

Le Commodity consolidano in un clima di incertezza

Energia: outlook Neutrale, il cambio di strategia dell'OPEC+ invita alla cautela

Il ribasso delle quotazioni petrolifere, registrato nelle ultime settimane, è la conseguenza non solo dei timori sulla futura domanda di energia ma anche del netto cambio di strategia dell'OPEC+. Nonostante il mercato stia probabilmente sottovalutando alcuni rischi rialzisti, il nostro approccio resta improntato alla cautela nel breve termine, con previsioni per i prezzi del petrolio intorno ai valori attuali. L'eccessiva fiducia sul buon esito delle trattative rischia di alterare la percezione delle reali conseguenze sul gas europeo in caso di mancato accordo sull'Ucraina.

Metalli preziosi: outlook Neutrale nonostante i nuovi record registrati dall'oro

Il nostro scenario di previsione resta ancorato all'ampliarsi dell'avversione al rischio sui mercati, come conseguenza dell'incertezza generata dalle politiche commerciali di Trump, a cui si sommano le difficoltà nel trovare un accordo sull'Ucraina. Per tutte queste ragioni e nonostante i nuovi record registrati dal metallo aureo, abbiamo pressoché riconfermato le previsioni per l'oro nel 2025 (con solo minimi rialzi dei target), ribadendo una sostanziale neutralità per il comparto.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo e cautela nel breve a causa dei dazi

Nonostante permanga il clima di incertezza sul comparto dei Metalli industriali, non cambiano i tre fattori a sostegno del possibile recupero dei prezzi: le tensioni commerciali, l'erosione delle scorte e l'aumento della spesa militare. Per questi motivi, manteniamo il nostro outlook Moderatamente Positivo, confermando però una certa cautela nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante sulle tariffe e le possibili rappresaglie commerciali.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo in un quadro di forte incertezza sui dazi

Nel breve termine proseguirà la fase di tensione legata alle incertezze e ai timori sulle possibili conseguenze della guerra commerciale sul comparto agricolo globale, invitandoci a un approccio prudente. Non cambia la nostra previsione di medio-lungo termine, che vede le granaglie oggetto di pressioni rialziste. Le nuove tariffe imposte dagli USA a molti Paesi emergenti, responsabili dell'export di prodotti coloniali, non modificano la nostra attesa di fisiologico storno dei prezzi nel corso dell'anno per caffè e cacao (ma non per zucchero e cotone).

■ Soft Commodity:

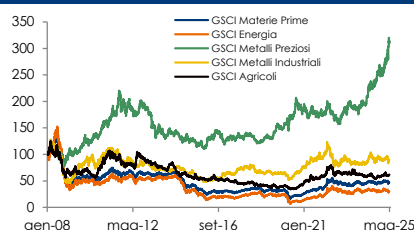
- ☐ **Cotone:** il WASDE di aprile rivede al ribasso la produzione sostenendo il rialzo del cotone.
- ☐ **Zucchero:** i dati recenti da India e Brasile confermano le tensioni sul mercato fisico.
- ☐ **Caffè:** nonostante il recente recupero di Arabica e Robusta, non escludiamo lo storno.
- ☐ **Cacao:** malgrado il recente recupero dei prezzi, non cambiano le attese di ribasso.

Performance degli indici commodity

	Valore 28.04.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.626,9	-0,8	10,0	180,7
GSCI Energia	588,1	-7,6	5,6	315,2
GSCI Met. Preziosi	3.652,7	25,0	61,6	86,4
GSCI Met. Industriali	1.673,0	1,6	2,2	63,2
GSCI Prod. Agricoli	522,0	1,4	-3,5	77,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati, Bloomberg e previsioni di consenso al 28.04.2025

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

29 aprile 2025 - 17:03 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

29 aprile 2025 - 17:10 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Apr.	Mar.
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

(%)	2025	2024
WTI	-13,5	0,1
Brent	-11,8	-3,1
Gas naturale	-12,7	44,5
Gasolio	-10,4	-7,4
Oro	26,2	27,5
Argento	12,9	21,4
Rame	7,0	2,4
Alluminio	-4,6	7,0
Zinco	-12,1	11,9
Nickel	1,9	-7,7
Mais	3,7	-2,7
Frumento	-6,5	-12,2
Soia	5,4	-22,8
Cotone	-3,0	-15,6
Caffè Arabica	31,8	69,8

Fonte: Bloomberg. Dati al 28.04.2025

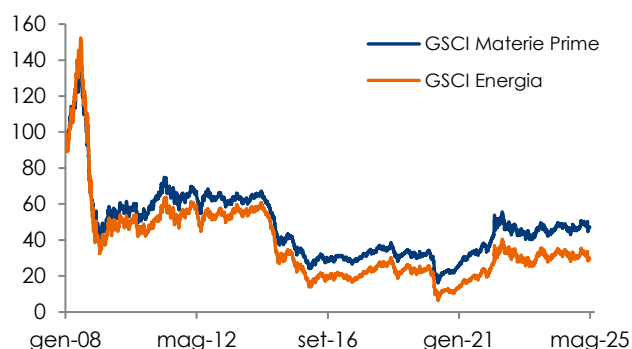
Energia: petrolio e metano frenano in un clima di grande incertezza

Non cala l'incertezza generata dall'introduzione delle tariffe di Trump, finendo per pesare su tutte le commodity, per le quali si attende di capire quanto questo impatterà sulla crescita globale e, conseguentemente, sulla domanda di materie prime.

Non cambiano gli elementi che dominano lo scenario, ovvero l'incertezza generata dalle tariffe commerciali introdotte da Trump e i timori per le loro conseguenze sulla crescita economica globale e, in ultimo, sulla domanda di commodity. Questa situazione manterrà alta la volatilità sul settore, almeno per tutta la prima parte del 2025. Il 2 aprile scorso, il Presidente degli Stati Uniti Trump ha avocato a sé i poteri straordinari conferiti dall'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), introducendo un nuovo sistema tariffario con impatto sull'economia globale attraverso un dazio universale e altri reciproci su singoli paesi. A partire dal 5 aprile, è stata applicata una tariffa standard del 10% su tutte le importazioni, estesa anche ai paesi con cui gli USA non registrano alcun deficit commerciale. A causa delle forti turbolenze sui mercati finanziari generate da questa mossa, a pochi giorni di distanza (il 9 aprile) l'Amministrazione americana ha sospeso per 90 giorni l'applicazione delle tariffe "reciproche" più elevate, applicate a quei paesi con disavanzi commerciali significativi, mantenendo però in vigore la tariffa base del 10%. Fa eccezione la Cina, per la quale il dazio "reciproco" è stato aumentato al 125% che, sommato al 20% già esistente, ha portato la media della penalizzazione al 145%. Questa misura è stata giustificata dalla Casa Bianca come risposta alla mancanza di cooperazione da parte di Pechino. L'amministrazione Trump ha giustificato tutte queste misure con la necessità di correggere gli squilibri cronici nei rapporti commerciali bilaterali e contrastare pratiche percepite come sleali, come la manipolazione valutaria e l'imposizione di imposte sul valore aggiunto (IVA) da parte di altri paesi. Il sistema tariffario rimane dinamico: in caso di ritorsioni commerciali, le tariffe potranno essere aumentate; in presenza di cooperazione, potranno invece essere ridotte. Sono previste esenzioni per beni già assoggettati a tariffe esistenti (acciaio, alluminio, auto), prodotti strategici (semiconduttori, farmaci, rame, legname, energia non reperibile internamente) e articoli legati alla sicurezza nazionale. Sebbene le probabilità di una recessione statunitense siano in aumento, non è da escludere uno scenario di forte rallentamento (ma non recessivo), accompagnato da un moderato incremento dell'inflazione. Un quadro che rischia di essere fortemente penalizzante per la domanda di materie prime. Di contro, resta valida l'ipotesi di una possibile correzione di rotta da parte dell'Amministrazione americana ma senza negare il messaggio politico lanciato dagli Stati Uniti, che appaiono fortemente intenzionati a rinegoziare le regole del commercio internazionale, anche a costo di destabilizzare i mercati nel breve periodo.

Come cambiano i dazi per Canada, Messico ed Europa. Per quanto riguarda Canada e Messico, i beni conformi all'accordo USMCA (United States–Mexico–Canada Agreement) restano esenti dai dazi. Tuttavia, le merci non conformi sono soggette a una tariffa del 25%. Se in futuro dovessero cessare gli ordini IEEPA precedenti, si prevedrebbe una tariffa reciproca del 12% per i beni non coperti dall'USMCA. Per l'Unione Europea, la tariffa del 20% è in linea con le attese. Tuttavia, con la sospensione delle tariffe "reciproche" per 90 giorni, l'aliquota effettiva applicata alle importazioni europee negli USA rimane al 10%. L'impatto stimato sul PIL è di qualche decimo di punto percentuale. Gli effetti sull'inflazione dell'area euro sono incerti e dipenderanno dalla risposta della UE stessa: in assenza di ritorsioni, gli effetti al ribasso sull'attività economica dell'Eurozona potrebbero innescare pressioni deflazionistiche anche sui prezzi domestici. Tuttavia, se l'UE introducesse tariffe di pari entità sui prodotti americani, così come aveva annunciato di fare prima della sospensione, l'impatto potrebbe essere significativo. La presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen, ha espresso la disponibilità dell'UE a negoziare con gli Stati Uniti per rimuovere le barriere al commercio transatlantico, ma ha anche avvertito che l'Europa è pronta a rispondere con contromisure adeguate.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.04.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.626,9	-0,8	10,0	180,7
GSCI Energia	588,1	-7,6	5,6	315,2
WTI (\$)	62,1	-13,5	-19,2	312,0
Brent (\$)	65,9	-11,8	-17,2	192,2
Gas Naturale (\$)	3,2	-12,7	31,5	69,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'OPEC+ immetterà una maggior produzione rispetto a quanto concordato inizialmente, a partire dal 1° maggio.

L'OPEC+ aumenterà la produzione giornaliera di 411.000 barili al giorno a partire dal 1° maggio, con una decisione del tutto inattesa e per una quantità decisamente superiore a quanto previsto dal precedente accordo (circa tre volte) e comunicata con modalità assolutamente inusuali, visto che la scelta non è stata preceduta da una riunione o da un incontro fra i Ministri dell'Energia dei Paesi produttori. Tale quota aggiuntiva comprenderebbe l'incremento originariamente pianificato per maggio e due ulteriori aumenti mensili stabiliti. Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman hanno riaffermato l'impegno per la stabilità del mercato petrolifero che, a loro giudizio, appare in grado di sopportare questa inattesa crescita della produzione. Inoltre, l'aumento previsto dal 1° di maggio potrebbe essere compensato dai tagli suppletivi effettuati da quei paesi che hanno superato la propria quota produttiva, proprio nel mese di aprile. Di contro, proprio il mancato rispetto delle quote assegnate segnala una maggiore tensione all'interno dell'alleanza: molti paesi vorrebbero infatti un ulteriore aumento della produzione già a partire dal mese giugno, come dichiarato esplicitamente dal Kazakistan. L'attuale obiettivo dei produttori è quello di reimmettere sul mercato 2,2 milioni di barili al giorno, azzerando i tagli volontari fin qui effettuati (solo da alcuni paesi). Se il nuovo ritmo di aumento dell'offerta venisse mantenuto costante anche per i prossimi mesi, senza variazioni per giugno, l'OPEC+ potrebbe portare a termine la sua strategia già a settembre di quest'anno, rispetto a luglio del 2026 come previsto in precedenza. In aggiunta, le dinamiche di domanda e offerta presenti sul mercato appaiono inadeguate rispetto alla volontà di aumentare l'offerta ben oltre i volumi stabiliti, viste le tensioni suscitate dallo scontro commerciale in atto, che minerebbero la futura domanda di petrolio a causa del possibile rallentamento economico. Anche questo mese, tutte le analisi hanno mostrato come la domanda globale di petrolio sia attesa crescere, ma meno di quanto previsto in precedenza. La sensazione che la mossa dell'OPEC+ possa essere una richiesta, più o meno esplicita, del presidente degli Stati Uniti Trump – volta ad aumentare la produzione disponibile e abbassare i prezzi del petrolio frenando l'inflazione americana – appare sensata. Le dichiarazioni distensive e gli inviti a una rinnovata cooperazione sulle politiche petrolifere tra i "tre grandi" produttori globali – Stati Uniti, Arabia Saudita e Russia – sono nettamente aumentate dopo l'insediamento del neopresidente. Anche l'inusuale scelta di Riyadh, in Arabia Saudita, come sede principale dei colloqui fra Stati Uniti e Russia, diretti a raggiungere un accordo sul conflitto in Ucraina, rafforza il sospetto che in quegli incontri non si parli solo della fine della guerra, ma anche delle nuove strategie del mercato petrolifero, come dimostrato appunto dal cambio di rotta dell'OPEC+.

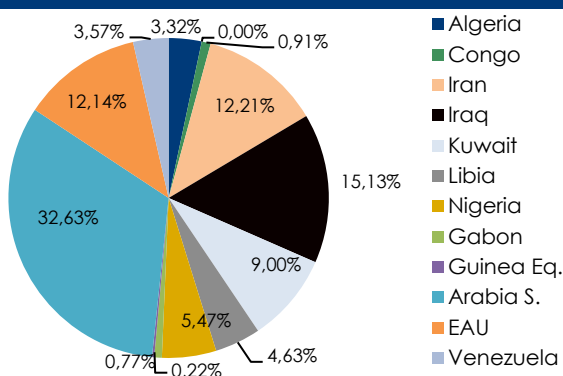
Il delicato rapporto degli USA con la Russia, lo stop all'export di greggio dal Venezuela e le trattative con l'Iran sullo sviluppo del nucleare sono tre elementi geopolitici chiave per il mercato petrolifero. Il delicato rapporto fra Stati Uniti e Russia passa per l'esito delle trattative sul conflitto in Ucraina, dopo il modesto risultato raggiunto con la tregua nel Mar Nero, che dovrebbe

agevolare i trasporti marittimi di gas e petrolio. Se nei prossimi sei mesi si raggiungesse un "cessate il fuoco" più complessivo, mediato dagli Stati Uniti, alcune sanzioni occidentali sull'industria energetica russa potrebbero venire rimosse, aprendo la strada a un incremento delle esportazioni di greggio e prodotti raffinati, col rischio di deprimere le quotazioni petrolifere. Tuttavia, anche qualora si raggiungesse un accordo di pace in Ucraina, difficilmente le sanzioni occidentali alla Russia verrebbero eliminate rapidamente, e sarebbero ancora vincolate alla tenuta degli accordi. Se, invece, le sanzioni fossero gradualmente rimosse, l'aumento dei volumi di prodotto russo sul mercato globale potrebbe risultare comunque limitato. Quella che potrebbe invece crescere è la disponibilità di petrolio e carburanti russi nel bacino atlantico (Europa in primis). Si tratterebbe infatti di una conseguenza immediata e dettata dai minori tempi di transito delle petroliere, con i flussi ora destinati all'Asia che tornerebbero in Europa. Trasporti più brevi sarebbero economicamente convenienti sia per la Russia (ricavi maggiori) che per l'Europa (più disponibilità a costi e tempistiche minori). Per questa serie di ragioni, confermiamo che i maggiori rischi di ribasso dei prezzi del petrolio restano legati più a un deterioramento del sentiment di mercato che al possibile aumento delle forniture russe che ampli l'offerta e deprima le quotazioni. **Venezuela.** La direttiva del presidente Trump di cessare la produzione e la vendita di petrolio in Venezuela ha imposto la completa chiusura delle operazioni di Chevron nel paese entro il 3 aprile, rappresentando un evidente aumento della pressione sul Governo del presidente venezuelano Maduro. La scadenza di 30 giorni, imposta dal Dipartimento del Tesoro americano a Chevron, contrasta con il periodo di sei mesi solitamente concesso alle aziende per concludere le proprie operazioni. Il coinvolgimento di Chevron in Venezuela, attraverso la joint venture con la compagnia petrolifera statale (PDVSA), pesa per circa il 20% della produzione petrolifera del paese latinoamericano. In aggiunta, Trump ha deciso un dazio del 25% su chiunque commerci con il Venezuela. La Cina, che è il principale acquirente di petrolio venezuelano, è stata colpita direttamente da questa misura. Si stima che Pechino importi attraverso vari canali circa 500.000 barili al giorno di greggio e carburante venezuelani. Gran parte dei carichi subisce un vero e proprio "maquillage contabile", finendo per risultare come proveniente dalla Malesia, dopo il trasbordo in acque asiatiche. Dopo un'iniziale interruzione, i carichi destinati alla Cina hanno ripreso a navigare, un segnale di come i cinesi non intendano rinunciare a una delle loro fonti stabili di approvvigionamento energetico al di fuori dell'orbita americana. Per ritorsione, PDVSA ha revocato a Chevron la licenza per esportare greggio dal Paese, intimando di interrompere le operazioni in corso entro il 27 maggio e imponendo di fermare anche i carichi già in viaggio, alimentando la tensione sulle quotazioni petrolifere. Infine, resta aperto il fronte con l'**Iran**: i colloqui tra Washington e Teheran hanno fatto "ottimi progressi"; è emersa l'intenzione di giungere a una nuova intesa che porti a rivedere l'attuale accordo sullo sviluppo del nucleare iraniano, rendendo l'embargo americano meno ferreo a patto che Teheran consenta agli ispettori internazionali di verificare i progressi fatti sul nucleare, scongiurando l'ipotesi di armi atomiche. L'inatteso e, per ora, solo temporaneo allentamento delle tensioni non ha però aumentato le probabilità di ritorno sul mercato di una maggior quantità di petrolio iraniano, viste le possibili nuove sanzioni che potrebbero essere comminate come conseguenza dello sviluppo del programma nucleare di Teheran.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di aprile, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), si evidenzia come la domanda di greggio rivolta all'OPEC+ sia stimata in aumento da 42,6 mb/g nel 2025 (+0,3 mb/g su base annua, invariato) a 42,8 mb/g nel 2026 (+0,2 mb/g su base annua, rivista al ribasso rispetto ai 42,9 mb/g del mese scorso). Secondo le previsioni dell'OPEC, la domanda globale di petrolio dovrebbe crescere, passando da un livello record di 105,0 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 (+1,3 mb/g su base annua, rivista al ribasso rispetto ai 105,2 mb/g stimati il mese scorso) a un massimo storico di 106,3 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g su base annua, rivista al ribasso rispetto ai 106,6 mb/g stimati il mese scorso). Per quanto riguarda la produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, si prevede un incremento da 54,1 mb/g nel 2025 (+0,9 mb/g su base annua, rivisto

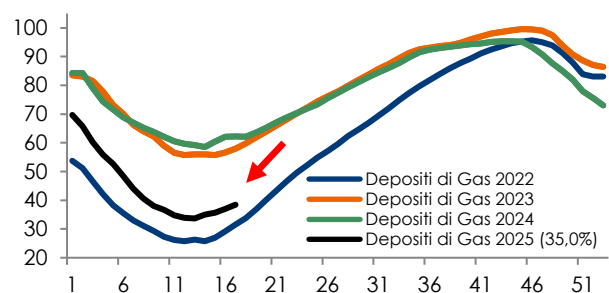
al ribasso rispetto ai 54,2 mb/g del mese scorso) a 55,0 mb/g nel 2026 (+0,8 mb/g su base annua, rivisto al ribasso rispetto ai 55,2 mb/g stimati in precedenza). Infine, a febbraio 2025, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono diminuite di circa 16 milioni di barili, attestandosi a 2.746 milioni di barili, equivalenti a 60,9 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di aprile (**OMR**), ha previsto un quadro debole per il 2025 e il 2026, a causa della revisione al ribasso delle stime di domanda globale, dovuta ai nuovi dazi imposti dagli Stati Uniti. Secondo le nuove stime dell'IEA, la domanda globale crescerà da 102,8 mb/g nel 2024 (rivista al ribasso da 102,9 mb/g nella stima del mese scorso) a 103,5 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g su base annua, rivista al ribasso da 103,9 mb/g), e raggiungerà 104,2 mb/g nel 2026, un nuovo record storico. L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a, invariata rispetto al mese scorso) a 71,5 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g a/a, rivista al rialzo da una stima di 71,7 mb/g) e a 72,4 mb/g nel 2026, un nuovo record. Infine, la "call on OPEC crude", ovvero il volume di greggio che l'OPEC deve produrre per mantenere l'equilibrio del mercato, è prevista in calo, passando da 27,1 mb/g nel 2024 (-0,1 mb/g, invariata) a 26,4 mb/g nel 2025 (-0,5 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 26,5 mb/g il mese scorso). L'IEA avverte che i rischi per il mercato petrolifero restano elevati e prevede un surplus di offerta di circa 411.000 b/g, mentre l'impatto delle tariffe e dei negoziati commerciali rimane ancora incerto. Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di aprile, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, sono state aggiornate le stime (finali) per il 2024 e riviste quelle per il 2025 e il 2026. Si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 102,7 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso rispetto ai 102,9 mb/g del mese scorso) a 103,6 mb/g nel 2025 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 104,1 mb/g del mese scorso) e a 104,7 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 105,3 mb/g del mese scorso), segnando così un nuovo record. Si stima che l'offerta non-OPEC aumenterà da 70,4 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso) a 71,6 mb/g nel 2025 (+1,2 mb/g a/a, rivista al ribasso da 71,8 mb/g) e a 72,7 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 73,1 mb/g), segnando anch'essa un nuovo record. Per quanto riguarda l'offerta dell'OPEC, si prevede una media a 26,7 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso), stabile a 26,7 mb/g anche nel 2025 (rivista al rialzo dai 26,6 mb/g del mese scorso) per poi aumentare a 26,8 mb/g nel 2026 (+0,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 26,9 mb/g del mese scorso).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.03.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

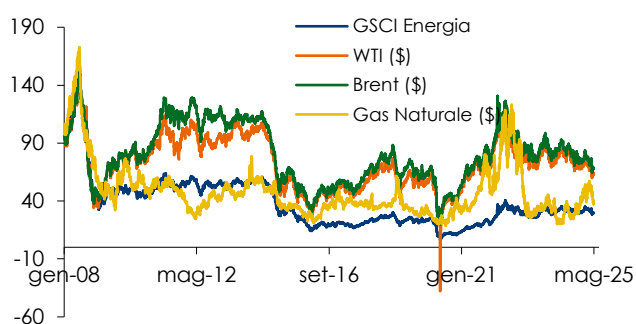


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 27.04.2025

Il raggiungimento di un accordo sul conflitto in Ucraina resta il nodo da sciogliere. Non cambia l'elemento chiave attorno a cui ruota il futuro del settore energetico europeo. Il raggiungimento di un accordo complessivo sull'Ucraina (dopo la prima intesa raggiunta sui traffici marittimi nel Mar Nero) – che possa agevolare il ritorno di almeno una parte dei flussi di gas russo verso l'Europa, fondamentale per scongiurare un nuovo rincaro del contratto TTF proprio quando il Vecchio Continente dovrà rifornirsi di grossi volumi di prodotto per ripristinare il livello dei depositi (svuotati al di sotto della media storica, dopo un inverno freddo e il blocco del transito del

metano attraverso il gasdotto fra Russia e Ucraina) – resta cruciale. L'erosione delle riserve è stata accelerata anche da alcuni problemi imprevisi che hanno saltuariamente interrotto i flussi norvegesi a causa di guasti e manutenzioni straordinarie. Gli stoccaggi europei di metano sono scesi al livello critico del 33,7% (lo scorso 30 marzo), ben al di sotto della media stagionale degli ultimi cinque anni (48,2%). Le riserve sono state più basse solo nel 2022 (27,3% nel medesimo periodo), nel pieno della crisi energetica, mentre ora si attestano intorno al 38%. Nonostante il basso livello raggiunto, un minimo di rifornimento è già iniziato, pur restando intatto il timore che la mancanza di approvvigionamenti via gasdotto, dalla Russia, possa generare una forte tensione rialzista sui prezzi durante il periodo estivo. Il grosso del ripristino delle scorte avverrà infatti durante l'estate quando, oltre a fronteggiare i picchi di consumo elettrico per il raffrescamento degli ambienti, si dovrà cercare di rimpinguare i depositi in vista dell'inverno 2025/2026. In Europa, il benchmark TTF potrebbe attestarsi a una media di circa 40 euro per MWh per la restante parte del 2025 e diminuire intorno a 30,6 euro per MWh nel 2026, grazie all'atteso incremento di offerta mondiale di GNL e al possibile ritorno di parte delle forniture russe attraverso l'Ucraina.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	588,1	-10,1	3,8	-4,0	-7,6
WTI (\$)	62,1	-14,6	-7,7	-24,9	-13,5
Brent (\$)	65,9	-14,0	-7,4	-25,5	-11,8
Gas Naturale (\$)	3,2	-10,3	35,1	56,2	-12,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: il ribasso dei prezzi dell'ultimo mese e l'inaspettato cambio di strategia dei produttori OPEC+ giustificano un atteggiamento di cautela, almeno nel breve termine. Scenario incerto anche sul gas naturale: l'eccessiva fiducia sul raggiungimento di un accordo sul conflitto in Ucraina rischia di sottovalutare invece le conseguenze negative di una mancata intesa. Il ribasso delle quotazioni petrolifere, registrato nelle ultime settimane, è la conseguenza non solo dei timori sulla futura domanda di energia, visto il probabile rallentamento economico generato dalla guerra commerciale in corso, ma anche del netto cambio di strategia dei produttori. Le nuove tariffe imposte dall'amministrazione Trump durante il mese di aprile e la decisione dell'OPEC+ di ridurre, non più gradualmente ma in maniera più massiccia, i tagli volontari, ampliando la disponibilità di offerta petrolifera a partire dal mese di maggio, hanno impattato in negativo sui prezzi del petrolio. In particolare, l'accelerazione imposta dai produttori alla rimozione dei tagli rischia di riportare sul mercato, molto più velocemente di quanto atteso prima, i 2,2 milioni di barili di greggio tenuti volontariamente fuori dall'offerta, ampliando le aspettative di surplus. Nonostante il mercato stia probabilmente sottovalutando alcuni rischi rialzisti, come il basso livello delle scorte strategiche statunitensi e l'eventualità che le sanzioni all'industria energetica russa non siano rimosse così velocemente (specie se si allungheranno i tempi della trattativa sull'Ucraina), il nostro approccio resta improntato alla cautela, almeno nel breve termine. Per questi motivi, confermiamo il nostro outlook Neutrale mantenendo le previsioni per i prezzi del petrolio sui livelli attuali, con una dinamica simile per i due contratti (WTI e Brent). Sul fronte del gas, la rapida erosione delle scorte in Europa al termine della stagione invernale 2024/25 resta un problema che rischia di impattare sui prezzi del metano nel periodo estivo, quando tutti i paesi europei (attraverso le rispettive società energetiche) dovranno riempire i depositi e ripristinare le riserve, acquistando il prodotto fisico sul mercato. Se questo avverrà in un contesto meno critico dipenderà dall'eventuale ritorno delle forniture dalla Russia.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	62,1	67,0	67,0	66,5	66,8	69,0
Brent (\$)	65,9	69,0	70,0	70,0	68,8	70,0
Gas Naturale (\$)	3,2	3,6	3,8	4,0	3,9	4,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

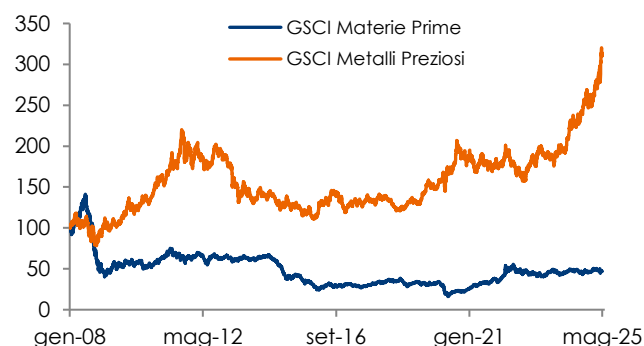
	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	62,1	62	64	66	70,0	69,0
Brent (\$)	65,9	65	67	70	74,0	73,0
Gas Naturale (\$)	3,2	3,5	3,5	3,8	4,0	4,3
TTF (€/MWh)	31,6	43,0	40,0	35,0	30,6	24,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: incertezza e avversione al rischio rinsaldano i prezzi

Temi assolutamente immutati rispetto al mese scorso: l'incertezza è l'elemento che domina i mercati, accrescendo l'avversione al rischio che alimenta la domanda di asset difensivi, spingendo l'oro a nuovi massimi. Nonostante l'ennesimo nuovo record segnato dall'oro nell'ultimo mese, sopra i 3.300 dollari l'oncia, resta immutato il nostro scenario di fondo che vede un consolidamento dei Preziosi (in particolare dell'oro) nel corso dell'anno. La prospettiva di nuove tariffe sulle importazioni del metallo aureo continua ad alimentare una vera e propria "corsa all'oro" negli Stati Uniti, prima della definitiva imposizione di questi possibili dazi. Permangono la confusione e l'incertezza generate da Trump, dopo l'introduzione delle nuove tariffe (in larga parte congelate) lo scorso 2 aprile. Continuano i timori sui possibili impatti negativi per l'economia americana e per la crescita globale, indebolendo l'appello del dollaro come bene rifugio, la vera vittima della "guerra commerciale" scatenata dal Presidente americano. Un quadro che rende ancor più cauta la Fed, attaccata nelle sue scelte proprio dall'attuale Amministrazione, e che rappresenta un altro elemento di tensione, che di certo non fa calare la richiesta di asset difensivi come i Preziosi. Le pressioni di Trump verso Powell (Fed), affinché abbassi i tassi di interesse prima che l'economia USA dia maggiori segnali di rallentamento, hanno finito per penalizzare ulteriormente il biglietto verde, percepito come la sintesi più immediata del "sistema America". La Fed si vede, da un lato, invitata ad agire celermente, ammorbidendo la politica monetaria ma, dall'altro, costretta ad effettuare una pausa prolungata sui tassi, in attesa di capire l'evoluzione delle politiche commerciali e i loro effetti su crescita e inflazione. Ribadiamo però l'idea secondo cui questa pausa nel calo del costo del denaro statunitense non porterà a un cambio di strategia né a un'inversione rialzista sui tassi da parte della Fed. E' tuttavia certo che questa politica monetaria penalizzerà ancora il dollaro avvantaggiando soprattutto l'euro, spinto al rialzo dalle ipotesi di recupero del ciclo economico europeo grazie ai piani di spesa militare e al volano rappresentato dal calo dei tassi in Europa. Il proseguimento di questa dinamica in atto sul mercato Forex favorisce il rialzo dei Metalli preziosi, nel loro insieme, ma non modifica il nostro outlook Neutrale per il 2025, nonostante i nuovi massimi che potrebbe ancora registrare l'oro. Ancora una volta, invece, pensiamo che i metalli con usi più industriali possano recuperare maggiormente, spinti dagli investimenti per la difesa che, inevitabilmente, domanderà automezzi con motori a combustione termica, tornando a stimolare la richiesta di catalizzatori per benzina e diesel rispetto alla transizione energetica e all'auto elettrica.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.04.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.626,9	-0,8	10,0	180,7
GSCI Met. preziosi	3.652,7	25,0	61,6	86,4
Oro (\$)	3.336,7	26,2	67,7	96,2
Argento (\$)	33,1	12,9	32,2	118,8
Platino (\$)	990,7	9,1	-8,1	28,7
Palladio (\$)	951,5	4,1	-36,9	-51,1

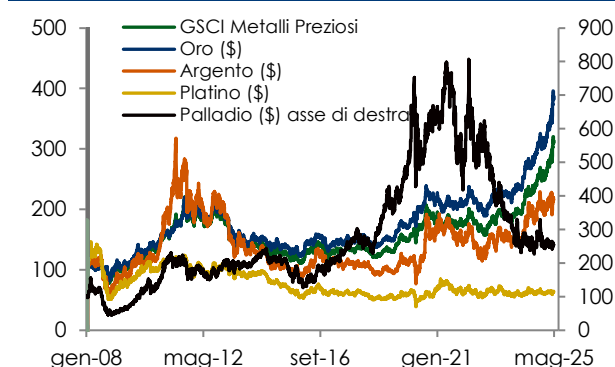
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non cambia la previsione di consolidamento per il comparto dei Preziosi nel corso del 2025. L'oro

conferma di essere nel pieno del maggior movimento di rialzo degli ultimi anni, spinto dalle preoccupazioni generate dalle politiche commerciali implementate dalla seconda amministrazione Trump e dai possibili sviluppi geopolitici in Russia e Medio Oriente. Il persistere di queste tensioni probabilmente spingerà il prezzo dell'oro a nuovi record, sino a una massima estensione (media trimestrale) in area 3.100 dollari l'oncia quest'anno. La minaccia di imporre una tariffa del 25% sulle importazioni americane d'oro resta uno dei principali elementi di pressione rialzista di breve termine. Nel medio-lungo, invece, tenderà a diminuire proprio il ruolo delle banche centrali, determinante negli scorsi trimestri nell'alimentare il rialzo dell'oro con gli

acquisti di ingenti quantità di materiale fisico da imputare a riserva, come più volte ribadito dal World Gold Council (WGC), che ritiene probabile un modesto calo di questi acquisti già nel corso del 2025. Per tali ragioni, una volta terminata questa fase di forte incertezza commerciale e politica, l'oro dovrebbe ritracciare e consolidare in area 2.900 dollari nei prossimi due anni. Sull'**argento**, continuiamo ad attenderci una maggior volatilità rispetto a quella espressa dall'oro a causa delle scarse riserve presso il London Metal Exchange (LME); seguiamo ad avere un profilo di previsione più contenuto per i prossimi trimestri, con rialzi anche forti ma temporanei. Ribadiamo la nostra visione positiva per **platino e palladio** grazie all'atteso recupero della domanda mondiale, caratterizzata però da una diversa rotazione dei fattori che la sosterranno. Pensiamo che la richiesta di questi metalli possa arrivare più dai piani di stimolo promossi in Cina e dalla domanda di automezzi militari (motori termici a benzina, dotati di marmitte contenenti palladio, e a gasolio, con catalizzatori contenenti platino) legata al piano europeo di incremento della spesa per la difesa, che dal mutamento del settore Auto e dalla transizione elettrica dei trasporti.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.652,7	18,7	17,4	38,7	25,0
Oro (\$)	3.336,7	21,2	20,5	42,4	26,2
Argento (\$)	33,1	7,7	-3,5	21,0	12,9
Platino (\$)	990,7	4,3	-5,7	4,1	9,1
Palladio (\$)	951,5	-1,4	-22,3	-2,2	4,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale sui Preziosi; la pressione rialzista sull'oro lo ha portato a registrare nuovi record storici ma questo non contrasta con la nostra prospettiva di consolidamento delle quotazioni.

Il nostro scenario di previsione resta ancorato all'ampliarsi dell'avversione al rischio sui mercati, come conseguenza dell'incertezza generata dalle politiche commerciali di Trump, a cui si sommano le difficoltà nel trovare un accordo sull'Ucraina, oltre al ritorno delle tensioni in Medio Oriente, che hanno nuovamente stimolato la domanda di beni rifugio. Tutti questi fattori hanno favorito l'oro, che ha registrato un nuovo massimo storico in aprile, approfittando della decisa frenata del dollaro statunitense. La prudenza della Fed nell'abbassare i tassi ha suscitato le critiche di Trump a Powell, contribuendo a destabilizzare ulteriormente lo scenario e complicando le future strategie della Fed. La valuta americana sembra subire in pieno i possibili riflessi negativi che le politiche economiche del nuovo Governo americano potranno avere sul ciclo economico domestico e, di riflesso, mondiale. Un quadro che penalizza il biglietto verde a favore dell'acquisto di oro e Preziosi, che probabilmente continueranno ad essere preferiti nei portafogli difensivi degli investitori. Per tutte queste ragioni e nonostante i nuovi record registrati dal metallo aureo, abbiamo pressoché riconfermato le previsioni del metallo giallo per tutto il 2025, con minime limature verso l'alto per i target trimestrali e annuali rispetto al mese scorso, ribadendo la sostanziale neutralità per il comparto dovuta alla sensazione che la dinamica rialzista resti ancora forte, ma che fisiologicamente possa iniziare a mostrare qualche segnale di frenata.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.336,7	3.000,0	3.024,9	3.000,0	2.915,0	2.825,0
Argento (\$)	33,1	33,0	33,6	34,9	34,4	34,0
Platino (\$)	990,7	1.002,9	1.033,6	1.057,0	1.115,0	1.187,5
Palladio (\$)	951,5	977,5	972,5	980,0	1.015,0	982,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.336,7	3.100	3.045	3.000	2.900	2.900
Argento (\$)	33,1	31,0	31,0	32,0	33,0	34,0
Platino (\$)	990,7	1.030	1.095	1.150	1.200	1.225
Palladio (\$)	951,5	1.010	1.070	1.120	1.170	1.195

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: nonostante l'incertezza persiste la tensione rialzista

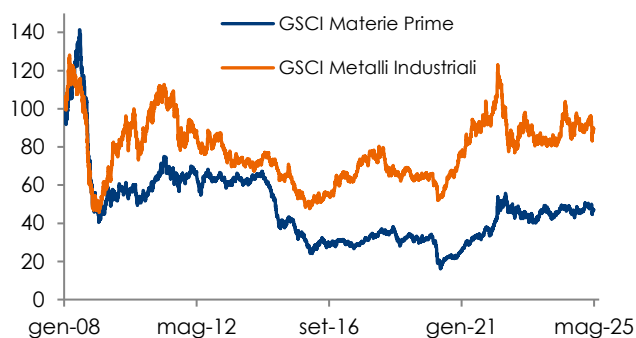
Immutati gli elementi a sostegno dei Metalli industriali. Nonostante permanga il clima di incertezza sul comparto dei Metalli industriali, non cambiano i tre fattori a sostegno del possibile recupero dei prezzi: le tensioni commerciali, l'erosione delle scorte e l'aumento della spesa militare. Il mercato ha ormai metabolizzato la decisione dell'Amministrazione Trump di introdurre dazi del 25% sull'acciaio e del 10% sull'alluminio, con possibile estensione anche al rame raffinato, non appena terminerà l'approfondimento del Dipartimento del Commercio su quali siano le nazioni che lo esportano verso gli Stati Uniti. La prospettiva di nuovi dazi continua ad alimentare il rapido calo delle scorte di rame disponibili sui mercati: le due principali borse, il COMEX e l'LME, stanno infatti registrando una notevole riduzione delle riserve fisiche. Una dinamica che riconferma come, oltre alle incertezze legate alla guerra commerciale, il vero problema sia la reale quantità di offerta disponibile sul mercato (semilavorata o di produzione mineraria) più che la contrazione della domanda, specie in una fase in cui l'aumento delle spese militari, soprattutto in Europa, rischia di far crescere la richiesta di tutti i metalli pesanti, confermando come il mercato sia attraversato da dinamiche contrastanti. Da un lato, le tensioni commerciali potrebbero frenare la crescita economica e quindi ridurre i consumi ma, dall'altro, la forte erosione delle scorte e il massiccio aumento della spesa per la difesa potrebbero continuare a sostenere i prezzi. In aggiunta, la decisione cinese di adottare contromisure nei confronti dei paesi che stipuleranno accordi commerciali con gli Stati Uniti, a spese delle precedenti relazioni con Pechino, ha innalzato il livello della tensione. Non a caso, le esportazioni cinesi di metalli di importanza strategica (critical metals, tra cui tellurio, tungsteno, molibdeno) verso gli Stati Uniti hanno subito un brusco calo nel mese di marzo, una conseguenza delle restrizioni imposte agli scambi bilaterali dopo i dazi varati da Trump. Una mossa che è tutt'altro che banale, specie nel più ampio contesto delle cosiddette "terre rare". La dipendenza statunitense da Pechino per questi materiali rimane infatti elevata: nel 2024 gli Stati Uniti hanno estratto appena 45.000 tonnellate di minerali "critici", contro le 270.000 tonnellate della Cina, che resta il principale detentore di questa tipologia di elementi.

Cina: gli acquisti preventivi, per evitare i dazi, hanno fatto salire il PIL del 1° trimestre al +5,4%.

L'economia cinese (**PIL**) è cresciuta del 5,4% a/a nel 1° trimestre, superando le aspettative pari al 5,2% ed eguagliando il trimestre precedente. Su base trimestrale si è registrata una crescita dell'1,2% t/t, al di sotto dell'1,4% atteso e dopo il +1,6% del trimestre precedente. La **bilancia commerciale** è cresciuta più del previsto a marzo, favorita dall'impennata delle esportazioni dovuta agli acquisti anticipati per evitare l'imposizione dei pesanti dazi commerciali statunitensi, introdotti ad aprile. Il surplus si è attestato a 102,64 miliardi di dollari a marzo ed è superiore ai 58,65 miliardi di dollari dello stesso periodo dell'anno precedente e alle aspettative del mercato pari a +74,3 miliardi di dollari. Le **esportazioni** sono salite del 12,4% a/a a marzo (un risultato ben superiore al 4,4% previsto), accelerando nettamente rispetto all'aumento del 2,3% registrato nel periodo gennaio-febbraio. Nel solo 1° trimestre del 2025, le esportazioni sono aumentate del 5,8% t/t rispetto allo stesso periodo del 2024, raggiungendo gli 853,7 miliardi di dollari. Le **importazioni** sono invece scese del 4,3%, rispetto alle aspettative del mercato di un calo del 2% e dopo una riduzione dell'8,4% nel periodo gennaio-febbraio, a causa della debolezza della domanda interna e delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Trump aveva imposto all'inizio di marzo dazi del 20% sulla Cina, per poi aumentarli (dal 2 aprile) fino a una tariffazione cumulata del 145%. Per ritorsione, Pechino ha imposto un dazio complessivo e cumulato sui beni americani di circa il 125%. **Vendite al dettaglio** e **produzione industriale** hanno superato di gran lunga le aspettative, assestandosi rispettivamente a +5,9% (rispetto al +4% del mese precedente, il ritmo migliore da dicembre 2023) e +7,7% su base annua a marzo (rispetto al +5,9% di febbraio, con la crescita più rapida da giugno 2021). Il buon dato industriale è dovuto alla produzione del comparto delle tecnologie avanzate, tra cui veicoli elettrici e ibridi, stampanti 3D e robotica industriale. Di fronte alle preoccupazioni per la ripresa del Paese, la **People's Bank of China** ha deciso di svalutare lo yuan rispetto al dollaro, portando il cambio sopra il livello psicologico di 7,20; con questa decisione la banca centrale sembrerebbe fare un passo indietro rispetto ai recenti sforzi per

stabilizzare la moneta. Una valuta più debole renderebbe le esportazioni più competitive ma potrebbe comportare un deflusso di capitali, con gli investitori sempre più diffidenti verso gli asset cinesi. Gli analisti si aspettano che la PBoC possa ridurre i tassi di riferimento, come il Loan Prime Rate (LPR) a un anno e a cinque anni, per sostenere l'economia cinese in risposta alle crescenti pressioni derivanti dalle tariffe statunitensi. I dati sulla **crescita del credito** sono saliti nel 1° trimestre, col totale dei nuovi prestiti che è aumentato a 9,78 trilioni di yuan, rispetto ai 9,46 trilioni dello stesso periodo dell'anno scorso. I prestiti alle famiglie, inclusi i mutui, sono aumentati di 985,3 miliardi di yuan a marzo, rispetto a una contrazione di 389,1 miliardi a febbraio. La Cina è rimasta in deflazione a marzo per il secondo mese di fila: i prezzi al consumo (**CPI**) hanno segnato un calo annuo del -0,1% (da -0,7% di febbraio), non in linea con le previsioni degli analisti che si attendevano un rialzo dello 0,1% a/a. Su base mensile, la frenata è stata dello 0,4% da -0,2%. Peggiora anche il trend dei prezzi alla produzione (**PPI**): -2,5% contro previsioni a -2,3% e rispetto al dato di -2,2% di febbraio. Il mercato del lavoro ha visto la **disoccupazione** scendere al 5,2% a marzo, in calo rispetto al 5,4% del mese precedente ma confermandosi un problema strutturale. Il tasso di disoccupazione urbana è sceso dal picco del 5,4% in febbraio al 5,2% in marzo, tornando quindi sui livelli di gennaio. Nei primi due mesi dell'anno gli occupati sono risaliti del 5,5% a/a, ma le notizie che arrivano dai direttori agli acquisti delle aziende cinesi segnalano una riduzione degli organici. Crescono più delle attese anche gli **investimenti delle imprese**, che segnano un +4,2% a marzo, contro il +4,1% stimato e rispetto al +4,1% del mese precedente. Le **vendite di case** sono diminuite del 3,0% nell'intero 1° trimestre, un dato negativo ma che mitiga la contrazione del 5,1% registrata nei primi due mesi dell'anno, mentre **gli investimenti immobiliari** sono diminuiti del 9,9% a/a a marzo (-9,8% a febbraio). I **prezzi delle nuove case** si sono stabilizzati a marzo dopo un leggero calo mensile a febbraio, poiché le misure di sostegno del Governo non sono riuscite a contrastare il calo della domanda, a conferma della persistente crisi del settore immobiliare.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.04.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.626,9	-0,8	10,0	180,7
GSCI Industriali	1.673,0	1,6	2,2	63,2
Rame (\$)	9.378,0	7,0	9,1	78,3
Alluminio (\$)	2.434,0	-4,6	3,3	61,6
Zinco (\$)	2.597,8	-12,1	-2,0	35,0
Nickel (\$)	15.615,0	1,9	-35,5	26,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: si amplia la volatilità delle quotazioni, che dai 10.000 dollari di marzo sono scese ai minimi annuali di 8.600 dollari la tonnellata per poi recuperare, nonostante l'incertezza generata dai dazi. Il rame, dopo aver superato la soglia dei 10.000 dollari a tonnellata, ha visto un repentino calo delle quotazioni fino al minimo annuale di 8.600 dollari (per poi recuperare ampiamente sopra i 9.000 dollari), complici i dubbi sulla domanda in caso di forte rallentamento del ciclo mondiale, causato dalla nuova tornata di dazi di Trump. Dal lato dei fondamentali, la produzione mineraria mondiale dovrebbe aumentare del 3,5% nel 2025, generando un surplus di circa 200.000 tonnellate. A rendere ancora più complesso lo scenario il deciso aumento delle scorte globali, salite al livello più alto dal 2017. Un chiaro segnale di come la domanda di breve termine, di origine più ciclica soprattutto nei settori edilizio e manifatturiero, resti ancora piuttosto fiacca, nonostante le prospettive di medio-lungo periodo restino sostanzialmente positive. Aprile è stagionalmente un mese favorevole per il rame; il ritorno della bella stagione nell'emisfero settentrionale coincide con l'aumento dell'attività edilizia, dopo il rallentamento invernale, e le

quotazioni di norma tendono a recuperare. Ovviamente quest'anno pesa la tensione commerciale tra Stati Uniti e Cina, unico partner commerciale a cui l'amministrazione Trump non ha concesso sconti o rinvii, pur predicando buona volontà e desiderio di raggiungere un accordo proficuo per entrambe le economie. I nuovi dazi imposti da Washington hanno fatto impennare i costi del rame in Asia, in particolare alla borsa di Shanghai, alterando le dinamiche fra i differenti mercati. Un esempio di questa distorsione è l'aumento dell'arbitraggio tra le borse merci dell'LME e del COMEX, che ha finito per alimentare un massiccio flusso di rame raffinato verso gli Stati Uniti, riducendo l'offerta disponibile sui mercati asiatici. Le esportazioni cinesi di rame, nei primi tre mesi del 2025, sono salite del 119% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a conferma della volontà degli operatori di importare materiale dalla Cina in anticipo e sgravato dalle tariffe penalizzanti introdotte poi il 2 aprile da Trump. A sostenere il recupero dei prezzi in atto hanno contribuito anche le aspettative sulla domanda in Cina, il maggior consumatore di rame al mondo, dopo le ultime misure di stimolo varate e l'impegno del Governo nel perseguire il rilancio del ciclo economico. Un quadro che dovrebbe mantenere una costante pressione rialzista sui prezzi, specie nella seconda parte dell'anno.

Alluminio: le tariffe del 25% su acciaio e alluminio restano ancora i fattori di massima tensione.

Con la conferma di Trump che non ci saranno sconti o esenzioni in relazione ai dazi su acciaio e alluminio, anche dopo il cosiddetto "Liberation Day" dello scorso 2 aprile, le tariffe del 25% sui due metalli restano il principale elemento di tensione per il comparto. La media delle previsioni di consenso relative ai fondamentali fisici prevede un mercato globale dell'alluminio ampiamente bilanciato nel prossimo decennio, con una domanda prevista crescere a un ritmo intorno al 2% almeno fino al 2040, grazie ai consumi derivanti dai settori dell'edilizia e dell'automobile e alla richiesta generata dalla transizione energetica, in particolare dall'elettrificazione dei trasporti. Di contro, si prevede che l'offerta di nuovo materiale crescerà a un ritmo leggermente più lento, circa all'1,5% annuo, controbilanciata però dalla produzione derivante da materiale riciclato (o secondaria) che dovrebbe aumentare più rapidamente, di oltre il 4% annuo. Nel breve termine, resta la Cina il principale produttore e consumatore mondiale di alluminio; per questo motivo è fondamentale capire se gli annunci di stimolo e i segnali di ripresa economica del paese asiatico saranno in grado di sostenere ancora il recupero dei prezzi che, esattamente come nel caso del rame, hanno toccato i minimi annuali a 2.300 dollari la tonnellata, dopo i massimi di febbraio/marzo in area 2.750 dollari, e si attestano ora intorno ai 2.450 dollari. L'introduzione di una tariffa del 35% sulle importazioni di alluminio cinese (25% di dazio specifico, a cui si somma il 10% di tariffa per qualsiasi prodotto genericamente in arrivo da Pechino) negli Stati Uniti sta ovviamente distorcendo il mercato, spingendo al rialzo il premio sui contratti alla borsa merci americana e riducendo invece quelli su Londra e Rotterdam. Si riconferma quindi uno scenario decisamente complesso; ci attendiamo un consolidamento dell'alluminio su livelli alti, almeno fino a quando l'impatto delle tariffe di Trump sarà l'elemento chiave del mercato fisico.

Zinco: l'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) stima un surplus per il mercato dello zinco raffinato nel 2025.

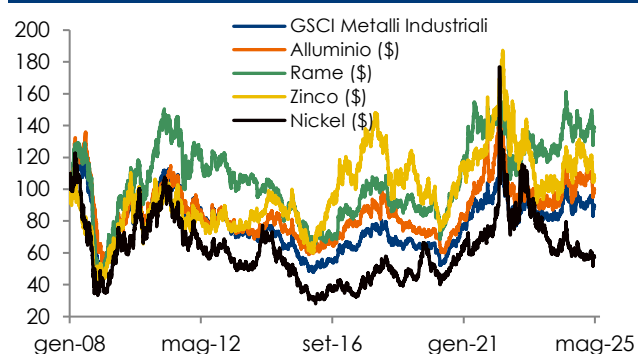
Il mercato globale dello zinco raffinato e del piombo è previsto in surplus per quest'anno, secondo l'analisi recentemente diffusa dall'ILZSG. L'offerta globale di zinco raffinato supererà la domanda di 93.000 tonnellate; quest'ultima aumenterà dell'1%, raggiungendo i 13,64 milioni di tonnellate. La produzione 2025 crescerà dell'1,8%, attestandosi a 13,73 milioni di tonnellate, grazie alla maggiore disponibilità di materiale semilavorato e di concentrato minerario proveniente da Cina, India, Messico e Stati Uniti. Dopo il calo registrato negli ultimi tre anni a causa di chiusure minerarie programmate o, in alcuni casi, impreviste, l'ILZSG si attende che lo zinco estratto aumenti del 4,3% a 12,43 milioni di tonnellate nel 2025. Nonostante i recenti dati che indicano un mercato fisico probabilmente ben fornito per tutto il resto dell'anno, non modifichiamo le nostre previsioni che segnalano la costante presenza di una certa pressione rialzista sui prezzi.

Nickel: le decisioni fiscali dell'Indonesia coinvolgono il nickel e preoccupano gli operatori.

Rispetto alla debolezza di inizio mese, quando le quotazioni del nickel erano scese a 14.000 dollari alla tonnellata, le ultime sedute di scambio hanno visto il ritorno dei prezzi in area 15.5000 dollari.

A pesare sulle quotazioni sono le recenti decisioni prese dal Governo indonesiano, che ha aumentato le royalty applicate alle maggiori industrie esportatrici di minerali presenti nel paese, col rischio di minori profitti e tagli alla produzione. La mossa ha interessato alcuni dei più grandi gruppi minerari globali, tra cui Vale e Freeport-McMoRan, che hanno visto salire le imposizioni fiscali sulla produzione di nickel, carbone, rame, oro e altri minerali. Gli incrementi varati dall'Indonesia hanno l'obiettivo di aumentare le entrate per finanziare gli ambiziosi piani di spesa del Governo, sotto l'egida del neoeletto presidente Subianto. Il nickel subirà uno degli aumenti maggiori, con l'imposta che passerà da un'aliquota fissa del 10% a un intervallo fra il 14% e il 19%, rimodulabile sulla base dell'andamento delle quotazioni del metallo. L'Indonesia è il maggiore produttore mondiale di nickel, un elemento fondamentale per molte lavorazioni siderurgiche tra cui, la più importante, quella dell'acciaio inossidabile, senza dimenticare le batterie dei veicoli elettrici. L'aumento delle royalty arriva in un momento critico in cui i produttori stanno lottando con prezzi più bassi del metallo e costi più elevati, derivanti da altre recenti normative indonesiane. Le nuove norme "green" che impongono l'obbligo di utilizzare più biodiesel come carburante principale per alcune lavorazioni e per il trasporto hanno ovviamente accresciuto le spese. In aggiunta, da marzo, l'Indonesia ha richiesto agli esportatori di trattenere in patria una fetta maggiore dei profitti derivanti dai contratti con l'estero, per almeno un anno, al fine di incrementare le proprie riserve in valuta e stabilizzare la rupia, che è vicina ai minimi storici. Anche l'Associazione Indonesiana dei Minatori ha affermato che l'aumento delle imposizioni fiscali è stato "inopportuno", visti il calo dei prezzi del metallo e la guerra commerciale in atto tra Stati Uniti e Cina. Non cambia quindi il nostro scenario: nel breve ci attendiamo ancora una blanda tensione sui prezzi, visto il recente rimbalzo, mentre nel medio-lungo periodo la pressione rialzista dovrebbe farsi più strutturale, alimentata dalla richiesta derivante dalla transizione ecologica.

GSCI Industriali vs. Rame, Alluminio, Zinco, Nickel (da 01.01.2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.673,0	-0,5	-4,3	-8,0	1,6
Rame (\$)	9.378,0	3,4	-1,6	-7,5	7,0
Alluminio (\$)	2.434,0	-7,1	-8,5	-6,0	-4,6
Zinco (\$)	2.597,8	-4,7	-18,0	-8,3	-12,1
Nickel (\$)	15.615,0	0,7	-1,6	-18,5	1,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook resta Moderatamente Positivo: la distorsione causata dai dazi e la sottovalutazione della futura domanda di metalli rischiano di alimentare il rialzo dei prezzi. Le quotazioni dei Metalli industriali hanno subito in pieno la volatilità generata dall'introduzione di nuovi dazi da parte dell'Amministrazione Trump nel mese di aprile. Un elemento che ha solo temporaneamente messo in secondo piano i programmi europei e cinesi di aumento strutturale della spesa militare, che continueranno ad alimentare le aspettative di crescita della domanda e di rialzo dei prezzi. Le distorsioni emerse sui mercati fisici, legate alle tariffe statunitensi, stanno sostenendo la speculazione e premendo al rialzo sulle quotazioni finanziarie dei metalli, controbilanciando i timori per la crescita economica, generati anch'essi dalle dispute commerciali, che rischiano di minare la domanda di materia prima. Continuiamo ad aspettarci che quasi tutti i Metalli industriali possano chiudere l'anno su livelli di prezzo maggiori agli attuali. Resta immutato il nostro scenario di medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale che coinvolge tutta la catena produttiva (miniere, raffinazione e manifattura) resta preoccupante ed è un altro elemento che continuerà ad ampliare il già vasto deficit di offerta. Tarda a concretizzarsi l'incremento della richiesta dovuto alla transizione energetica, ma questo non significa che lo squilibrio esistente

non possa dilatarsi ulteriormente, finendo per premere ancor di più al rialzo sui prezzi. Per questi motivi, manteniamo il nostro outlook Moderatamente Positivo, confermando però una certa cautela nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante sulle tariffe e le possibili rappresaglie commerciali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	9.378,0	9.200	9.200	9.300	9.576	9.864
Alluminio (\$)	2.434,0	2.550	2.513	2.550	2.608	2.700
Zinco (\$)	2.597,8	2.848	2.710	2.788	2.763	2.700
Nickel (\$)	15.615,0	15.800	15.849	16.000	16.517	16.875

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

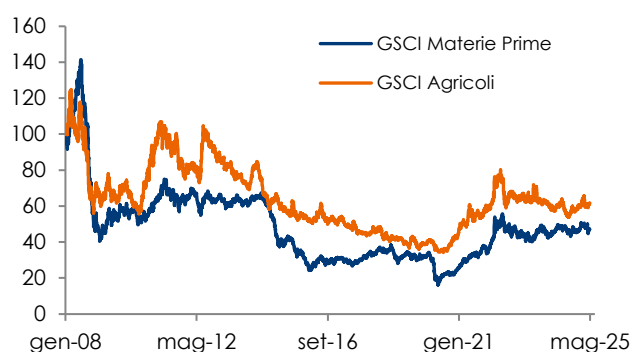
	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	9.378,0	9.200	9.470	9.800	10.100	10.500
Alluminio (\$)	2.434,0	2.418	2.600	2.760	2.900	3.000
Zinco (\$)	2.597,8	3.040	3.180	3.200	3.250	3.300
Nickel (\$)	15.615,0	16.200	16.600	17.000	18.000	18.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: l'incertezza sulle tariffe alimenta la speculazione

I prodotti agro-alimentari restano candidati ad essere oggetto della contesa commerciale fra Stati Uniti, Europa e Cina, mentre l'incertezza sulle tariffe sostiene la speculazione finanziaria. Le tariffe di Trump rischiano di impattare su molte filiere agro-industriali, ma l'incertezza del momento rende difficile individuare quali settori siano maggiormente colpiti e quali meno. E' però certo che l'agricoltura sia destinata ad essere terreno di scontro, dopo il varo delle nuove tariffe il 2 aprile scorso, che ha visto molti Paesi emergenti colpiti da dazi reciproci. Un altro elemento a sostegno di questa tesi è il forte disavanzo commerciale espresso dal settore agro-alimentare statunitense per il terzo anno di fila, come stimato dall'Economic Research Service, l'agenzia statistica interna al Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA). Quest'anno le importazioni di prodotti agricoli dovrebbero superare le esportazioni di ben 46 miliardi di dollari (per un volume dell'import stimato a circa 216 miliardi, e dell'export intorno ai 170 miliardi), un dato che rafforza la nostra idea secondo cui difficilmente il presidente Trump mollerà la presa su questo comparto. Dopo Canada e Messico – i due paesi sono i principali esportatori di prodotti agricoli e derrate alimentari negli Stati Uniti, fornendo complessivamente il 96% del bestiame, il 75% della verdura, oltre il 60% dei cereali e fra il 40% e il 50% di oli vegetali, prodotti zuccherini, frutta, carne macellata e bevande naturali – è l'Unione Europea il principale obiettivo di Trump. Le esportazioni europee verso gli Stati Uniti valgono centinaia di miliardi di dollari, ma la guerra dei dazi in corso potrebbe mettere a rischio diversi settori chiave del comparto agro-alimentare continentale; per questa ragione, al netto della tregua in corso, le associazioni di settore continuano a chiedere all'Unione Europea di intensificare le trattative e di giungere celermente a un accordo. Per quanto riguarda invece le esportazioni agricole statunitensi verso la Cina, come nella precedente disputa durante la prima amministrazione Trump, Pechino potrebbe ridurre gli acquisti di merci statunitensi come ritorsione, anche se gli equilibri del mercato agricolo mondiale sono mutati radicalmente rispetto al 2018. La Cina ha infatti modificato strutturalmente il suo sistema di approvvigionamento agricolo, ampliando e diversificando i paesi fornitori e diminuendo la dipendenza dagli Stati Uniti. Non a caso l'attuale amministrazione Trump ha colpito con maggior veemenza tutta una serie di Paesi emergenti come Brasile, Colombia, Vietnam (per prodotti quali caffè, cacao, zucchero, prodotti ittici, frutta e verdura), rimandando a una seconda fase la disputa con la Cina sul settore alimentare.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.04.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.626,9	-0,8	10,0	180,7
GSCI Agricoli	522,0	1,4	-3,5	77,2
Mais (\$ cent)	475,5	3,7	-25,2	56,2
Frumento (\$ cent.)	515,5	-6,5	-16,8	-0,8
Soia (\$ cent)	1.052,0	5,4	-27,2	26,5
Cotone (\$ cent)	66,4	-3,0	-16,0	14,4
Cacao	9.217,0	-21,1	190,4	290,6
Zucchero	17,8	-7,4	-33,9	82,8
Caffè (Arabica)	421,6	31,8	122,0	298,8
Caffè (Robusta)	5.362,0	6,8	111,5	363,0

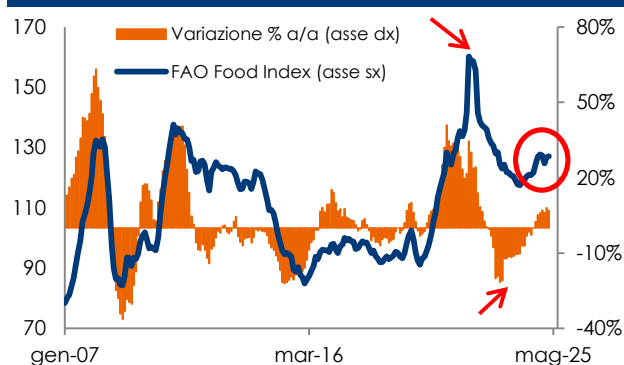
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è rimasto stabile a marzo. A marzo, l'indice FAO dei prezzi alimentari è rimasto invariato rispetto a febbraio, raggiungendo una media di 127,1 punti, col calo dei prezzi dei cereali e dello zucchero che ha compensato l'incremento dei prezzi degli oli vegetali. Rispetto a un anno fa l'indice ha registrato una crescita del 6,9%, ma è comunque rimasto per il 20,7% al di sotto del picco registrato a marzo 2022. L'indice dei prezzi dei cereali ha segnato un rallentamento del 2,6% a marzo e dell'1,1% su base annua. Questi ultimi sono calati in seguito all'attenuarsi delle preoccupazioni sulle condizioni dei raccolti in alcuni grandi paesi esportatori, sebbene le fluttuazioni valutarie abbiano in parte contenuto la

riduzione. In flessione da febbraio anche le quotazioni mondiali del mais, così come quelle del sorgo. Sulla stessa linea, l'indice dei prezzi del riso ha registrato un altro calo dell'1,7% nel mese di marzo, a causa della debole domanda di importazione e dell'abbondanza di scorte disponibili ed esportabili. Al contrario, l'indice degli oli vegetali è salito del 3,7% rispetto al mese precedente, registrando un incremento medio del 23,9% rispetto al valore di un anno fa. Le quotazioni degli oli di palma, soia, colza e semi di girasole sono tutte aumentate, trainate dalla forte domanda mondiale. L'indice dei prezzi della carne è salito dello 0,9% su base mensile e del 2,7% su base annua; la ragione principale del rialzo dei prezzi della carne suina in Europa, dopo il ripristino dello status di paese indenne da afta epizootica per la Germania, è il rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense. I prezzi del pollame sono invece rimasti perlopiù stabili a marzo, nonostante la continua diffusione di focolai di influenza aviaria in alcuni dei principali paesi produttori. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è rimasto invariato rispetto al mese di febbraio; in particolare, la contrazione delle quotazioni internazionali del formaggio è stata compensata dall'aumento dei prezzi di burro e latte in polvere. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è diminuito dell'1,6% a marzo, complici i segnali di indebolimento della domanda globale, mentre il deteriorarsi delle prospettive di produzione in India e le continue preoccupazioni sulle condizioni generali dei raccolti in Brasile hanno compensato parte del calo delle quotazioni.

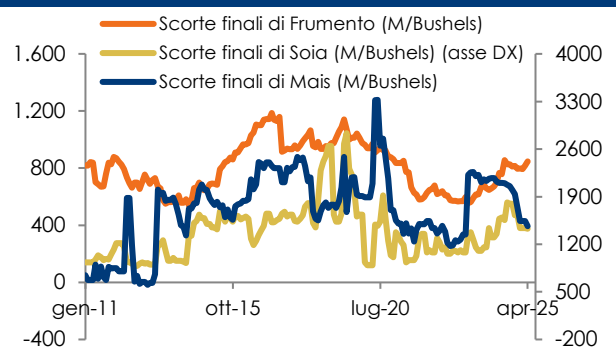
FAO: scorte mondiali e scambi commerciali stimati in calo per il 2025. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di aprile, la FAO ha rivisto le previsioni per la produzione globale di cereali nel 2024, che è stimata a 2.849 milioni di tonnellate, in calo dello 0,3% su base annua grazie a risultati migliori in Australia e Kazakistan. La stima per la produzione mondiale di riso per il 2024/25 è rimasta invece stabile a 543,3 milioni di tonnellate, ma con aumento dell'1,6% rispetto alla stagione precedente grazie a una maggior estensione di risaie. La produzione di grano nel 2025 è stimata a 795 milioni di tonnellate, in linea con la stima rivista per il 2024. Aumenti significativi sono attesi nell'Unione Europea (che dovrebbe registrare un incremento del +12%), in Argentina, Egitto e India, mentre importanti cali sono previsti in Australia, USA e parte del Medio Oriente. Nell'emisfero meridionale, le prospettive per il mais sono miste: in aumento in Brasile e Africa meridionale, in calo in Argentina. Il consumo mondiale di cereali nel 2024/25 è previsto arrivare a 2.868 milioni di tonnellate (registrando un aumento del +0,9% rispetto al livello del 2023/24), con un nuovo livello record per l'utilizzo del riso. Le scorte mondiali dovrebbero calare dell'1,5% a 873,3 milioni di tonnellate alla fine della stagione del 2025, per effetto della riduzione delle scorte di cereali secondari, mentre quelle di grano e riso aumenteranno. Anche il rapporto riserve/utilizzo, sempre nel 2024/25, dovrebbe scendere al 30,1% rispetto all'anno precedente, mantenendo comunque un livello adeguato. Infine, gli scambi mondiali di cereali per il 2024/25 dovrebbero ridursi di 5,3 milioni di tonnellate a 478,9 milioni di tonnellate (registrando una perdita del -6,7% rispetto al livello del 2023/24), toccando il livello più basso dal 2019/20, principalmente a causa del previsto calo degli acquisti da parte della Cina.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

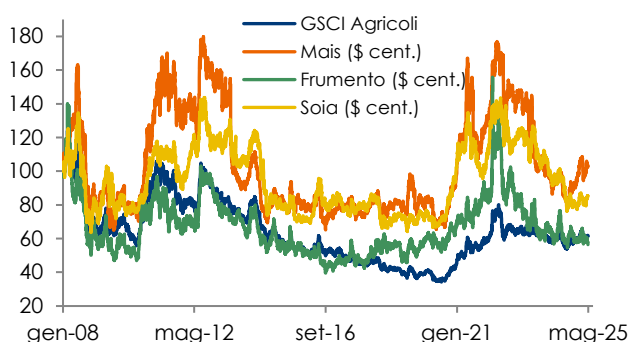


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2025)

WASDE: il report di aprile rivede al rialzo le scorte di mais, frumento e soia, con riduzioni per i cereali secondari.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di aprile, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha aggiornato le stime sui fondamentali dei cereali per la stagione 2024/25, evidenziando un aumento per le scorte di mais, frumento e soia, mentre si registra una diminuzione per i cereali secondari. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è stimata a 1.215,1 milioni di tonnellate, in aumento rispetto ai 1.214,2 milioni previsti a marzo, grazie agli incrementi in UE, Tanzania e Honduras, parzialmente compensati dai cali per Moldavia, Cambogia e Kenya. Le esportazioni globali salgono a 188,7 milioni di tonnellate da 186,4 milioni di tonnellate (+2,3 milioni rispetto a marzo); la causa è sia la crescita della domanda negli Stati Uniti sia una riduzione per il Pakistan. Le scorte finali scendono invece a 287,7 da 288,9 milioni di tonnellate (-1,2 milioni rispetto a marzo). La produzione globale di **cereali secondari** (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista in calo di 0,4 milioni di tonnellate a 1.495,3 rispetto ai 1.495,7 milioni di marzo. Il consumo mondiale è stimato in crescita a 1.524,4 milioni di tonnellate rispetto ai 1.523,5 milioni di marzo. Le esportazioni sono riviste al rialzo a 224,9 milioni di tonnellate, da 222,6 milioni precedenti. Le scorte finali sono attese in diminuzione a 315,9 milioni di tonnellate rispetto ai 316,8 milioni dello scorso mese. Le previsioni per il **frumento** indicano una produzione mondiale di 796,9 milioni di tonnellate, in ribasso rispetto ai 797,2 milioni previsti a marzo: la riduzione è principalmente dovuta a una minore produzione in Europa e nei maggiori esportatori. Il consumo mondiale è sceso a 805,2 milioni di tonnellate da 806,7 milioni previsti a marzo, principalmente per un maggiore utilizzo di mangimi e residui per India e Cina. Il commercio mondiale è inferiore di 0,9 milioni di tonnellate (rispetto alla precedente stima) e pari a 208,1 milioni per la diminuzione delle esportazioni per UE, Russia e Stati Uniti. Le scorte finali di frumento aumentano a 260,1 milioni di tonnellate (+2,5 milioni rispetto a marzo), principalmente per gli incrementi di Turchia, Argentina, Stati Uniti, Australia e Russia. Per il mercato della **soia**, la produzione mondiale è lievemente calata a 420,6 milioni di tonnellate da 420,8 milioni previste a marzo, a causa della minore produzione in Bolivia, parzialmente compensata da una maggiore produzione in Sud Africa, Emirati Arabi Uniti e Unione Europea. Le esportazioni globali di soia sono leggermente aumentate e si attestano a 182,1 milioni di tonnellate per le maggiori spedizioni dal Canada e Nigeria, nonostante il calo dall'Ucraina. Le scorte finali globali sono cresciute di 1,1 milioni di tonnellate a 122,5 milioni, principalmente a causa delle maggiori riserve di Brasile e UE.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	522,0	-3,9	7,3	0,6	1,4
Mais (\$ cent.)	475,5	-4,3	14,9	8,3	3,7
Frumento (\$ cent.)	515,5	-8,4	-9,6	-12,7	-6,5
Soia (\$ cent.)	1.052,0	-0,8	9,0	-9,4	5,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: permane ancora una grande incertezza sulle tariffe al comparto agricolo e questo sta favorendo un robusto consolidamento dei prezzi delle granaglie. Immutata l'attesa per un fisiologico storno delle soft commodity nel corso del 2025 (ad eccezione di cotone e zucchero), nonostante le possibili pressioni generate dalle tariffe. Nel breve termine proseguirà la fase di tensione legata alle incertezze e ai timori sulle possibili conseguenze della guerra commerciale sul comparto agricolo globale, invitandoci a un approccio più cauto. Non cambia il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine, che vede le granaglie restare oggetto

di pressioni rialziste per tutto l'anno; un pericolo che viene costantemente ribadito anche dalle principali banche centrali, preoccupate del possibile surriscaldamento della componente dell'inflazione legata ai costi alimentari. Anche per le soft commodity, lo scenario resta il medesimo del mese scorso ma aggravato dalle nuove tariffe imposte dagli Stati Uniti a molti Paesi emergenti, responsabili dell'export di tanti prodotti coloniali (caffè, zucchero, cacao e cotone). Al netto di questa situazione, continuiamo ad attenderci un fisiologico storno nel corso dell'anno per caffè e cacao, ma non per zucchero e cotone. In conclusione, a distanza di circa un mese dall'introduzione (e parziale sospensione) dei nuovi dazi, lo scenario resta immutato, senza novità rilevanti che consentano di stimare l'impatto sui prezzi dovuto alle attuali turbolenze. Fino a quando non ci sarà maggior chiarezza sulle trattative e sulle tariffe fra Stati Uniti, Europa e Cina resteranno alte le pressioni su tutto il comparto agricolo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	475,5	467,5	465,0	450,0	447,5	460,0
Frumento (cent. \$)	515,5	550,0	545,0	550,0	592,5	587,5
Soia (cent. \$)	1.052,0	1.000,0	975,0	970,0	989,4	975,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	475,5	468	465	470	475	485
Frumento (\$ cent.)	515,5	570	595	605	627	645
Soia (\$ cent.)	1.052,0	1.060	1.110	1.190	1.210	1.225

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

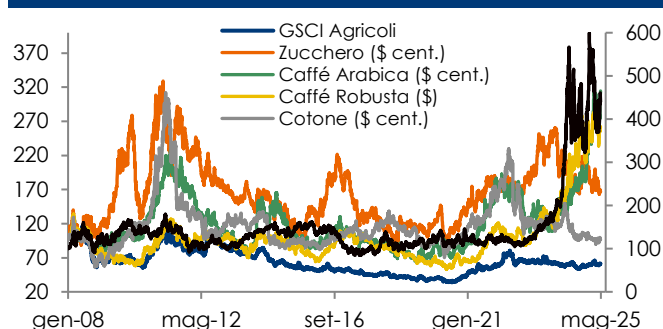
Il ritorno delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, l'incertezza sulle decisioni di Trump in ambito commerciale e la speculazione finanziaria, alimentata dai timori sulla crescita e dalle conseguenze delle tariffe, restano gli elementi che possono ancora sostenere il marginale rialzo di alcune soft commodity, pur senza contrastare la nostra prospettiva che resta orientata verso un fisiologico storno delle quotazioni entro l'anno, in particolare per cacao e caffè.

Cotone: il rapporto WASDE di aprile rivede al ribasso le stime per la produzione, il consumo e le esportazioni, mentre le scorte aumentano. La minore produzione in Argentina, Costa d'Avorio e altri paesi ha più che compensato l'aumento in Cina, per una correzione totale al ribasso di 69.000 balle rispetto alle stime di marzo del WASDE. La produzione mondiale si attesta così a 120,9 milioni di balle. Anche il consumo globale è stato rivisto al ribasso, attestandosi a 116,0 milioni di balle rispetto ai 116,5 milioni stimati a marzo, principalmente a causa delle riduzioni per Cina e Indonesia, che hanno più che compensato l'aumento per la Turchia. Le esportazioni sono ridotte per Australia, Brasile, Stati Uniti, Costa d'Avorio e altri paesi, compensando gli aumenti per Turchia e Kazakistan. Il volume delle esportazioni viene pertanto rivisto al ribasso rispetto al mese scorso, attestandosi a 42,3 milioni di balle. Le scorte finali mondiali per il 2024/25 sono aumentate di oltre 520.000 balle, attestandosi a 78,9 milioni di balle, con aumenti previsti per Cina, Australia, Brasile, Egitto e Stati Uniti, che compensano le riduzioni attese per Turchia e Argentina. Nell'ambito dei primi colloqui sulle tariffe introdotte lo scorso 2 aprile dal presidente Trump, Washington e Nuova Delhi stanno lavorando a un accordo commerciale bilaterale da concludere entro l'autunno. Secondo i dati del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti, da inizio mese sono aumentate le esportazioni di cotone verso l'India, un chiaro segnale di apertura volto a favorire le trattative fra i due paesi. Si conferma un quadro di incertezza sul mercato del cotone, ma questo non ci impedisce di ribadire la nostra previsione di un rialzo dei prezzi sia nel breve che nel medio-lungo termine.

Zucchero: i recenti dati in arrivo da India e Brasile confermano le tensioni interne al mercato fisico e sostengono il rialzo dei prezzi dello zucchero. Dopo il calo registrato a cavallo fra la fine di febbraio e l'inizio di marzo, il prezzo dello zucchero grezzo prosegue il recupero in atto da qualche settimana, nuovamente grazie alle notizie in arrivo dall'India. L'Indian Sugar Mills Association (ISMA) ha rivisto al ribasso la stima per la produzione di zucchero indiana per la stagione 2024/25 a 25,5 milioni di tonnellate (stima al 15 di aprile) dalla precedente previsione che era di 26,4 milioni di tonnellate, con un calo del 18% anche rispetto allo stesso periodo

dell'anno scorso. Tuttavia, l'ISMA ipotizza che l'attuale stagione si concluderà (a settembre 2025) con un surplus di 5,4 milioni di tonnellate grazie al clima favorevole, al miglioramento delle tecniche di semina e all'introduzione di nuove varietà di piante, più resistenti e redditizie. Tutti elementi che potrebbero incidere positivamente anche sulla produzione della prossima stagione 2025/26. In Brasile, il clima secco invece potrebbe frenare le rese delle piantagioni di canna da zucchero e questo è un altro fattore che sta facendo salire i prezzi. Il centro meteorologico SOMAR ha infatti confermato le sue previsioni di precipitazioni limitate, nelle prossime settimane, in tutte le principali regioni brasiliane di coltivazione. I dati recenti da India e Brasile confermano il quadro delineato, lo scorso 6 marzo, dall'International Sugar Organization (ISO) che ha alzato le sue previsioni di deficit globale di zucchero per il 2024/25 a -4,88 milioni di tonnellate dalla precedente stima di -2,51 milioni (novembre 2024). Uno scenario che tratteggia un mercato in contrazione rispetto al surplus globale di zucchero della stagione 2023/24 (+1,31 milioni di tonnellate). L'ISO ha anche ridotto le sue previsioni sulla produzione globale di zucchero 2024/25 a 175,5 milioni di tonnellate dai 179,1 milioni stimati in precedenza. Si riconferma quindi un quadro di tensione sui fondamentali dello zucchero per la stagione in corso, che sosterrà il rialzo dei prezzi lungo tutto l'orizzonte previsivo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	522,0	-3,9	7,3	0,6	1,4
Cotone	66,4	-0,4	-5,9	-17,0	-3,0
Cacao	9.217,0	-19,0	33,3	-14,1	-21,1
Zucchero	17,8	-8,3	-19,2	-11,7	-7,4
Caffè (arabica)	421,6	17,9	67,0	82,8	31,8
Caffè (robusta)	5.362,0	-4,4	22,1	21,9	6,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: recuperano i prezzi di Arabica e Robusta ma la dinamica rialzista continua a perdere energia, sostenendo il nostro scenario di fisiologico storno entro l'anno. Immutati gli elementi che caratterizzano lo scenario sul caffè, che ha visto ridursi la tensione rialzista sui prezzi ma senza frenare il blando recupero dei prezzi delle ultime settimane su Arabica e Robusta. I dazi imposti dal presidente Trump su oltre 180 paesi, lo scorso 2 aprile, hanno incluso i primi 15 produttori al mondo di caffè, provocando un forte ribasso dei prezzi di entrambe le qualità, sull'ipotesi che il rincaro della materia prima avrebbe inciso sui consumi della bevanda. In realtà le prime indagini fatte sui consumatori hanno evidenziato come la domanda futura non sembri risentire, per ora, delle minacce di rialzo dei prezzi del prodotto dovuto all'imposizione delle tariffe. Di fatto, i dazi di Trump sembrerebbero avere un impatto significativo sui produttori. Le aziende dei paesi colpiti dalle imposte più elevate, i cui governi tardino a intavolare una trattativa con gli Stati Uniti, rischiano di subire un calo importante della domanda, poiché i torrefattori e gli importatori si orienteranno verso altri soggetti, alla ricerca di forniture a prezzi inferiori. Questo causerà probabilmente un'incertezza senza precedenti e renderà difficile per i produttori pianificare in anticipo forniture e piani di lavorazione della materia prima. Il risultato di breve termine che stiamo osservando è il recupero di entrambi i prezzi delle due qualità di caffè dai minimi registrati a metà aprile, come conseguenza della combinazione fra una domanda stabile, non ancora influenzata dal possibile rincaro del prodotto, e un'offerta che rischia di diventare più rigida a causa dell'incertezza generata dalle tariffe di Trump. Ancora una volta il quadro sul caffè resta carico di incertezze, ma nel breve potrebbe comunque favorire un consolidamento dei prezzi di entrambe le varietà. Nel medio-lungo periodo ci attendiamo invece il fisiologico storno delle quotazioni che ipotizziamo da qualche mese.

Cacao: nonostante il recupero parziale dei prezzi in aprile, non cambiano i fondamentali del mercato fisico che riducono le pressioni rialziste.

Nonostante il mese di aprile registri un rimbalzo delle quotazioni del cacao, la tensione rialzista sembra comunque rallentare. Il recente recupero dei prezzi è legato agli ultimi dati sulle esportazioni di cacao della Costa d'Avorio che hanno subito un rallentamento. I dati governativi hanno mostrato che gli agricoltori ivoriani hanno spedito 1,48 milioni di tonnellate di cacao dal 1° ottobre 2024 al 20 aprile 2025, con un aumento dell'11,3% rispetto al medesimo periodo della scorsa stagione. Tuttavia, il ritmo è diminuito rispetto al massimo del +35% registrato a dicembre, a causa anche dei movimenti sul cambio che hanno esasperato i comportamenti speculativi di produttori e intermediari che hanno, ancora una volta, ritardato le vendite per beneficiare di prezzi ipoteticamente superiori. I prezzi del cacao hanno anche risentito positivamente delle recenti statistiche di una domanda globale migliore del previsto. La lavorazione del cacao in Nord America è scesa del -2,5% a/a nel 1° trimestre, a 110.278 tonnellate, con un calo maggiore rispetto a quanto stimato dal mercato. Anche la macinazione di cacao europea, nel 1° trimestre, si è ridotta del -3,7% a/a a 353.522 tonnellate; medesima situazione per la lavorazione del cacao in Asia, che nel 1° trimestre è scesa del -3,4% a/a, a 213.898 tonnellate, un calo però solo marginalmente inferiore alle aspettative di mercato che indicavano -5% a/a. Non cambia la nostra analisi e quindi la nostra previsione di scenario sul cacao: man mano che il rincaro dei prezzi della materia prima si trasferirà lungo la filiera commerciale, prima impattando sui costi dei prodotti intermedi e poi su quelli finiti, potremo assistere a una graduale discesa della domanda mondiale, che contribuirà a frenare le quotazioni del cacao sui mercati internazionali nel più lungo periodo.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,4	66,1	67,0	70,0	72,4	74,0
Cacao	9.217,0	8.134	7.750	7.400	7.150	6.750
Zucchero	17,8	19,2	20,1	20,8	21,3	22,9
Caffè (Arabica)	421,55	380,0	360,0	340,0	320,0	300,0
Caffè (Robusta)	5.362,0	5.400	4.500	4.200	4.020	4.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 28.04.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,4	71	75	76	76	77
Cacao	9.217,0	9.000	8.500	7.800	7.000	6.500
Zucchero	17,8	20,0	21,0	22,0	23,0	23,5
Caffè (Arabica)	421,55	400	360	340	300	280
Caffè (Robusta)	5.362,0	5.460	5.100	4.920	4.540	4.300

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 formata 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, LSEG).

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, LSEG, 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 26.03.2025.

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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi