente esposto alle tensioni geopolitiche e alla scarsità di offerta - in caso di ulteriori sanzioni verso Russia, Iran e Venezuela - e il WTI ancorato invece all'offerta domestica degli Stati Uniti e quindi più legato alle future scelte di Trump. Una situazione che potrebbe generare un ampliamento dello spread fra i due contratti a una media di 6 dollari, anche se non escludiamo distorsioni superiori, seppur temporanee. Sul fronte del gas, la rapida erosione delle scorte, in questa primissima parte della stagione invernale 2024/25 in Europa, sta alimentando il 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 sommata una stagionalità invernale più rigida, con conseguente aumento dei consumi per il riscaldamento degli ambienti, oltre alle nuove tensioni fra Russia e Ucraina e fra Russia e Stati Uniti. Una situazione che rischia di prolungarsi per tutta la restante parte dell'anno termico, mantenendo sotto pressione il sistema europeo degli approvvigionamenti e alto il prezzo del gas.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
WTI (\$)	69,5	70,0	71,5	71,8	70,0	70,0
Brent (\$)	72,9	74,0	73,5	74,0	71,0	71,0
Gas Naturale (\$)	3,7	3,1	3,0	3,2	3,6	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

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

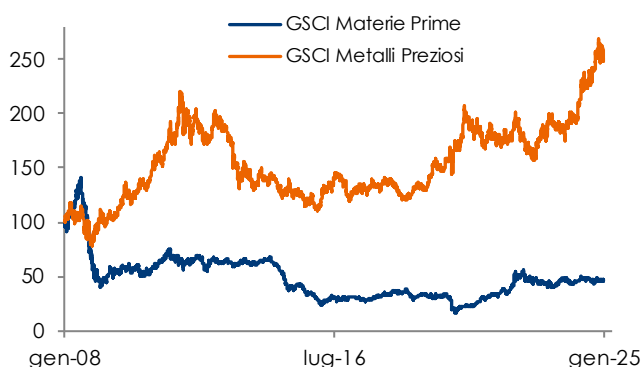
	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
WTI (\$)	69,5	73,0	72,0	72,0	72,0	71,0
Brent (\$)	72,9	79,0	78,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	3,7	3,5	3,2	3,5	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	42,9	44,0	36,0	31,0	36,0	29,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: in consolidamento nel corso del prossimo anno

**Le tensioni geopolitiche, l'incertezza sul possibile effetto inflattivo delle politiche di Trump e la rimodulazione delle attese sui tassi di interesse sono gli elementi alla base del consolidamento dei Preziosi nel 2025.** Nel nostro scenario centrale manteniamo una previsione di consolidamento dei Preziosi (in particolare dell'oro) nel 2025, basata su tre elementi: un quadro macroeconomico meno favorevole; un dollaro più forte rispetto al 2024; un rallentamento degli acquisti di oro da parte di banche centrali e investitori; una rimodulazione (in senso restrittivo) delle attese di ribasso dei tassi di interesse, in particolare per la Fed, meno per la BCE. Il timore del governatore americano Powell è che la politica commerciale eccessivamente protezionistica minacciata da Trump rincarì il costo dei beni importati, tornando a surriscaldare i prezzi. Parimenti, una politica fiscale troppo espansiva potrebbe mettere in sofferenza il bilancio federale. Entrambi gli elementi giustificano l'approccio di cautela espresso nella riunione della Fed del 18 dicembre, che ha portato ad una decisa rimodulazione del sentiero di ribasso del costo del denaro negli Stati Uniti, il prossimo anno. Questa prospettiva di minor allentamento dei tassi dovrebbe alimentare moderate pressioni ribassiste sui metalli preziosi aumentando il costo-opportunità di detenere oro, visto che gli investimenti nel metallo giallo non offrono la possibilità di maturare cedole né di incassare dividendi. A controbilanciare questi fattori restano però i rischi geopolitici che, se pur ancora molto presenti, potrebbero risultare meno supportivi che in passato, con gli investitori avversi al rischio più propensi ad allocare la liquidità nelle valute difensive come franco svizzero o yen giapponese (oltre al dollaro americano), rispetto a oro e argento. In conclusione, nonostante il clima di generale incertezza economica e tensione geopolitica, le pressioni sul comparto dei Preziosi appaiono smorzate e giustificano il nostro outlook Neutrale anche per il 2025. Consolideranno i metalli con usi più industriali: i pessimi dati sul reale impiego di questi materiali per auto elettriche, pannelli solari ed elettronica sono il risultato della forte stagnazione che temiamo possa proseguire anche l'anno venturo. La frenata di tutte le politiche ecologiche registrata nel 2024 a causa della crisi economica dovrebbe però attenuarsi il prossimo anno, portando ad un nuovo rilancio della "transizione green". Un quadro che rafforzerebbe la prospettiva che, nel lungo termine, un'offerta insufficiente, causata dall'ampio deficit di investimenti (estrattivi, siderurgici, commerciali), possa rappresentare l'elemento portante della nuova tensione rialzista, quando la domanda di quei metalli si farà più concreta.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

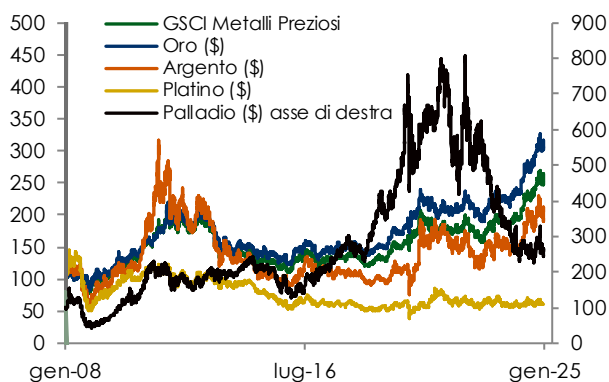
	Valore 20.12.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.581,0	7,0	3,2	39,2
GSCI Met. preziosi	2.927,8	26,4	42,6	67,6
Oro (\$)	2.622,9	26,9	44,3	77,5
Argento (\$)	29,5	23,1	22,7	71,6
Platino (\$)	927,8	-6,5	-8,2	1,9
Palladio (\$)	919,5	-16,4	-47,3	-50,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Probabile consolidamento dei Preziosi nel 2025: l'oro potrebbe segnare nuovi massimi il prossimo anno ma solo temporaneamente e all'interno di una dinamica rialzista in frenata.** Ci attendiamo che le quotazioni dei metalli preziosi consolidino il prossimo anno, nonostante la 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 di Trump. Proprio quest'ultimo elemento ha modificato in maniera sostanziale lo scenario di riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti, alimentando il deciso apprezzamento del dollaro. Un quadro diverso dal recente passato e non particolarmente favorevole all'**oro**, che resterà sostenuto (anche se in maniera moderata) dalla ricerca di asset difensivi da parte degli investitori

avversi al rischio, ma in un contesto di maggior concorrenza col biglietto verde e entro la prospettiva di un calo della domanda da parte delle banche centrali, come riserva strategica, il prossimo anno. Confermiamo la nostra previsione: pensiamo che l'oro possa mantenersi stabilmente vicino ai propri massimi storici, magari rinnovandoli temporaneamente, ma con la forte probabilità di rallentare nel corso del 2025. La dinamica dell'**argento** prosegue la sua correlazione con quella dell'oro, rafforzando lo storico legame fra i due metalli ma intercettando in maniera minore l'avversione al rischio degli investitori. L'argento probabilmente avrà i medesimi spazi di crescita del metallo giallo, limitandosi però a consolidare fra i 30 e i 33 dollari l'oncia nel 2025. Deboli le performance di **platino** e **palladio** nelle ultime settimane, a causa dell'evidente contesto di rallentamento macroeconomico che ha gravato in particolare sui risultati del comparto automobilistico ed elettrico, il settore che maggiormente utilizza questi metalli: uno scenario che temiamo possa riproporsi almeno nella prima parte del prossimo anno. Di conseguenza, nel breve, manteniamo una visione di marginale consolidamento per entrambi i metalli, confermando l'intensificarsi delle pressioni rialziste nel 2026, quando l'atteso recupero dell'economia porterà con sé nuovi investimenti in infrastrutture legati alla transizione energetica, ampliando la domanda delle due commodity in un mercato fisico dall'offerta limitata.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	20.12.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.927,8	-0,4	11,7	26,4	26,4
Oro (\$)	2.622,9	0,0	11,3	28,9	26,9
Argento (\$)	29,5	-5,3	-4,0	21,4	23,1
Platino (\$)	927,8	-5,3	-5,4	-4,2	-6,5
Palladio (\$)	919,5	-14,0	-1,0	-24,6	-16,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Neutrale: gli elementi di criticità del 2024 resteranno immutati anche nel 2025, favorendo solo un consolidamento dei Preziosi.

Oro e argento confermano la correlazione delle rispettive dinamiche anche nel 2025, alimentando probabilmente una fase di consolidamento su livelli alti. Il nuovo apprezzamento del dollaro USA, seguito all'elezione di Trump e alla cautela della Fed circa il percorso futuro di ribasso dei tassi americani, amplia la concorrenza del biglietto verde nei confronti dell'oro, penalizzando quest'ultimo. Pensiamo che nel 2025 una parte dei flussi di investimento difensivi non verrà intercettata dai Preziosi, col risultato di rallentare la dinamica rialzista e favorirne invece il consolidamento. Per tali motivi, abbiamo abbassato il massimo punto di arrivo dell'oro a 2.600 dollari l'oncia, dai precedenti 3.000 dollari, per confermare la nostra sensazione di una dinamica rialzista ancora presente ma in deciso rallentamento rispetto all'anno che si sta per concludere. Di conseguenza, la media delle previsioni sui prossimi trimestri, pur se ancora robusta, è più bassa rispetto a quella indicata qualche mese fa, risentendo della minor forza espressa dal comparto e confermando il nostro outlook Neutrale.

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

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.622,9	2.650,0	2.750,0	2.745,0	2.539,0	2.539,0
Argento (\$)	29,5	31,5	32,0	31,5	31,5	31,5
Platino (\$)	927,8	1.010,0	1.050,0	1.100,0	1.113,0	1.113,0
Palladio (\$)	919,5	1.000,0	1.060,0	1.060,0	1.056,5	1.056,5

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.622,9	2.600	2.550	2.500	2.550	2.600
Argento (\$)	29,5	32,0	31,0	31,0	31,5	33,0
Platino (\$)	927,8	1.000	1.050	1.100	1.075	1.200
Palladio (\$)	919,5	1.020	1.070	1.070	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo



## Metalli industriali: frenati dall'incertezza nella prima parte del 2025

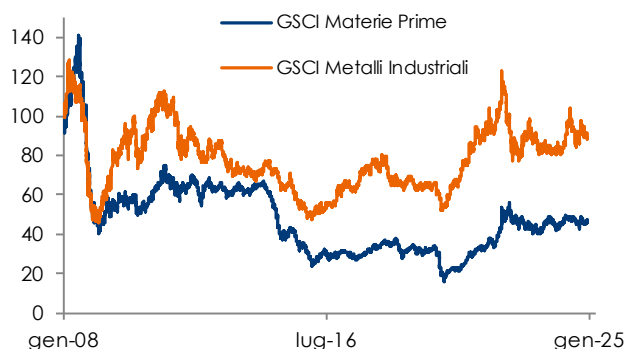
### **Calo dei consumi e nuove tariffe potrebbero frenare i metalli nella prima parte del 2025; scarsi investimenti e offerta limitata restano gli elementi alla base del cauto ottimismo di medio-lungo termine.**

I primi mesi del 2025 non saranno favorevoli al comparto dei metalli industriali a causa di uno scenario macroeconomico debole: in Cina e Stati Uniti, la crescita economica sarà probabilmente in rallentamento; in aggiunta l'eccessivo apprezzamento del dollaro americano (vista la cautela della Fed nell'abbassare i tassi di interesse il prossimo anno) fungerà da ostacolo al rialzo dei prezzi, e le autorità cinesi hanno segnalato la disponibilità a lasciar deprezzare ulteriormente lo yuan, un altro elemento di distorsione per il mercato dei metalli. Di conseguenza, almeno inizialmente, potrebbero emergere blande e temporanee pressioni al ribasso sulle quotazioni a causa del prevalere di preoccupazioni relative al rallentamento della produzione industriale e al calo della domanda mondiale di metalli. I rischi al ribasso saranno però probabilmente limitati dai modesti livelli delle scorte e dalla strutturale carenza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri), che è l'elemento principale su cui si basa il nostro scenario di cauto ottimismo sul futuro rialzo delle quotazioni dei metalli che difficilmente scenderanno a infrangere, nel 2025, i minimi registrati nel 2024. 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. Inoltre, la rimodulazione delle aspettative di taglio dei tassi negli Stati Uniti, in senso restrittivo, appare dominante, complicando ancor di più lo scenario. Sullo sfondo intravediamo il leggero miglioramento del sentiment in Cina, il principale trasformatore e consumatore di metalli, che però viene contrastato dalla prospettiva di una nuova guerra commerciale con gli Stati Uniti.

### **Cina: la guerra commerciale minacciata da Trump rischia di vanificare i timidi segnali di ripresa del ciclo cinese.**

Lo scenario futuro dei metalli industriali resta 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. La convinzione del mercato è che difficilmente quest'anno verrà centrato il target di crescita del 5%, anche se qualche segnale di miglioramento dei 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 ancora la sensazione di porsi un traguardo modesto, viste le condizioni economiche circostanti. Il meeting di dicembre del Politburo ha portato a importanti modifiche all'orientamento delle politiche economiche. Nel 2025, la strategia di politica monetaria sarà "moderatamente espansiva", ovvero la medesima formulazione utilizzata nel 2008-2010 per contrastare la crisi finanziaria globale. Il Politburo ha anche annunciato una strategia "più proattiva" per la politica fiscale nel 2025, ribadendo l'impegno a "stabilizzare i mercati immobiliari e azionari" e ad aumentare "l'aggiustamento straordinario delle politiche anticicliche". Una formulazione articolata e complessa che prelude alle scelte che verranno poi prese nell'annuale congresso di primavera. Sul fronte commerciale, in attesa delle possibili tariffazioni che vorrà adottare Trump nei confronti dei beni cinesi, il Ministero del Commercio cinese ha varato le 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. 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. Le armi cinesi per contrastare i possibili effetti negativi della nuova guerra commerciale saranno quindi, oltre alla suddetta stretta sulle esportazioni di materie prime strategiche, 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.



**GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)**

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di lungo termine**

	Valore 20.12.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.581,0	7,0	3,2	39,2
GSCI Industriali	1.657,5	3,5	-0,8	35,6
Rame (\$)	8.941,0	4,5	7,0	44,8
Alluminio (\$)	2.534,5	6,3	6,8	40,8
Zinco (\$)	2.949,7	11,7	-5,5	25,8
Nickel (\$)	15.356,0	-7,5	-45,8	5,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: l'incertezza sulla domanda futura e i timori sul commercio globale permangono ma senza impedire un progressivo aumento dei prezzi nel 2025.**

I prezzi del rame rischiano una temporanea e blanda frenata nelle prime settimane del prossimo anno, come conseguenza della posizione recentemente espressa dalla Federal Reserve che ha ipotizzato meno tagli dei tassi per il prossimo anno. Il passaggio a un approccio decisamente più prudente ha portato a un aumento dei rendimenti obbligazionari americani, a un'impennata della forza del dollaro (ai massimi da 25 mesi) e a un picco di volatilità nei mercati. Questo cambiamento ha anche causato un forte calo delle principali valute legate alle materie prime. Tutti elementi che rischiano di deprimere anche l'andamento del contratto sul rame, il cui derivato finanziario è fra gli strumenti più sensibili ai movimenti speculativi. Oltre alla prudenza della Fed, l'incertezza sulle imminenti tariffe statunitensi sui beni cinesi e i timori riguardanti le prospettive della domanda interna in Cina continueranno a tenere sotto pressione il mercato fisico del rame. L'Associazione Mineraria del Cile (il principale estrattore mondiale) stima che la produzione di rame oscillerà tra 5,4 e 5,6 milioni di tonnellate nel 2025, un dato che confermerebbe come il mercato fisico possa risultare ben fornito nel 2025. Dal lato della domanda, l'attesa per la transizione energetica alimenterà le prospettive cautamente ottimiste, di lungo periodo, per il rame. Molto resterà legato alle risposte che arriveranno dal ciclo in Cina, dopo gli stimoli fiscali e monetari che verranno implementati nel 2025. Il sistema cinese sarà ancora responsabile di circa il 56% del consumo globale di rame, ovvero circa 15 milioni di tonnellate.

**Alluminio: la guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti e le tensioni con la Russia peseranno sull'alluminio.**

In attesa delle decisioni di Trump in merito alle tariffe sulle importazioni cinesi, alluminio e rame potrebbero registrare migliori performance rispetto alla media del comparto, grazie a una domanda in espansione e complice una maggiore predilezione da parte degli investitori finanziari verso i contratti di questi due metalli. Per entrambi, prevediamo un rialzo di circa il 10% nei prossimi dodici mesi. L'alluminio potrebbe rivelarsi più volatile rispetto al rame perché, oltre al tema delle guerre commerciali fra Stati Uniti e Cina, risente direttamente anche delle tensioni geopolitiche con la Russia, uno dei più importanti produttori al mondo di alluminio. Di conseguenza, peggioramenti o distensioni del conflitto in corso in Ucraina si rifletteranno probabilmente in maniera diretta sulle quotazioni dell'alluminio. 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 progressivamente crescere anche nel medio-lungo periodo.

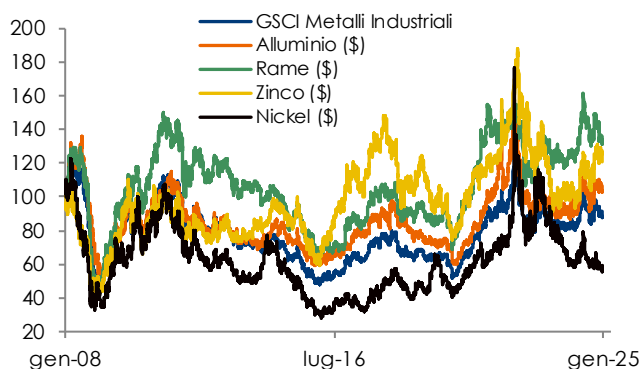
**Zinco: l'attesa per le prossime mosse degli Stati Uniti amplia l'incertezza per lo zinco nel 2025.**

I prezzi dello zinco resteranno sotto pressione nel 2025, a causa della persistente incertezza relativa alla domanda in Cina. Il calo dei prezzi delle case per il 17° mese consecutivo, a novembre, ha evidenziato come le problematiche del comparto edilizio cinese, il maggiore consumatore globale di zinco, restino pressoché immutate. Le recenti misure di stimolo di Pechino non sono

riuscite a suscitare quell'ottimismo che ci si attendeva, a causa dell'ormai consueta mancanza di dettagli. Inoltre, le esportazioni e le importazioni totali della Cina hanno entrambe deluso le aspettative, alimentando preoccupazioni sul settore delle costruzioni. Sul fronte della produzione, le scorte di zinco cinesi monitorate dallo Shanghai Futures Exchange sono in calo, come conseguenza anche della probabile minor produzione nel 2024, che il mercato stima in calo del 6% a/a in Cina. A livello globale, il deficit del mercato dello zinco si è ampliato a 69.100 tonnellate metriche in ottobre, rispetto alle 47.000 tonnellate di settembre, secondo l'International Lead and Zinc Study Group. Nonostante ciò, il mercato ha registrato un surplus cumulativo di 19.000 tonnellate per i primi dieci mesi del 2024, in calo significativo rispetto al surplus di 356.000 tonnellate dell'anno scorso, in gran parte dovuto a un calo del 3,8% nella produzione mineraria globale. Un finale d'anno carico di incertezze che prelude a un 2025 in cui la pressione rialzista porterà, nelle nostre previsioni, solo a un marginale rialzo delle quotazioni.

**Nickel: le prossime scelte strategiche dell'Indonesia influenzeranno il mercato del nickel anche nel 2025.** Questo finale d'anno all'insegna della debolezza per le quotazioni del nickel potrebbe però creare i presupposti per un maggior recupero nel 2025. L'ipotesi di minori tagli dei tassi americani nel 2025, prospettata dalla Fed, ha inciso negativamente sulle dinamiche del nickel, vanificando l'effetto positivo rappresentato dalle indiscrezioni che vorrebbero l'Indonesia pronta a un'ampia riduzione dell'estrazione di minerale, a partire dal prossimo anno. Costo del denaro più alto negli Stati Uniti significa finanziamenti più gravosi per le aziende siderurgiche e minerarie oltre a un dollaro più forte, un fattore che ostacola il recupero dei contratti finanziari di tutti i metalli, non solo del nickel, espressi nella valuta americana. Un quadro che ha smorzato l'ottimismo diffuso alla notizia che l'Indonesia stia valutando tagli profondi ai volumi di estrazione nel tentativo di aumentare i prezzi in calo del metallo. Le indiscrezioni indicherebbero una riduzione a circa 150 milioni di tonnellate per il 2025; ciò rappresenterebbe una decisa diminuzione rispetto ai 272 milioni di tonnellate di quest'anno. Nonostante il 2024 si chiuda con una performance negativa per il nickel, a causa dell'enorme mole di offerta dall'Indonesia e del rallentamento delle vendite di veicoli elettrici, come per gli altri metalli, nel brevissimo ci attendiamo una blanda 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

	20.12.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.657,5	-3,0	-4,5	4,6	3,5
Rame (\$)	8.941,0	-5,7	-9,3	4,2	4,5
Alluminio (\$)	2.534,5	2,0	0,5	13,1	6,3
Zinco (\$)	2.949,7	3,9	4,8	15,3	11,7
Nickel (\$)	15.356,0	-7,0	-11,9	-8,9	-7,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale: prevale la prudenza a causa dell'incertezza di breve periodo. Nel lungo termine invece restiamo cautamente ottimisti a causa della strutturale scarsità di investimenti che necessariamente dovrà premere al rialzo sui prezzi.** Lo scenario di breve per il comparto dei metalli appare complicato, in vista dell'insediamento del neoeletto presidente Trump (ad inizio 2025), al punto da vanificare 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. Per tali ragioni, confermiamo il nostro outlook Neutrale nel breve periodo, facendo prevalere la prudenza in questo inizio 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. 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. Il deficit di offerta presente nel sistema delle forniture continua ad ampliarsi, pesando sul mercato fisico. Quando si concretizzerà l'atteso incremento della richiesta, dovuto alla transizione energetica (superati i ritardi di implementazione che hanno caratterizzato il 2024), questo alimenterà lo squilibrio già esistente su molti metalli, finendo per premere al rialzo sui prezzi.

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

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	8.941,0	9.475	9.600	9.702	9.766	9.766
Alluminio (\$)	2.534,5	2.600	2.600	2.588	2.607	2.607
Zinco (\$)	2.949,7	2.930	2.915	2.863	2.763	2.763
Nickel (\$)	15.356,0	16.269	16.200	16.550	17.268	17.268

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	8.941,0	9.600	9.700	9.800	9.750	10.100
Alluminio (\$)	2.534,5	2.750	2.800	2.850	2.825	2.900
Zinco (\$)	2.949,7	3.140	3.160	3.180	3.170	3.250
Nickel (\$)	15.356,0	16.000	16.200	16.600	16.450	18.000

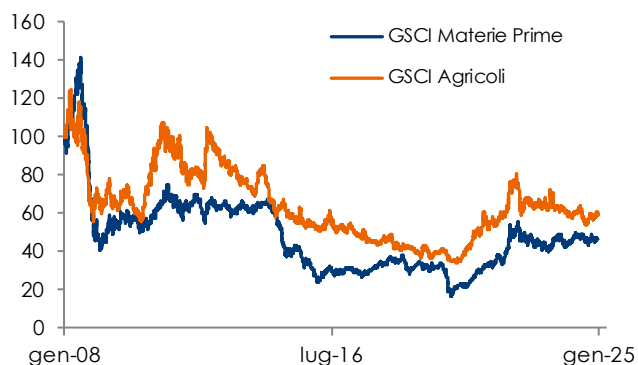
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: pressioni comuni ma dinamiche diverse nel 2025

### Probabile rincaro degli alimenti nel 2025, guidato dalle pressioni sulle granaglie e parzialmente dalle soft commodity.

Le ultime settimane hanno visto una marginale frenata dei prezzi delle granaglie e un rincaro invece per le soft commodity. Andamento che si è riflesso anche sui recenti dati di inflazione nelle principali economie avanzate. Gli ultimi dati relativi ai prezzi al consumo (CPI) e ai prezzi dei fattori produttivi (PPI) hanno registrato proprio nella componente collegata a cibo e bevande i maggiori rialzi. Le quotazioni dei principali cereali hanno rallentato nell'ultimo mese ma questo non ha fatto altro che rafforzare il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine secondo il quale resteranno oggetto di pressioni rialziste per tutto il prossimo anno. Gli elementi alla base di questo scenario sono le immutate tensioni geopolitiche (in particolare quelle in Medio Oriente), mentre si attendono le decisioni in materia di politica estera del neoeletto presidente Trump. I cereali si avviano quindi verso nuovi rialzi e ci attendiamo possano chiudere il 2025 su livelli superiori agli attuali, complici stime di produzione meno ottimistiche, preoccupazioni relative alla sicurezza delle forniture e persistenti rischi in un quadro di condizioni metereologiche sfavorevoli. L'instabilità dell'area mediorientale rende volatile lo scenario sulle commodity agro-alimentari provenienti dal Sud Est asiatico, sostenute nel breve dai disagi legati ai trasporti nel Mar Rosso ma da cui ci attendiamo un fisiologico storno nel corso del prossimo anno. Infine, proprio per il riproporsi di tutta una serie di elementi di tensione anche nel 2025, pensiamo che possa tornare a incidere la speculazione finanziario-commerciale che, facendo leva sull'incertezza (vera o presunta) delle forniture, farà rincarare il costo al dettaglio degli alimenti, distorcendo la reale dinamica dei prezzi rispetto a quanto pagato in origine agli agricoltori.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

	Valore 20.12.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.581,0	7,0	3,2	39,2
GSCI Agricoli	506,6	-1,2	-8,5	48,0
Mais (\$ cent)	446,3	-5,3	-31,6	15,1
Frumento (\$ cent.)	533,0	-15,1	-29,0	-1,7
Soia (\$ cent)	974,5	-24,7	-34,1	5,0
Cotone (\$ cent)	68,1	-16,0	-22,5	0,1
Cacao	11.954,0	184,9	378,5	394,6
Zucchero	19,5	-5,2	-5,2	44,1
Caffè (arabica)	325,0	72,6	93,7	148,7
Caffè (robusta)	5.011,0	64,5	156,2	273,7

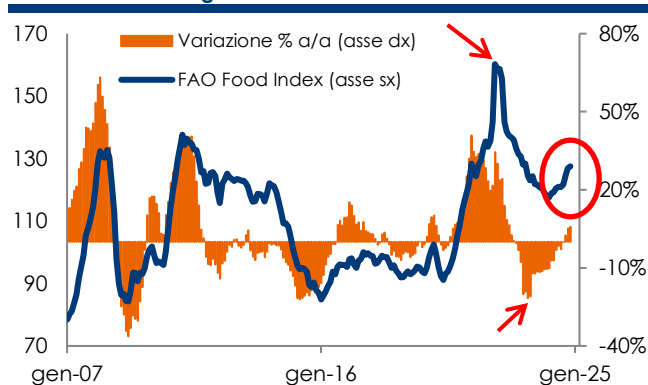
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: prezzi alimentari in rialzo a novembre.** A novembre, l'indice FAO dei prezzi alimentari ha raggiunto 127,5 punti, il livello più alto da aprile 2023, segnando un incremento dello 0,5% rispetto a ottobre e del 5,7% a/a, pur rimanendo inferiore del 20,4% rispetto al picco di marzo 2022. I prezzi degli oli vegetali sono aumentati del 7,5%, con il 2° forte rialzo consecutivo e un incremento del 32% rispetto all'anno precedente, grazie alla robusta domanda internazionale. L'indice dei lattiero-caseari è salito dello 0,6%, trainato dalla maggiore domanda globale di latte intero in polvere. Il burro ha raggiunto nuovi massimi per via della riduzione delle scorte in Europa, mentre i prezzi del formaggio sono aumentati a causa della limitata disponibilità per l'export. In controtendenza, l'indice dei cereali è sceso del 2,7%, con il grano in calo per la debole domanda globale e le maggiori forniture dall'emisfero australe, mentre il mais è rimasto stabile, bilanciato tra la forte domanda interna in Brasile e condizioni climatiche favorevoli in Sud America. Il riso ha registrato un calo del 4%, influenzato dalla maggiore concorrenza tra esportatori e dalle pressioni dei raccolti. Anche i prezzi dello zucchero sono diminuiti del 2,4% per l'avvio della stagione di spremitura in India e Thailandia, che ha mitigato i timori sulle prospettive dei raccolti futuri. Infine, l'indice dei prezzi della carne è diminuito dello 0,8%, soprattutto per la

carne suina, penalizzata da abbondanti scorte e domanda debole nell'Unione Europea; i prezzi delle carni ovine e di pollame hanno registrato lievi flessioni, mentre quelli della carne bovina sono rimasti stabili, con esportazioni brasiliane più costose, compensate da prezzi più bassi in Australia.

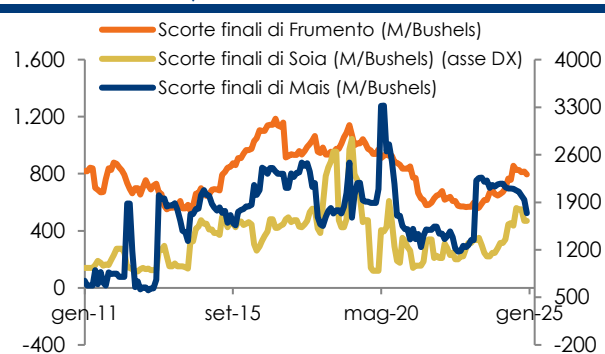
**FAO: produzione cerealicola mondiale in calo nel 2024.** Le previsioni FAO indicano una diminuzione dello 0,6% nella produzione cerealicola mondiale per il 2024, che si è attestata a 2.841 mln di tonnellate. Sebbene questa stima sia stata rivista al ribasso rispetto a ottobre, rappresenta comunque la 2° produzione più alta mai registrata. La produzione di grano dovrebbe mantenersi stabile rispetto al 2023, con 789 mln di tonnellate. Tuttavia, la produzione di mais è prevista in calo dell'1,9%, a 1.271 mln di tonnellate, a causa di raccolti inferiori nell'Unione Europea e negli Stati Uniti. Al contrario, la produzione di riso dovrebbe aumentare dello 0,8%, raggiungendo un livello record di 538,8 mln di tonnellate. Guardando al 2025, i prezzi più bassi del grano potrebbero scoraggiare l'espansione delle superfici coltivate nell'emisfero settentrionale. In Russia, le scarse precipitazioni hanno ridotto l'umidità del suolo, influenzando le semine, mentre in Cina e in India si prevede un aumento delle piantagioni grazie a condizioni favorevoli e politiche di sostegno governative. L'utilizzo globale dei cereali è previsto in crescita dello 0,6%, raggiungendo i 2.859 mln di tonnellate nel 2024/25, trainato dall'aumento del consumo alimentare di riso e grano. Al contempo, le scorte mondiali di cereali dovrebbero diminuire dello 0,7%, con un rapporto scorte-utilizzo stimato al 30,1%, in calo rispetto al 30,8% dell'anno precedente, ma indicativo di una disponibilità ancora adeguata. Il commercio internazionale di cereali è previsto in calo del 4,6% nel 2024/25, scendendo a 484 mln di tonnellate. Si attendono diminuzioni per i volumi di grano e mais, mentre il commercio di riso dovrebbe aumentare.

**FAO Food Index da gennaio 2007**



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (novembre 2024)

**Scorte finali di cereali, stime WASDE**



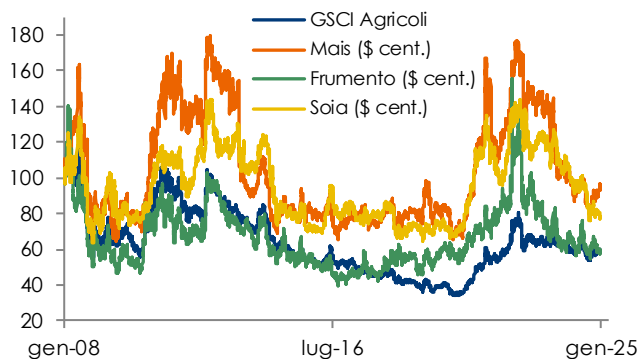
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (novembre 2024)

**WASDE: il report di dicembre conferma pressione sul frumento e stabilità per mais e soia, con revisioni produttive moderate.**

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di dicembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2024/25, evidenziando una leggera riduzione delle scorte di mais e una stabilità generale per frumento, cereali e soia. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è stimata a 1.217,9 milioni di tonnellate, in lieve calo rispetto ai 1.219,4 milioni previsti a novembre, con riduzioni in UE, Messico e Indonesia, parzialmente compensate da aumenti in Ucraina. Le esportazioni globali crescono a 193,0 milioni di tonnellate (+3,1 milioni rispetto a novembre), grazie agli incrementi per Stati Uniti e Canada, mentre le scorte finali globali scendono a 323,3 milioni di tonnellate (-7,7 milioni rispetto a novembre), riflettendo soprattutto riduzioni in Cina e Indonesia. La produzione globale di cereali (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista a 1.499,1 milioni di tonnellate, in lieve calo rispetto ai 1.499,7 milioni di novembre. Il

consumo mondiale è stimato in aumento a 1.523,0 milioni di tonnellate, con esportazioni riviste al rialzo a 231,8 milioni di tonnellate, principalmente grazie agli Stati Uniti. Le scorte finali globali di cereali secondari sono stimate in diminuzione a 323,3 milioni di tonnellate (-6,6 milioni rispetto a novembre). Le previsioni sul mercato globale del **frumento** indicano una produzione mondiale di 792,9 milioni di tonnellate, in ribasso rispetto ai 794,7 milioni previsti a novembre, a causa delle revisioni al ribasso per l'UE e il Brasile, parzialmente compensate dagli aumenti in Kazakistan. Il consumo mondiale è previsto scendere a 802,5 milioni di tonnellate (-0,9 milioni rispetto a novembre), mentre le esportazioni globali calano a 213,7 milioni di tonnellate (-1 milione), con riduzioni per Russia e UE. Le scorte finali globali di frumento aumentano leggermente a 257,9 milioni di tonnellate (+0,3 milioni rispetto a novembre). Per il mercato globale della **soia**, la produzione mondiale è prevista in aumento a 427,1 milioni di tonnellate (+1,7 milioni rispetto a novembre), grazie agli incrementi in Argentina e Bolivia. Le scorte finali globali sono riviste al rialzo a 131,9 milioni di tonnellate (+0,2 milioni), principalmente a causa della maggiore attività di trasformazione in Argentina e Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	20.12.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	506,6	1,4	1,2	-1,0	-1,2
Mais (\$ cent.)	446,3	11,1	1,5	-5,0	-5,3
Frumento (\$ cent.)	533,0	-6,2	-6,9	-12,6	-15,1
Soia (\$ cent.)	974,5	-3,7	-15,6	-25,5	-24,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo: pressioni rialziste sulle granaglie e soft commodity nel 2025; per queste ultime è atteso però un fisiologico storno nel corso dell'anno.

Rispetto al mese scorso le granaglie hanno registrato una parziale frenata, come conseguenza dei minori dubbi sull'effettiva resa e dimensione dei raccolti estivi che garantiranno mercati fisici ben forniti, almeno nella prima parte del prossimo anno. Nonostante la qualità e quantità della produzione di cereali nelle principali aree agricole siano buone, ai timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di approvvigionamento si sommano i rischi geopolitici, col probabile risultato di surriscaldare nuovamente i prezzi degli alimenti nel 2025. Il quadro di tensione in Medio Oriente, oltre a registrare un nuovo fronte di incertezza (il vuoto di potere in Siria), resta in attesa delle decisioni in materia di politica estera che il presidente Trump vorrà prendere per tentare di stabilizzare l'area. L'escalation mediorientale si rafforza quindi come elemento centrale dello scenario per le soft commodity che arrivano dal Sud Est asiatico, o dei prodotti agro-alimentari (lavorati o freschi) che l'Europa esporta verso i mercati asiatici di sbocco. La speculazione finanziaria continuerà a distorcere i mercati, mantenendo sotto pressione i coloniali e ampliandone la volatilità di breve. Nel corso del prossimo anno ci attendiamo però un fisiologico storno, specie su alcuni prodotti come cacao e caffè che hanno raggiunto livelli di prezzo incoerenti con i rispettivi fondamentali. Per concludere, il nostro giudizio sul comparto agricolo resta, nel suo insieme, Moderatamente Positivo, con stime in rialzo per le granaglie e di consolidamento, su livelli alti, per le soft commodity, a cui dovrebbe far seguito un calo delle quotazioni nel corso del 2025.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli**

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (cent. \$)	446,3	430,0	450,0	450,0	467,5	467,5
Frumento (cent. \$)	533,0	560,0	575,0	587,0	622,5	622,5
Soia (cent. \$)	974,5	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.057,5	1.057,5

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli**

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (\$ cent.)	446,3	460	465	465	465	475
Frumento (\$ cent.)	533,0	595	610	615	610	630
Soia (\$ cent.)	974,5	1.065	1.110	1.200	1.145	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

**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 si riproporrà anche nel 2025 e che favorirà ancora l'azione della speculazione finanziaria che inciderà sulla volatilità del comparto, in un contesto in cui ci attendiamo comunque un fisiologico storno delle quotazioni di quasi tutti i coloniali per il prossimo anno.

**Cotone: il rapporto WASDE di dicembre rivede al rialzo la produzione, il consumo e le scorte finali di cotone.**

Il WASDE di dicembre ha rivisto al rialzo le stime per la produzione, il consumo e le scorte finali di cotone relative alla stagione 2024/25. Revisione marginalmente positiva anche per il volume del commercio internazionale. La produzione mondiale è stata rivista al rialzo di 1,2 milioni di balle a 117,4 milioni, in gran parte dovuta all'aumento di 1 milione di balle per il raccolto dell'India. Ci sono stime di raccolti maggiori anche per Argentina, Benin e Brasile, mentre il WASDE prevede raccolti inferiori per Mali e Burkina Faso. Il consumo mondiale è stato rivisto al rialzo di 570.000 balle grazie agli aumenti in India, Pakistan e Vietnam, che hanno più che compensato la riduzione degli scambi commerciali in Cina. Il volume delle esportazioni globali è stato rivisto al rialzo di 80.000 balle grazie agli aumenti attesi in Brasile, Benin, Camerun e Senegal, che hanno più che compensato le riduzioni di Burkina Faso e Mali. Le scorte finali sono previste in aumento di 267.000 balle poiché le maggiori riserve per Argentina, Stati Uniti e Pakistan hanno più che compensato le riduzioni del Brasile. Nonostante non cambi il quadro di incertezza che caratterizza il mercato del cotone, restiamo dell'idea ci sia spazio per un marginale rialzo dei prezzi nel breve e poi nel medio-lungo termine.

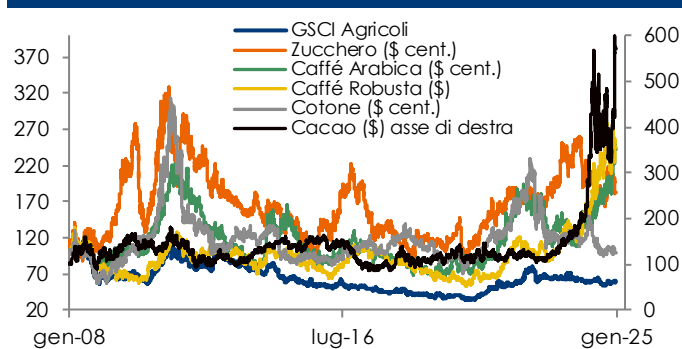
**Zucchero: nonostante il rincaro del petrolio, i prezzi dello zucchero resteranno deboli nel breve termine a causa di stime migliori sull'offerta, ma pronti a recuperare nel corso del 2025.**

Prosegue il ribasso dello zucchero in questo finale d'anno, nonostante i prezzi del petrolio restino sostenuti, un fattore che abitualmente sposta la raffinazione di canna da zucchero e barbabietola dalla produzione di dolcificante a quella di etanolo. A deprimere le quotazioni è la revisione effettuata dall'International Sugar Organization (ISO) che 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. La prospettiva di avere un mercato ben fornito sta fisiologicamente frenando il rincaro dello zucchero ma senza smentire la nostra previsione di recupero delle quotazioni nel corso del 2025. La domanda di zucchero grezzo per la produzione di etanolo resterà in crescita anche il prossimo anno, complice la decisione dei produttori petroliferi di prorogare i tagli volontari all'offerta petrolifera almeno al 1° trimestre del 2025. Una decisione che manterrà il costo del petrolio su livelli sostenuti favorendo la produzione di etanolo. In Brasile, principale produttore mondiale, si prevede che nella stagione 2024/25 il 51,8% della canna da zucchero sarà destinato alla produzione del dolcificante alimentare, mentre il restante 48,2% sarà utilizzato per produrre etanolo. Si tratta di un aumento deciso della quota rispetto alle precedenti stagioni. In aggiunta, la produzione di zucchero del Centro-Sud del Brasile (2024/25) è recentemente diminuita; UNICA (Brazilian Sugarcane Industry Association) ha comunicato un calo del -3,7% a/a fino al 30 novembre, a 39,36 milioni di tonnellate. Medesimo messaggio è arrivato anche dalla National Federation of India



Cooperative Sugar Factories, che ha riferito che la produzione di zucchero indiano, nel periodo 1° ottobre-15 dicembre, è scesa del 18% a/a a 6,1 milioni di tonnellate. Si conferma quindi un quadro variegato per la stagione in corso che vedrà i prezzi dello zucchero consolidare nel breve e in maggior recupero nel medio-lungo periodo.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	20.12.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	506,6	1,4	1,2	-1,0	-1,2
Cotone	68,1	-5,7	-3,9	-14,1	-16,0
Cacao	11.954,0	56,1	24,5	177,4	184,9
Zucchero	19,5	-13,9	3,3	-6,7	-5,2
Caffè (arabica)	325,0	29,6	41,2	70,5	72,6
Caffè (robusta)	5.011,0	-6,9	14,6	66,6	64,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Caffè: finale d'anno sui massimi storici per la qualità Arabica mentre consolida il recupero la Robusta; ci attendiamo un 2025 di fisiologico storno.

I prezzi del caffè, dopo il fortissimo recupero di novembre, complice il deterioramento dei fondamentali su dimensione e resa dei raccolti e sulle attese di maggiori consumi in vista delle imminenti festività, si avviano a chiudere l'anno in prossimità dei massimi. I prezzi dell'Arabica hanno segnato un nuovo massimo dalla fine degli anni '70 ed ora stazionano poco sotto, mentre la qualità Robusta consolida poco distante dai massimi storici segnati lo scorso settembre. Il consolidamento in atto sui prezzi di entrambe le qualità di caffè è legato a una serie di fattori comuni: il ribasso del real brasiliano e l'aumento delle scorte monitorate dal mercato ICE (Intercontinental Exchange, Inc.). La cautela della Fed nell'abbassare i tassi il prossimo anno negli Stati Uniti ha nuovamente spinto al rialzo il dollaro americano (valuta che esprime tutti i derivati finanziari delle principali materie prime) e di conseguenza depresso il real brasiliano, sceso al minimo storico contro il biglietto verde. Una situazione che inevitabilmente ha frenato i prezzi del caffè. L'altro fattore che sta favorendo il consolidamento dei prezzi è l'incremento delle riserve: le scorte di caffè Arabica monitorate dall'ICE sono salite al massimo da 2 anni e mezzo a 965.715 sacchi, nelle scorse settimane. Medesima situazione per la qualità Robusta che ha visto incrementare le riserve depositate all'ICE in questo finale d'anno, dopo che per molte settimane erano rimaste vicine al minimo da inizio anno, favorendo il recupero dei prezzi di novembre. Nel breve pensiamo che le quotazioni del caffè Arabica resteranno sostenute dalle condizioni di siccità in Brasile, il più grande produttore mondiale di questa qualità. Volcafe (uno dei maggiori commercianti di caffè Arabica e Robusta al mondo) ha ridotto recentemente la sua stima di produzione di caffè Arabica brasiliano, per la stagione 2025/26, a 34,4 milioni di sacchi, in calo di circa 11 milioni di sacchi rispetto alla stima di settembre, dopo che i loro esperti hanno verificato la gravità dei danni causati alle piantagioni dalla siccità prolungata. Volcafe prevede inoltre un deficit globale di caffè Arabica (2025/26) di 8,5 milioni di sacchi, più ampio del deficit di 5,5 milioni di sacchi del 2024/25, che corrisponderebbe al quinto anno consecutivo di deficit. Discordante invece il messaggio diffuso dal Foreign Agriculture Service (FAS) dell'USDA (United States Department of Agriculture) sulla stagione in corso. Secondo il FAS la produzione mondiale di caffè nel 2024/25 aumenterà del +4,0% a/a a 174,85 milioni di sacchi, con un aumento del +1,5% di Arabica (a 7,845 milioni di sacchi) e un incremento del +7,5% per la Robusta (a 77,01 milioni di sacchi). Il FAS stima che le scorte finali 2024/25 scenderanno del -6,6%, al minimo da 24 anni, a 20,867 milioni di sacchi dai precedenti 22,347 milioni. Un quadro incerto che potrebbe favorire uno storno fisiologico dei prezzi nel 2025, visti gli altissimi livelli raggiunti dalle quotazioni di entrambe le varietà di caffè.

**Cacao: nuovi massimi storici a fine 2024, probabile storno nel 2025.** I prezzi del cacao hanno superato i 12.500 dollari la tonnellata il 18 dicembre, segnando un nuovo record storico, ad oltre il triplo del prezzo registrato all'inizio del 2024 (4.000 dollari la tonnellata). I motivi del rialzo restano legati ai timori di raccolti ridotti, a causa della siccità, in Africa Occidentale, una regione che produce circa il 75% del cacao mondiale. Finora, l'impatto sui consumatori è più sfumato rispetto ai movimenti registrati dalle quotazioni della materia prima, anche se le principali aziende attive nel mercato del cioccolato hanno tutte aumentato i prezzi, citando i costi più elevati del cacao. Un'evidenza emersa anche nelle ultime statistiche sull'inflazione nei paesi sviluppati, dove alimenti (e carburanti) hanno registrato un nuovo surriscaldamento dei prezzi. Il timore è quello di un aumento senza precedenti di circa il 10% per i prezzi del cioccolato il prossimo anno. La Costa d'Avorio, che produce oltre un terzo del cacao mondiale, dovrebbe registrare una notevole diminuzione della sua produzione, stimata a 1,9 milioni di tonnellate per la stagione 2024/25, ovvero un calo di quasi il 10% rispetto alla previsione iniziale del Governo ivoriano di 2,1-2,2 milioni. Il cambiamento climatico, i bassi salari degli agricoltori e le malattie e i parassiti infestanti che aggrediscono le colture sono tutti fattori che avranno ripercussioni sulla resa dei raccolti della Costa d'Avorio anche per il prossimo anno. Questo quadro, che contiene ancora elementi supportivi per il cacao, ci fa propendere per una 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 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	68,1	71,0	72,5	73,1	76,0	76,0
Cacao	11.954,0	8.148	8.200	8.000	7.000	7.000
Zucchero	19,5	21,7	21,3	22,0	22,0	22,0
Caffè (arabica)	325,00	263,1	270,8	278,7	290,0	290,0
Caffè (robusta)	5.011,0	4.900	4.500	4.400	3.950	3.950

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 20.12.24	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	68,1	72	73	75	74	76
Cacao	11.954,0	8.400	8.200	8.000	8.100	7.000
Zucchero	19,5	21,5	22,0	22,5	22,3	23,0
Caffè (arabica)	325,0	320	310	300	305	290
Caffè (robusta)	5.011,0	4.900	4.700	4.600	4.675	4.400

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 27.11.2024.

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](http://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:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi