

Mensile Materie Prime

Il clima di grande incertezza rende volatili le Commodity

Energia: outlook Neutrale, petrolio e metano rallentano ma i rischi non calano

La fase di consolidamento dei prezzi energetici giustifica il nostro atteggiamento Neutrale e previsioni di prezzo in consolidamento su livelli medio-alti, pur in presenza di qualche insidia. Alcuni elementi che caratterizzano il quadro sul petrolio (tariffe, nuove sanzioni e OPEC+) sembrano essere sottovalutati e potrebbero generare nuova tensione rialzista. Medesimo scenario sul gas: l'eccessiva fiducia sul buon esito delle trattative rischia di alterare la percezione delle reali conseguenze sul gas europeo in caso di mancato accordo complessivo sull'Ucraina.

Metalli preziosi: outlook Neutrale nonostante i nuovi massimi segnati dall'oro

Nonostante il marginale rialzo dei target medi che potrebbe raggiungere l'oro nel corso dei prossimi trimestri, confermiamo comunque il nostro outlook Neutrale per il 2025, con il metallo giallo costantemente su alti livelli e l'argento a seguire. Pensiamo che i metalli preziosi con usi più industriali possano recuperare maggiormente, spinti non più dalle attese di domanda legate all'auto elettrica e alla rivoluzione nel trasporto privato, ma dall'aumento della spesa militare che, inevitabilmente, necessiterà di automezzi con motori a combustione termica.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo da Neutrale ma prudenza nel breve

Le quotazioni dei Metalli industriali sono già state spinte al rialzo dall'introduzione di nuovi dazi da parte dell'Amministrazione Trump, mentre il varo dei piani europei e cinesi di aumento strutturale della spesa militare alimenta le aspettative di crescita della domanda e di rialzo dei prezzi. Per questi motivi, miglioriamo il nostro outlook in Moderatamente Positivo da Neutrale, mantenendo però una certa cautela nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo sugli sviluppi delle trattative tariffarie

Gli elementi che rendono instabile lo scenario non sono cambiati: i persistenti timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di rifornimenti si sommano alla prudenza degli operatori di settore che attendono l'evolversi della situazione tariffaria. Per questo insieme di ragioni, il nostro giudizio sul comparto resta Moderatamente Positivo, con stime di blando rialzo per le granaglie e di consolidamento su livelli alti per le soft commodity, in vista di un possibile storno.

Soft Commodity:

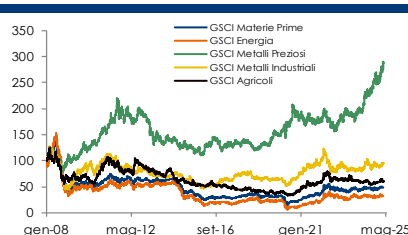
- Cotone:** il WASDE di marzo rivede al rialzo produzione e consumo mentre calano le scorte.
- Zucchero:** le notizie da India e Brasile rendono teso il mercato fisico e sostengono i prezzi.
- Caffè:** frenano i prezzi di Arabica e Robusta, è forse il preludio all'atteso fisiologico storno?
- Cacao:** quando il rincaro si scaricherà sui prezzi al consumo frenerà ulteriormente il rialzo.

Performance degli indici commodity

	Valore 25.03.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.778,0	3,3	18,9	142,7
GSCI Energia	644,9	1,3	22,8	209,7
GSCI Met. Preziosi	3.352,0	14,7	49,8	76,5
GSCI Met. Industriali	1.793,2	8,9	8,0	81,3
GSCI Prod. Agricoli	513,1	-0,3	-4,7	60,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.03.2025

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

26 marzo 2025 - 12:35 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

26 marzo 2025 - 12:40 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Mar.	Feb.
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	-3,8	0,1
Brent	-2,2	-3,1
Gas naturale	5,7	44,5
Gasolio	-3,2	-7,4
Oro	14,6	27,5
Argento	16,3	21,4
Rame	15,3	2,4
Alluminio	2,3	7,0
Zinco	0,1	11,9
Nickel	5,4	-7,7
Mais	-0,2	-2,7
Frumento	-1,5	-12,2
Soia	0,4	-22,8
Cotone	-4,8	-15,6
Caffè Arabica	24,6	69,8

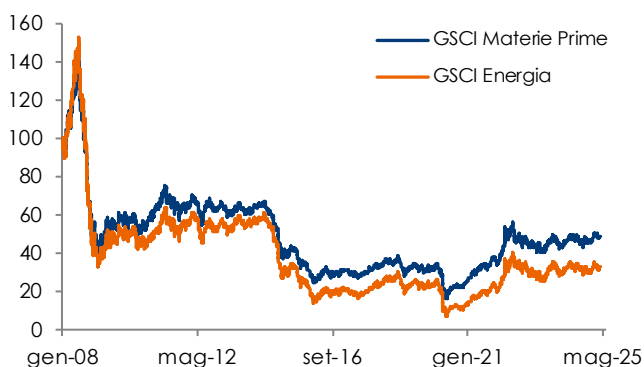
Fonte: Bloomberg. Dati al 25.03.2025

Energia: petrolio e gas naturale frenano, ma restano i rischi al rialzo

L'incertezza generata dall'introduzione delle tariffe di Trump pesa su tutte le materie prime ma senza deprimerle eccessivamente, in attesa di maggior chiarezza sugli eventuali impatti per la crescita globale e, conseguentemente, sulla domanda di risorse. Gli elementi che dominano lo scenario delle materie prime sono 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 materie prime.

Una situazione che manterrà alta la volatilità sul settore, almeno per tutta la prima parte del 2025. L'ipotesi di nuove guerre commerciali, sia con partner commerciali più vicini e consolidati (Canada, Messico ed Europa), sia con i rivali più agguerriti come la Cina, spaventa i mercati finanziari, deprime le borse e alimenta le preoccupazioni per la sicurezza degli approvvigionamenti. L'introduzione dei primi dazi ha scatenato da subito la corsa all'acquisto precauzionale di metalli industriali, merci agricole e materie prime energetiche da parte degli operatori statunitensi. Questa dinamica ha alimentato il premio per i contratti scambiati sul Comex di New York rispetto all'LME di Londra e ha inciso in maniera anomala sui movimenti delle scorte presso le principali borse merci, amplificando la volatilità e favorendo comportamenti speculativi. In uno scenario così caotico, è probabile che nei prossimi anni il controllo di materie prime, filiere produttive e catene logistiche di fornitura rappresenti un vantaggio strategico determinante nel quadro geopolitico. Non è detto che questa situazione porti, inevitabilmente, a un rincaro generalizzato del costo delle Commodity. Il petrolio vivrà una fase di forte incertezza, con dinamiche e reazioni probabilmente distanti dai fondamentali di mercato e più legate a strategie e interessi che riguardino direttamente i principali produttori. Il gas naturale potrebbe mostrare dinamiche divergenti fra Stati Uniti ed Europa; per quest'ultima molto dipenderà da come si concluderà il conflitto ucraino, dopo la recente tregua sancita nel Mar Nero, e che tipo di accordi sul metano (russo) seguiranno. L'oro continuerà probabilmente a brillare; sinché durerà l'attuale fase di incertezza sulle politiche statunitensi, non mancheranno le spinte rialziste e potrebbe registrare nuovi record. Nei comparti dei metalli industriali e delle merci agricole, le tariffe statunitensi stanno distorcendo i flussi dei mercati fisici e le quotazioni su quelli finanziari. Una confusione che rischia di alterare le valutazioni e consentire alla speculazione di giocare un ruolo centrale nel rincaro dei prezzi.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.03.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.778,0	3,3	18,9	142,7
GSCI Energia	644,9	1,3	22,8	209,7
WTI (\$)	69,0	-3,8	-0,4	205,3
Brent (\$)	73,0	-2,2	-2,6	177,2
Gas Naturale (\$)	3,8	5,7	73,3	134,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'OPEC+ ridurrà i tagli volontari a partire dal 1° aprile. Con una comunicazione del tutto inattesa, l'OPEC+ ha confermato l'avvio del programma di progressiva eliminazione dei tagli volontari, a partire dal 1° aprile, smentendo le voci di un ennesimo rinvio. Lo scorso 3 marzo, sul sito web dell'OPEC è stato annunciato, a sorpresa, che l'Alleanza avrebbe aumentato la produzione di petrolio di 138.000 barili al giorno dal mese successivo, confermando di voler dar seguito ai successivi aumenti mensili concordati, con l'obiettivo finale di ripristinare l'offerta di circa 2,2 milioni di barili giornalieri entro la fine del 2026. Nel comunicato – rafforzato dalla presenza della tabella dettagliata contenente le tempistiche e le dimensioni delle successive azioni di aumento

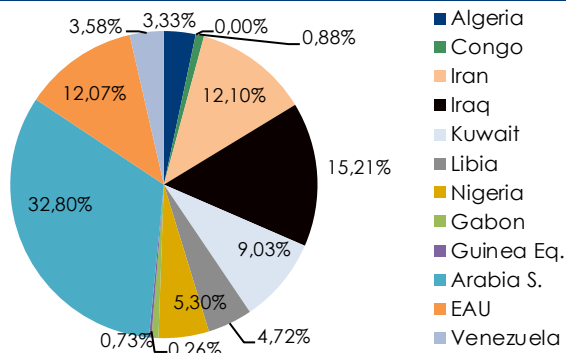
dell'offerta – viene specificato che il ripristino graduale potrebbe essere sospeso o addirittura invertito sulla base delle condizioni di mercato e che questa flessibilità consentirà di continuare a sostenere la stabilità del mercato petrolifero. Una formula usualmente utilizzata dai produttori per tenersi il giusto spazio di manovra, in caso di eccessivi scompensi nel mercato. La scelta di annunciare un radicale cambio di strategia tramite un comunicato sul sito internet, e senza una formale riunione dei produttori con conseguente conferenza stampa, è parsa decisamente insolita. In aggiunta, le dinamiche di domanda e offerta presenti sul mercato potevano anche suggerire un rinvio della decisione. Quasi tutte le recenti analisi mostrano infatti come la domanda globale di petrolio sia attesa crescere meno dell'offerta non-OPEC+ nel 2025, con la concreta probabilità che il mercato registri un marginale surplus. La sensazione che la mossa a sorpresa dell'OPEC+ sia stata "agevolata" dalla richiesta del presidente degli Stati Uniti Trump di aumentare la produzione per abbassare i prezzi del petrolio appare plausibile. Dall'insediamento di Trump sono cresciute 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. A rinforzare l'attendibilità di questa "analisi politica", non ha stupito che il primo incontro fra Stati Uniti e Russia, volto a raggiungere un accordo sul conflitto in Ucraina, si sia svolto in Arabia Saudita, a Riyadh e che i colloqui stiano procedendo col primo risultato di una tregua nel Mar Nero. Il sospetto che in queste occasioni non si parli solo della possibile fine della guerra, ma anche di come tornare a cooperare, dopo il quasi totale azzeramento delle relazioni che durava ormai da tre anni, appare più che fondato ed è stato rafforzato dal cambio di rotta annunciato dall'OPEC+. L'Amministrazione Trump, al netto delle modalità di espressione del Presidente, sta in realtà adottando un approccio decisamente più negoziale nelle relazioni estere, facilitando l'ipotetico riavvicinamento tra Arabia Saudita, Russia e Stati Uniti su temi di interesse comune, quali ad esempio la politica energetica e gli equilibri in Medio Oriente. Non a caso, se Trump decidesse di esercitare la massima pressione sull'Iran (storico avversario dei Sauditi) come più volte dichiarato, inasprendo le sanzioni e riducendo le esportazioni iraniane, questa situazione potrebbe essere tranquillamente compensata da maggiori flussi da altri paesi dell'OPEC+ o, semplicemente, come già accaduto, riducendo i tagli volontari alla produzione.

Il ruolo della Russia nel mercato energetico dipenderà dall'esito delle trattative sull'Ucraina. Il ruolo che ricoprirà la Russia nel futuro del mercato energetico resta collegato all'esito delle trattative sul conflitto in Ucraina, dopo il primo 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 una tregua complessiva tra Russia e Ucraina, mediata dagli Stati Uniti, e quindi se alcune sanzioni occidentali sull'industria energetica russa venissero rimosse, questo potrebbe aprire la strada a un incremento delle esportazioni di greggio e prodotti raffinati, col rischio di deprimere le quotazioni petrolifere. In realtà, l'introduzione delle sanzioni occidentali, di fatto, più che danneggiare il comparto energetico russo, lo ha costretto a un radicale cambiamento nei flussi delle esportazioni, in precedenza destinati all'Europa e successivamente dirottati verso India, Cina e altri paesi non occidentali. Nel concreto, il volume dell'export russo è rimasto elevato; le sanzioni hanno avuto più successo, invece, nel ridurre i prezzi di vendita del greggio, incidendo sui ricavi, poiché l'Ural (la principale qualità estratta) e altre tipologie di petrolio russo scambiano in ampio sconto rispetto al Brent, a causa delle limitazioni al prezzo di vendita imposte alla Russia ("price cap"). Anche qualora si raggiungesse un accordo di pace in Ucraina, difficilmente le sanzioni occidentali alla Russia verrebbero rapidamente rimosse, e sarebbero ancora vincolate alla tenuta degli accordi. Tuttavia, anche se le sanzioni fossero gradualmente rimosse, l'aumento dei volumi di prodotto russo sul mercato globale potrebbe risultare comunque limitato. Potrebbe invece crescere la disponibilità di greggi e carburanti russi nel bacino atlantico (Europa in primis). Una conseguenza intuitiva: i tempi di transito delle petroliere si accorcerebbero se parte dei flussi attualmente destinati all'Asia tornasse in Europa. Trasporti più brevi sarebbero economicamente convenienti sia per la Russia (ricavi maggiori) che per l'Europa (più disponibilità di prodotto, in tempi minori e a costi inferiori), con buona pace di tutti i soggetti in gioco. Per questa serie di ragioni, pensiamo che i rischi di ribasso dei prezzi internazionali del petrolio, Brent incluso, abbiano

più probabilità di arrivare da un possibile deterioramento del sentiment di mercato, più che da un significativo aumento delle forniture russe che ampli l'offerta disponibile e deprima le quotazioni.

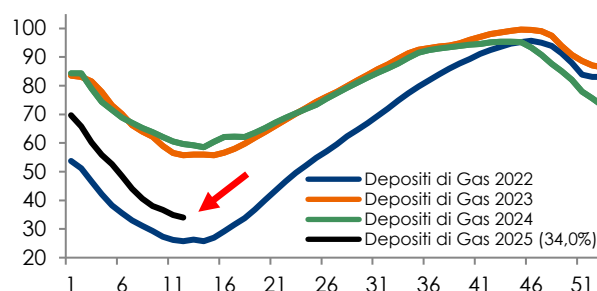
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di marzo, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), si evidenzia che la domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata in aumento da 42,6 mb/g nel 2025 (+0,3 mb/g su base annua, invariato) a 42,9 mb/g nel 2026 (+0,3 mb/g su base annua, invariato). Secondo le previsioni dell'OPEC, la domanda globale di petrolio dovrebbe crescere, passando da un livello record di 105,2 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 (+1,4 mb/g su base annua, in linea con le stime precedenti) a un massimo storico di 106,6 mb/g nel 2026 (+1,4 mb/g su base annua, invariato rispetto al 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 54,2 mb/g nel 2025 (+1,0 mb/g su base annua, invariato) a 55,2 mb/g nel 2026 (+1,0 mb/g su base annua, invariato). Infine, a gennaio 2025, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono cresciute di circa 1 milione di barili, attestandosi a 2.738 milioni di barili, equivalenti a 60,7 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di marzo (**OMR**), prevede un quadro più debole rispetto alle aspettative precedenti per il 2025 a causa di una revisione al ribasso della domanda globale. Secondo le stime dell'IEA, si prevede che la domanda globale crescerà da 102,9 mb/g nel 2024 (+0,8 mb/g a/a, invariata rispetto alla stima del mese scorso) a 103,9 mb/g nel 2025 (+1,0 mb/g a/a, rivista al ribasso da una stima di 104,0 mb/g pubblicata a febbraio), un nuovo record storico. L'offerta non OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g anno/anno, invariata rispetto al mese scorso) a 71,7 mb/g nel 2025 (+1,5 mb/g anno/anno, rivista al rialzo da una stima di 71,6 mb/g a febbraio). 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 26,5 mb/g nel 2025 (-0,6 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 26,7 mb/g il mese scorso). L'IEA avverte che i rischi per il mercato petrolifero restano elevati e incerti. Prevede un surplus di offerta rispetto alla domanda di circa 600 kb/g. L'impatto delle tariffe e dei negoziati commerciali rimane ancora incerto. Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di marzo, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, sono state riviste le stime (finali) per il 2024 e il 2025 e introdotte quelle per il 2026. La stima del consumo globale di petrolio è attesa in crescita, da 102,9 mb/g nel 2024 (rivisto al rialzo rispetto ai 102,8 mb/g del mese scorso) a 104,1 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g su base annua, invariato) e a 105,3 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g su base annua, rivisto al rialzo rispetto ai 105,2 mb/g previsti in precedenza), segnando così un nuovo record. L'offerta di petrolio da parte dei paesi non-OPEC è stimata in aumento da 70,4 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso rispetto ai 70,5 mb/g previsti in precedenza) a 71,8 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g su base annua, rivisto al ribasso rispetto ai 71,9 mb/g stimati in precedenza) e a 73,1 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g su base annua, invariato), 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), per poi scendere a 26,6 mb/g nel 2025 (-0,1 mb/g su base annua, rivisti al ribasso rispetto ai 26,9 mb/g previsti in precedenza) e risalire a 26,9 mb/g nel 2026 (+0,3 mb/g su base annua, rivisti al ribasso rispetto ai 27,3 mb/g stimati il mese scorso).

Produzione membri OPEC (%)



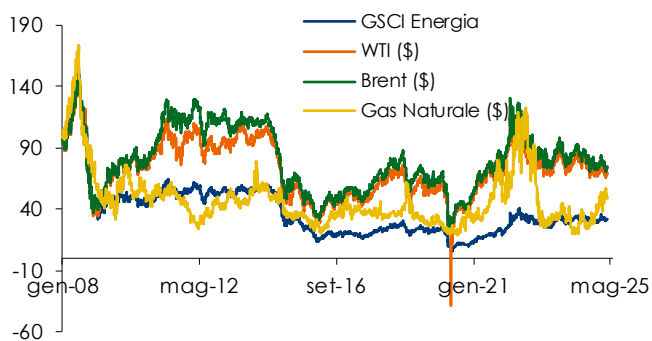
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 28.02.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 23.03.2025

Il futuro del gas europeo passa anche per la fine del conflitto in Ucraina. Il settore energetico europeo spera in un possibile "cessate il fuoco" complessivo in Ucraina (dopo il primo accordo raggiunto sui traffici marittimi nel Mar Nero), che favorisca il ritorno di almeno una parte dei flussi di gas russo verso l'Europa, essenziali per evitare che il prezzo del contratto TTF torni a risalire proprio quando il Vecchio Continente dovrà acquistare ingenti volumi di prodotto per rimpinguare i depositi, svuotati più del solito dopo un inverno freddo e lo stop al transito nel gasdotto fra Russia e Ucraina. L'erosione delle scorte è stata anche amplificata da alcuni problemi impreveduti nei flussi norvegesi, a causa di guasti e manutenzioni straordinarie ai gasdotti. Gli stoccaggi europei di metano sono scesi al livello critico del 34% (dato aggiornato al 23.03.2025), 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. Livelli di scorte così bassi sono un problema e rendono difficile la gestione dei picchi di consumo improvvisi, che non possono essere prontamente fronteggiati con le importazioni. Una situazione che appare complicata anche alla luce del nuovo meccanismo di fornitura deciso dalla UE, che ha visto ridursi gli approvvigionamenti via gasdotto (costanti e immediati) e aumentare quelli via mare (GNL – gas naturale liquefatto), più flessibili ma meno prevedibili perché soggetti alla concorrenza internazionale e alle condizioni di trasporto. Inoltre, ci aspettiamo che i mercati del gas naturale mostrino dinamiche divergenti negli Stati Uniti rispetto all'Europa. Il contratto americano (Henry Hub) potrebbe restare stabile e alto fra i 3,5 e i 4,5 dollari quest'anno e nel 2026. Il rapido incremento delle esportazioni di GNL americano è strettamente legato all'entrata in funzione dei nuovi terminali di trasporto e carico, che permetteranno di assorbire e veicolare l'eccesso di produzione domestica verso altri mercati. Un fenomeno che sta già contribuendo a una progressiva erosione delle scorte statunitensi, premendo al rialzo sui prezzi interni. In Europa, il benchmark TTF potrebbe attestarsi attorno a una media di 41 euro per MWh nel 2025, ma diminuire verso una media di 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. Ciò nonostante, i rischi restano sbilanciati verso l'alto perché, coi livelli dei depositi ai minimi da due anni, quest'estate sarà necessario rifornire circa il doppio dei volumi che furono necessari solo un anno fa, per ripristinare un livello adeguato di riserve. Un processo che si annuncia complesso e probabilmente più costoso rispetto alle precedenti stagioni estive.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	644,9	4,8	7,7	3,6	1,3
WTI (\$)	69,0	-0,9	2,0	-15,5	-3,8
Brent (\$)	73,0	-0,3	2,0	-15,3	-2,2
Gas Naturale (\$)	3,8	3,4	48,5	143,8	5,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: la fase di consolidamento dei prezzi giustifica un atteggiamento Neutrale ma nasconde più di un'insidia. Alcuni elementi che caratterizzano il quadro sul petrolio (tariffe, nuove sanzioni e OPEC+) sembrano essere sottovalutati dagli investitori e potrebbero generare nuova tensione rialzista. Medesimo scenario sul gas: l'eccessiva fiducia sul buon esito delle trattative per la fine del conflitto in Ucraina rischia di alterare la percezione delle reali conseguenze sul gas europeo in caso di mancato accordo.

Lo storno delle quotazioni petrolifere, registrato nelle ultime settimane, è la conseguenza di diversi fattori: la prospettiva di una tregua complessiva e duratura tra Russia e Ucraina (dopo il primo risultato ottenuto col "cessate il fuoco" nel Mar Nero), le nuove tariffe imposte dall'amministrazione Trump e la decisione dell'OPEC+ di ridurre gradualmente i tagli volontari, tornando a rendere disponibile una porzione marginale della propria offerta. Tuttavia, il mercato sta probabilmente sottovalutando alcuni rischi rialzisti, come il basso livello delle scorte strategiche statunitensi – erose dall'Amministrazione Biden nel tentativo di calmierare il prezzo dei carburanti alla pompa – la nuova escalation di tensioni in Medio Oriente e l'eventualità che le sanzioni al comparto energetico russo non siano rimosse così in fretta come ci si aspetta, specie se si allungheranno i tempi della trattativa sull'Ucraina. In aggiunta, i depositi europei di metano sono decisamente troppo vuoti. In neppure sei mesi, quasi il 70% delle scorte di gas è stato letteralmente bruciato a causa dell'aumento dei consumi in Europa e dell'interruzione delle forniture di gas dalla Russia via condotta, dovuta al mancato rinnovo del contratto di transito con l'Ucraina. Per centrare gli obiettivi di ripristino delle riserve, imposti dall'Europa ai singoli Paesi membri, servirebbero volumi all'incirca doppi rispetto a quanto si rese necessario appena un anno fa. La mancata tregua in Ucraina è un fattore che rischia di premere al rialzo sul gas europeo, rendendo complesso e più costoso il rifornimento dei depositi durante la stagione estiva. Per questi motivi, confermiamo il nostro outlook Neutrale mantenendo le previsioni per i prezzi del petrolio sostanzialmente stabili su livelli alti, con una dinamica simile per i due contratti (WTI e Brent), entrambi esposti alle tensioni geopolitiche e alla scarsità di offerta, in caso di ulteriori sanzioni verso Russia, Iran e Venezuela. Poniamo in secondo piano la minaccia di aumento imminente della produzione domestica degli Stati Uniti auspicata da Trump, la cui realizzazione è troppo complessa e dai tempi non così immediati. Sul fronte del gas, la rapida erosione delle scorte in Europa al termine della stagione invernale 2024/25 resta un grosso problema che finirà per 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 di minori pressioni dipenderà dall'eventuale ritorno delle forniture dalla Russia, ora interrotte; se ciò non dovesse accadere, il rischio è che i prezzi del gas restino costantemente alti fino alla stagione invernale 2025/26.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim.		3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.03.25	2025	2025	2025	2026	2027
WTI (\$)	69,0	69,7	69,0	68,5	67,0	71,0
Brent (\$)	73,0	73,0	73,0	71,5	70,0	75,0
Gas Naturale (\$)	3,8	3,5	3,5	3,7	3,6	4,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

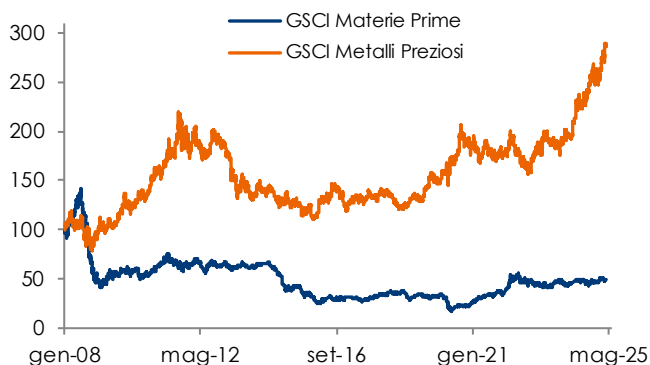
	Valore 2° trim.		3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.03.25	2025	2025	2025	2026	2027
WTI (\$)	69,0	70,0	68,0	70,0	69,5	70,0
Brent (\$)	73,0	74,0	73,0	75,0	74,0	74,0
Gas Naturale (\$)	3,8	3,5	3,5	3,8	3,7	4,0
ITF (€/MWh)	44,0	43,0	40,0	35,0	41,0	30,6

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: sostenuti dall'incertezza e dall'avversione al rischio

L'incertezza è l'elemento che domina i mercati, amplificando l'avversione al rischio che alimenta la domanda di asset difensivi, spingendo costantemente al rialzo l'oro. Nonostante l'ennesimo nuovo record segnato dall'oro nell'ultimo mese, sopra i 3.050 dollari l'oncia, non cambia il nostro scenario di fondo che vede un consolidamento dei Preziosi (in particolare dell'oro) nel corso dell'anno. La minaccia di nuove tariffe sulle importazioni del metallo aureo ha scatenato una vera e propria "corsa all'oro" negli Stati Uniti, prima dell'introduzione di questi possibili dazi. La confusione e l'incertezza generate da Trump hanno innalzato la tensione e alimentato la domanda di beni difensivi, amplificando i timori sui possibili impatti negativi per l'economia americana e per la crescita globale e indebolendo l'appeal del dollaro come bene rifugio, rendendo così ancora cauta la Fed. Se la riconferma dei tassi era un evento dato per certo nella riunione di marzo, maggior interesse hanno suscitato le revisioni (al rialzo) dell'inflazione e (al ribasso) della crescita, come conseguenza dell'incertezza generata dalle politiche commerciali della nuova Amministrazione statunitense. Il mercato è parso rassicurato, invece, dalla riconferma del percorso di riduzione del costo del denaro per quest'anno, che vedrebbe almeno due tagli da 25pb. Continuiamo a pensare che questa pausa prolungata 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. Tale scenario di politica monetaria penalizzerà temporaneamente il biglietto verde avvantaggiando soprattutto l'euro, spinto al rialzo dalle ipotesi di recupero del ciclo economico europeo grazie ai piani di spesa militare, nonostante la prospettiva di calo dei tassi in Europa. Questa dinamica in atto sul mercato Forex favorisce il rialzo dei Metalli preziosi, nel loro insieme, a scapito del biglietto verde, un'asset class anch'essa difensiva e concorrente nel portafoglio degli investitori. Confermiamo comunque il nostro outlook Neutrale per il 2025, nonostante i nuovi massimi che potrebbe registrare l'oro. Pensiamo, invece, che i metalli con usi più industriali possano recuperare maggiormente, spinti non più dalle attese di domanda legate all'auto elettrica e alla rivoluzione nel trasporto privato, ma dall'aumento degli investimenti per la difesa militare che, inevitabilmente, necessiterà di automezzi con motori a combustione termica, tornando a stimolare la richiesta di catalizzatori per benzina e diesel, che contengono platino e palladio.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

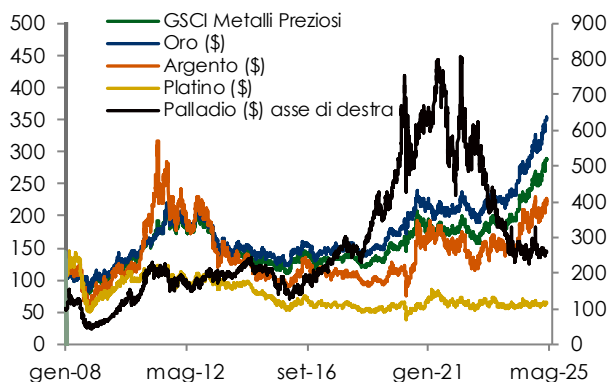
	Valore 25.03.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.778,0	3,3	18,9	142,7
GSCI Met. preziosi	3.352,0	14,7	49,8	76,5
Oro (\$)	3.022,7	14,6	52,8	84,5
Argento (\$)	33,6	16,3	44,8	132,2
Platino (\$)	982,8	8,2	-0,2	33,6
Palladio (\$)	960,4	5,1	-32,5	-59,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non cambia la previsione di consolidamento per il comparto dei Preziosi nel corso del 2025, con l'oro che potrebbe continuare a registrare nuovi massimi temporanei, mentre la pressione rialzista potrebbe essere maggiore su platino e palladio. L'oro sta vivendo il maggior movimento di rialzo degli ultimi anni, spinto dall'incertezza sulle politiche commerciali che saranno implementate dalla seconda amministrazione Trump e dai possibili sviluppi geopolitici in Russia e Medio Oriente. Se questo stato di preoccupazione generale persisterà ancora a lungo, probabilmente il prezzo dell'oro continuerà a registrare nuovi record, sino a una massima estensione (media) in area 3.150 dollari l'oncia. Un altro fattore rialzista, di breve periodo, è rappresentato dalla minaccia di imporre una tariffa del 25% sulle importazioni americane d'oro. Non a caso, nelle ultime settimane, stiamo assistendo a una vera e propria "corsa all'oro", prima

dell'introduzione di questi possibili dazi. Si registrano quindi flussi record di esportazioni del metallo aureo dalla Svizzera e dall'Australia, con eccezionali condizioni di scarsità di materiale anche sui mercati fisici europei. È recentissimo l'allarme lanciato dalla Banca d'Inghilterra che ha limitato i deflussi di oro fisico dai suoi caveau, preoccupata dall'eccessivo e rapido calo delle sue riserve commerciali. Al contrario, 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. L'ipotesi di un rallentamento degli acquisti da parte delle banche centrali è condivisa dal World Gold Council (WGC), che ritiene probabile un modesto calo nel corso di quest'anno. Una larga parte degli analisti di mercato stima una riduzione degli acquisti mensili da parte degli istituti centrali al di sotto delle 50 tonnellate per il 2025. Una previsione decisamente inferiore alle 87 tonnellate mensili mediamente acquistate nel 2024 (col record di 108 tonnellate comprate nel solo dicembre scorso). Per tali ragioni, una volta terminata questa fase di forte incertezza commerciale e politica, l'oro dovrebbe ritracciare e consolidare in un intervallo di 2.750-2.850 dollari, prima di riprendere un movimento rialzista di più lungo periodo. Sull'**argento**, ci aspettiamo una maggior volatilità rispetto a quella espressa dall'oro a causa delle scarse riserve presso il London Metal Exchange (LME); esprimiamo previsioni medie più contenute per i prossimi trimestri. Anche l'argento rischia di registrare forti rialzi temporanei ma di non riuscire a difendere i livelli massimi eventualmente raggiunti. Confermiamo la nostra visione positiva per **platino e palladio** grazie all'atteso recupero della domanda mondiale che, però, ora potrebbe registrare un avvicendamento inatteso nei fattori che la sosterranno. La richiesta di questi metalli potrebbe infatti arrivare non più dal mutamento del settore Auto e dalla transizione elettrica dei trasporti, ma dalle politiche pro-cicliche dell'amministrazione Trump, dai piani di stimolo promossi in Cina e dalla domanda di automezzi militari legata al piano europeo di incremento della spesa per la difesa. Quest'ultimo elemento di novità dovrebbe favorire la produzione di veicoli dotati di motori a combustione termica, sia a benzina (quindi dotati di marmitte contenenti palladio), sia a diesel (con catalizzatori contenenti platino).

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.352,0	13,9	11,9	37,5	14,7
Oro (\$)	3.022,7	15,0	13,3	38,9	14,6
Argento (\$)	33,6	13,4	5,2	37,5	16,3
Platino (\$)	982,8	4,7	-2,9	8,5	8,2
Palladio (\$)	960,4	4,2	-8,6	-3,7	5,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale sui Preziosi; la pressione rialzista sul metallo giallo ha portato a registrare nuovi massimi pur senza confutare la nostra prospettiva di consolidamento generale delle quotazioni.

L'avversione al rischio sui mercati si è decisamente ampliata: l'incertezza introdotta da Trump con le sue ondivaghe decisioni, le difficoltà nel trovare un accordo sull'Ucraina e il ritorno delle tensioni in Medio Oriente hanno alimentato la domanda di beni rifugio, favorendo in particolare l'oro che ha registrato nuovi massimi, beneficiando anche della decisa frenata del dollaro statunitense. La prudenza della Fed nell'abbassare i tassi si alimenta dei timori generati da questo insieme di incertezze. La revisione al ribasso per le stime di crescita e al rialzo per l'inflazione statunitense prolungherà la pausa nel calo del costo del denaro e manterrà debole il dollaro, almeno nel breve. La valuta americana sembra infatti scontare appieno le preoccupazioni legate ai riflessi negativi che le politiche di Trump potranno avere sul ciclo economico interno e, di riflesso, mondiale. Un quadro che penalizza il biglietto verde a favore dell'acquisto di oro e

Preziosi, che riguadagneranno altre posizioni nei portafogli difensivi degli investitori. In aggiunta, l'ipotesi di uno storno maggiore del mercato azionario americano, per ora solo marginalmente scalfito dalle turbolenze generate da Trump, ha aumentato le posizioni finanziarie lunghe sull'oro, sia come investimento puramente difensivo sia come attività alternativa e di copertura dal rischio di un maggior ribasso dei corsi azionari. Per tutta questa articolata serie di motivazioni e nonostante i nuovi record sull'oro, abbiamo riconfermato i target di previsione del metallo giallo per tutto il 2025; il nostro scenario resta pertanto improntato a una sostanziale neutralità. Permane infatti la sensazione di una dinamica rialzista ancora forte, ma che fisiologicamente inizia a mostrare qualche segnale di cedimento.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.03.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.022,7	2.819,0	2.825,0	2.900,0	2.625,0	2.300,0
Argento (\$)	33,6	33,5	33,6	34,3	33,0	30,7
Platino (\$)	982,8	1.030,0	1.050,0	1.090,0	1.132,5	1.200,0
Palladio (\$)	960,4	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.036,5	1.075,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.03.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.022,7	2.800	2.700	2.700	2.765	2.800
Argento (\$)	33,6	31,0	31,0	32,0	31,5	33,0
Platino (\$)	982,8	1.030	1.095	1.150	1.060	1.200
Palladio (\$)	960,4	1.010	1.070	1.120	1.039	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: la spesa per la difesa può compensare i dazi?

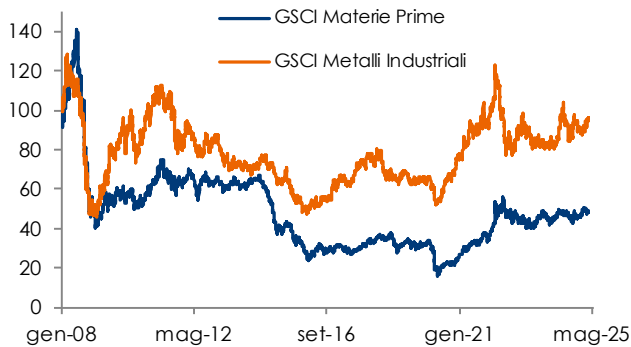
Guerra commerciale, scorte e spesa militare saranno i tre elementi chiave per i Metalli industriali.

Non è mutato il clima di incertezza che domina il comparto da inizio 2025. Il mercato dei Metalli industriali sarà fortemente influenzato da tre fattori principali: le tensioni commerciali, la disponibilità delle scorte e l'aumento della spesa militare. L'annuncio dell'Amministrazione Trump di voler introdurre dazi del 25% sull'acciaio e del 10% sull'alluminio ha colto di sorpresa gli operatori: il vero elemento inatteso è stata però la possibilità di estendere tali tariffe anche al rame raffinato. Il Dipartimento del Commercio ha ricevuto mandato di indagare su quali siano le nazioni con i maggiori flussi di esportazioni di rame verso gli Stati Uniti. Al contempo, l'export cinese di allumina (la materia prima di base per la produzione dell'alluminio raffinato) è salito al massimo degli ultimi sette anni, in scia all'impennata dei prezzi provocata dalle tariffe recentemente introdotte. Una prospettiva che ha immediatamente innescato una corsa agli acquisti da parte degli importatori statunitensi, al fine di prevenire futuri aumenti dei costi. Il risultato è stato un incremento della domanda sul mercato americano e un forte rialzo dei prezzi sul mercato COMEX (USA), che ha generato un premio fino al 13% rispetto alle quotazioni presenti alla borsa LME di Londra. Parallelamente, la prospettiva di nuovi dazi ha portato a un 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. Questo fenomeno ha rafforzato la convinzione che, al di là delle incertezze legate alla guerra commerciale, il problema più pressante per il mercato sia la disponibilità di offerta di materiale e di produzione mineraria, più che la riduzione della domanda. Un ulteriore elemento di supporto alla richiesta di metalli è rappresentato dall'aumento delle spese militari, soprattutto in Europa. La Commissione Europea ha lanciato il piano "ReArm Europe", un programma quadriennale da 800 miliardi di euro per rafforzare le capacità difensive dei paesi membri. In Germania, il Governo ha previsto un incremento significativo della spesa per infrastrutture, con un fondo straordinario da 500 miliardi di euro per il prossimo decennio. Inoltre, la Germania ha deciso di aumentare il budget per la difesa, escludendo queste spese dai vincoli del debito pubblico. In sintesi, il mercato dei metalli è attraversato da dinamiche contrastanti: da un lato, le tensioni commerciali potrebbero frenare la crescita economica e quindi la domanda; dall'altro, la riduzione delle scorte e il massiccio aumento della spesa per la difesa potrebbero continuare a sostenere i prezzi.

Cina: fissato al 5% l'obiettivo del PIL 2025 e innalzato il rapporto deficit/PIL al 4%. In Cina si è tenuto il 5 marzo scorso l'annuale Congresso Nazionale del Popolo, durante il quale sono stati definiti gli ultimi obiettivi del 14° Piano quinquennale di sviluppo, da completare entro fine 2025. È stato confermato il target di crescita del PIL attorno al 5%, con l'obiettivo di creare circa 12 milioni di nuovi posti di lavoro e mantenere la disoccupazione intorno al 5,5% quest'anno. Le priorità restano il rafforzamento della domanda interna, lo sviluppo del manifatturiero high-tech, la stabilità dei mercati finanziari e il riequilibrio del settore immobiliare, con un'apertura più decisa agli investimenti esteri. I primi dati del 2025 (cumulati a causa della consueta distorsione legata alle festività del Capodanno Lunare) mostrano un solido andamento della produzione industriale, crescita del 5,9% cumulato a/a nei primi due mesi, sostenuta dall'export (+6,2% cum. a/a) e dal comparto high-tech (+9,1% cum. a/a). Anche le vendite al dettaglio hanno accelerato (+4,0% cum. a/a), con una crescita particolarmente marcata nei beni ricreativi (+25% cum. a/a), culturali (+21,8% cum. a/a) e tecnologici (+26,2% cum. a/a). Tuttavia, il settore auto ha subito un calo delle vendite derivante dalla feroce concorrenza fra i produttori domestici (-4,4% cum. a/a), pur registrando un incremento significativo dei volumi (+13,1% cum. a/a). La fiducia dei consumatori, seppur in miglioramento per il terzo mese consecutivo, resta comunque su livelli storicamente bassi. Il mercato del lavoro ha evidenziato segnali di debolezza: il tasso di disoccupazione urbana è salito dal 5,2% al 5,4% tra gennaio e febbraio, il livello più alto da marzo 2023, mentre gli indici PMI hanno segnalato una riduzione degli occupati, con l'unica eccezione del settore dei servizi nella rilevazione Caixin. Gli investimenti fissi hanno registrato un'accelerazione (+4,1% cum. a/a), trainati dalle imprese statali (+7% cum. a/a) e dalle infrastrutture (+6,3% cum. a/a). Nel settore immobiliare, il calo degli investimenti si è attenuato

(-9,8% cum. a/a), ma i nuovi cantieri continuano a contrarsi (-28,9% cum. a/a) e i prezzi delle abitazioni nel mercato secondario sono tornati a scendere dopo quattro mesi di rialzi. Infine, sul fronte geopolitico, la spesa per la difesa è stata aumentata del 7,2% a/a, per la cifra record di circa 1.780 miliardi di yuan (246 miliardi di dollari), in risposta alle crescenti tensioni con Taiwan. La principale sorpresa del Congresso è stata la decisione di elevare il rapporto deficit/PIL al 4%: un livello record, superiore persino al 3,6% fissato nel 2020 per far fronte alla pandemia.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.03.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.778,0	3,3	18,9	142,7
GSCI Industriali	1.793,2	8,9	8,0	81,3
Rame (\$)	10.112,0	15,3	13,3	110,5
Alluminio (\$)	2.609,5	2,3	11,7	69,9
Zinco (\$)	2.956,7	0,1	1,1	62,4
Nickel (\$)	16.161,0	5,4	-31,1	44,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

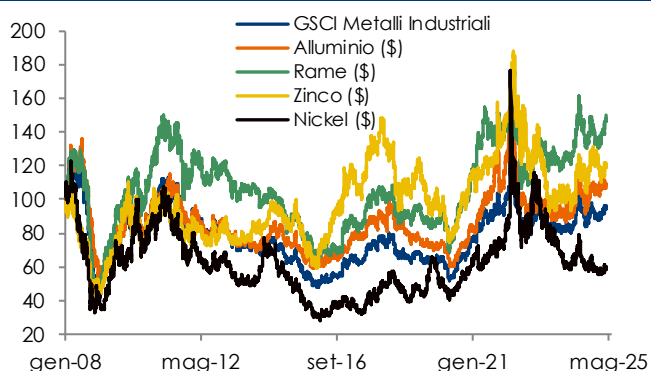
Rame: superati i 10.000 dollari alla tonnellata, sulla spinta di dazi e Cina. Il rame ha superato la soglia dei 10.000 dollari a tonnellata, dopo lunghe settimane di tensione commerciale generata dalla spinta del presidente Trump per introdurre nuove tariffe anche sul metallo rosso. L'Amministrazione statunitense ha infatti incaricato il Dipartimento del Commercio di redigere un'analisi precisa su quali siano i principali esportatori di rame verso gli Stati Uniti. La scelta di dar mandato alle Agenzie competenti di studiare il mercato fisico, prima di varare nuove tariffe, è una misura che il presidente Trump aveva già adottato nella sua precedente esperienza alla Casa Bianca. A sostenere ulteriormente i prezzi 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 del rame lungo tutto il nostro orizzonte previsivo.

Alluminio: le tariffe del 25% su acciaio e alluminio restano gli elementi di massima tensione per quest'ultimo. Trump ha ribadito che non ci sarà nessuna esenzione dai dazi su acciaio e alluminio, confermando anche l'entrata in vigore di tariffe reciproche a partire dal 2 aprile. Le tariffe del 25% sui due metalli colpiscono il Canada (che fornisce oltre il 70% dell'alluminio sul mercato USA), il Brasile e il Messico (che esporta negli USA rottami e leghe di alluminio per oltre 500.000 tonnellate annue), oltre all'Europa e, indirettamente, alla Cina. A causa dei dazi, l'Unione Europea rischia un aumento del costo delle importazioni di alluminio: un elemento che danneggerebbe un'industria già in difficoltà per il rincaro dei costi energetici patito negli ultimi quattro anni, che ha portato alla sostanziale estinzione di una larga fetta di lavorazioni siderurgiche ritenute eccessivamente energivore. Per questo motivo, la Commissione Europea ha deciso di promuovere l'apertura di un'indagine sul mercato interno dell'alluminio, con l'obiettivo di difendere il settore ed evitare un aumento delle importazioni provenienti da paesi terzi. L'ipotesi sottostante questa analisi è che il mercato americano possa diventare meno accessibile per le nazioni produttrici di alluminio, proprio a causa delle penalizzanti tariffe ai prodotti in ingresso: questo potrebbe riorientare le loro esportazioni verso l'Unione Europea. I produttori europei di alluminio hanno già perso quote di mercato significative nell'ultimo decennio. Escludendo Norvegia e Islanda, che possono comunque essere ricondotte al sistema economico europeo, i paesi più colpiti (e quindi stimolati a riorientare i propri flussi) saranno gli Emirati Arabi Uniti, la Russia e l'India. Per questi motivi, che danno vita a uno scenario decisamente complesso, ci

attendiamo un consolidamento dell'alluminio su livelli alti, almeno fino a quando non sarà chiaro l'impatto delle tariffe di Trump sul mercato fisico globale.

Zinco: permane una forte incertezza sulle tariffe e relative conseguenze per il mercato fisico. La performance dello zinco resta debole, oscillando intorno allo zero da inizio anno, in controtendenza rispetto ai risultati positivi di tutti gli altri metalli del comparto industriale. I prezzi continuano a restare sotto pressione a causa delle preoccupazioni per la domanda proveniente dalla Cina e per l'impatto che potranno esercitare le politiche tariffarie di Trump. In risposta ai dazi recentemente imposti dagli USA alle importazioni in uscita dal Canada, alcune società minerarie canadesi stanno valutando di deviare le proprie vendite di zinco verso i mercati asiatici, invece che indirizzarle agli Stati Uniti. Una situazione che coinvolge tutto il comparto dei metalli e che si scontra con alcune criticità logistiche che rendono più complicato di quanto si possa pensare questo tipo di strategia. Le società che hanno clienti e contratti consolidati da tempo hanno inevitabilmente assemblato una rete logistica di stoccaggio fisico del materiale, per facilitare il flusso degli approvvigionamenti, e hanno riservato dello spazio da impiegare "a riserva" nei porti limitrofi. Decidere improvvisamente di modificare la direzione delle proprie esportazioni, dirottandole ad esempio verso l'Asia, comporta la modifica di tutta la catena logistica: un aspetto che, ovviamente, richiede tempo e nuovi investimenti. Resta alta l'attenzione sul tema della Groenlandia: oltre alle terre rare, al gas, al petrolio e all'uranio, l'isola sarebbe ricca anche di zinco, uno dei metalli che, insieme al nickel, rappresentano la nuova frontiera della produzione di batterie per i veicoli elettrici. Non cambia quindi l'incertezza sullo scenario futuro dello zinco che, secondo le nostre previsioni, dovrebbe subire ancora una certa pressione rialzista sui prezzi.

Nickel: prezzi in rialzo da inizio anno grazie alla frenata del dollaro; l'attenzione resta puntata sulle scelte strategiche dell'Indonesia. Rispetto alla debolezza di inizio anno, l'ultimo mese ha visto il recupero dei prezzi del nickel, tornati sopra i 16.000 dollari per tonnellata: questo slancio delle quotazioni, verificatosi nell'ultimo mese, apre nuovi spiragli per una ripresa del comparto. Discorso analogo per l'andamento del dollaro statunitense: il forte apprezzamento di inizio anno, con l'avvio della nuova Amministrazione Trump, ha reso il nickel più costoso per gli acquirenti che utilizzano valute diverse dal biglietto verde, riducendone la domanda. Al contrario, il recente deprezzamento della divisa americana ha accresciuto l'appeal del nickel e ha favorito il recupero della domanda. L'annuncio di dazi del 10% sui prodotti cinesi ha aumentato la pressione sui metalli di base, tra cui il nickel, mentre sono rimaste immutate le aspettative sulla riduzione del surplus di offerta. Il Governo dell'Indonesia ha infatti già annunciato di voler diminuire le quote di estrazione del minerale di nickel per il 2025 e il 2026. Inoltre, l'introduzione di nuovi controlli sulla lavorazione e sull'export del prodotto semilavorato o raffinato sta avendo non solo una valenza strategica (legata cioè alla stretta sorveglianza della principale risorsa nazionale) ma anche come analisi preparatoria, utile in caso di eventuale controffensiva nei confronti delle tariffe di Trump. Si conferma infine che, sulla scia delle azioni intraprese dall'Indonesia, anche le Filippine sono intenzionate a limitare l'esportazione del minerale, imponendo una serie di lavorazioni direttamente sul territorio nazionale, al fine di esercitare un maggior controllo lungo tutta la catena produttiva. Nel brevissimo ci attendiamo ancora solo una blanda tensione sui prezzi, visto il recente rialzo, mentre nel medio-lungo periodo si registrerà una pressione rialzista più strutturale, alimentata dalla richiesta di prodotto per la transizione ecologica.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.793,2	7,3	-0,1	12,6	8,9
Rame (\$)	10.112,0	13,0	0,3	14,1	15,3
Alluminio (\$)	2.609,5	1,7	-0,1	13,3	2,3
Zinco (\$)	2.956,7	-2,4	-0,2	20,7	0,1
Nickel (\$)	16.161,0	4,4	-3,5	-2,9	5,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook passa a Moderatamente Positivo da Neutrale a causa sia della distorsione che i dazi potrebbero apportare al mercato che delle aspettative di incremento della domanda legata alle spese per la difesa. Le quotazioni dei Metalli industriali sono già state spinte al rialzo dall'introduzione di nuovi dazi da parte dell'Amministrazione Trump, mentre il varo dei piani europei e cinesi di aumento strutturale della spesa militare alimenta le aspettative di crescita della domanda e di rialzo dei prezzi. Le tariffe statunitensi stanno distorcendo i flussi sui mercati fisici e sostenendo la speculazione, che impatta sulle quotazioni dei mercati finanziari: un effetto negativo che riteniamo possa essere controbilanciato dagli investimenti per la difesa annunciati in Europa e in Cina (oltre che parzialmente negli Stati Uniti), smussando i timori per la crescita economica generati dalle dispute commerciali, che rischiano di minarla. Di conseguenza, ci attendiamo che quasi tutti i Metalli industriali possano chiudere l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali. In aggiunta, confermiamo la previsione di medio-lungo periodo: il sotto-investimento strutturale del comparto - che coinvolge miniere, raffinazione e manifattura - resta immutato ed è un altro elemento che peserà in futuro. Il deficit di offerta presente sul mercato fisico continua ad ampliarsi, mentre tarda a concretizzarsi l'incremento della richiesta dovuto alla transizione energetica: questo, tuttavia, non significa che lo squilibrio già esistente non possa dilatarsi ulteriormente, premendo ancor di più al rialzo sui prezzi. Per questi motivi, miglioriamo il nostro outlook in Moderatamente Positivo da Neutrale, mantenendo però una certa cautela nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante su tariffe e possibili rappresaglie commerciali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.03.25	2025	2025	2025	2026	2027
Rame (\$)	10.112,0	9.500	9.600	9.700	9.733	9.961
Alluminio (\$)	2.609,5	2.600	2.600	2.650	2.635	2.650
Zinco (\$)	2.956,7	2.950	2.950	2.900	2.767	2.700
Nickel (\$)	16.161,0	16.000	16.250	16.500	16.875	18.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.03.25	2025	2025	2025	2026	2027
Rame (\$)	10.112,0	9.660	9.800	9.900	9.700	10.100
Alluminio (\$)	2.609,5	2.760	2.850	2.900	2.790	2.900
Zinco (\$)	2.956,7	3.040	3.180	3.200	3.075	3.250
Nickel (\$)	16.161,0	16.200	16.600	17.000	16.400	18.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

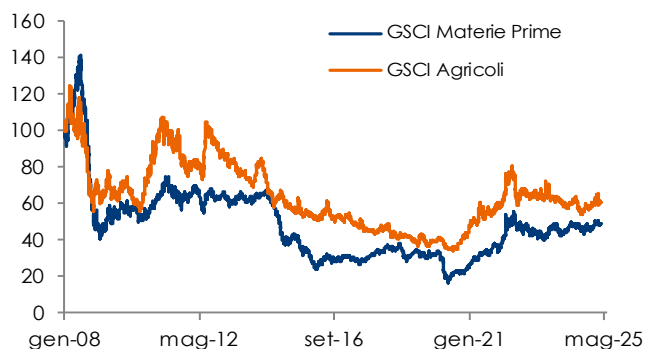
Prodotti agricoli: in attesa dell'evoluzione delle trattative tariffarie

I prodotti agro-alimentari restano (per ora) al margine della possibile guerra commerciale promossa da Trump, pur restando candidati a essere nuovamente oggetto della contesa fra Stati Uniti, Europa e Cina. I principali cereali registrano performance deboli da inizio anno, ad eccezione della soia che è marginalmente positiva, in attesa che si chiarisca se torneranno a essere oggetto della guerra commerciale iniziata da Trump verso Europa e Cina, come accaduto in occasione della sua precedente esperienza alla Casa Bianca. L'agenzia di ricerca economica (Economic Research Service), interna al Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA), stima che l'intero comparto agro-alimentare dovrebbe registrare un aumento del deficit commerciale per il terzo anno di fila, a causa di incendi ed eventi climatici inattesi che hanno inciso negativamente sui raccolti in alcuni stati chiave, col risultato di ridurre l'offerta domestica di derrate alimentari. Non a caso, 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). Questa analisi ci aiuta a chiarire per quale motivo il Presidente USA abbia immediatamente iniziato la sua battaglia tariffaria proprio da Canada e Messico. I due paesi, infatti, 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. In aggiunta, il Canada è anche il primo esportatore di fertilizzanti negli USA, indispensabili alla buona resa dei raccolti. La determinazione con cui Trump ha deciso di colpire i due storici alleati commerciali risiede ovviamente nel fortissimo avanzo commerciale che questi vantano nei confronti degli Stati Uniti e che il Presidente intende ridurre a tutti i costi. Di contro, il rischio è che gli incrementi tariffari imposti a Messico e Canada, sommati alle conseguenti ritorsioni commerciali, possano accrescere le difficoltà di approvvigionamento di alcuni cibi freschi e favorire sia azioni speculative che ulteriori spinte inflazionistiche sui prezzi alimentari. Il tutto in un contesto già critico dovuto alla crisi dell'influenza aviaria che sta affliggendo gli allevamenti di pollame, riducendo la produzione domestica di carni bianche e uova e rincarando i prezzi per i consumatori americani. 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 banche centrali delle principali aree economiche, preoccupate del possibile rialzo della componente dell'inflazione legata ai costi degli alimenti. A rasserenare parzialmente lo scenario è invece l'accordo di tregua nel Mar Nero fra Russia e Ucraina. Il "cessate il fuoco" nelle acque territoriali ucraine potrebbe consentire nuovi flussi di gas liquefatto e greggio, ma soprattutto di cereali, dai porti che si affacciano in quell'area. Questo farà tornare l'attenzione sulla produzione agricola dell'Ucraina, ma anche sul possibile allentamento delle sanzioni sulle derrate alimentari di origine russa. Trump per ora ha solo minacciato di imporre dazi specifici che riguardino il comparto agro-alimentare di Cina ed Europa, nell'ottica di un possibile negoziato sia con Pechino che con Bruxelles. Durante il suo primo mandato presidenziale, le derrate alimentari furono al centro della guerra commerciale fra Stati Uniti, Europa e Cina, portando appunto a un rincaro dei prezzi. Anche per le soft commodity, lo scenario resta il medesimo del mese scorso: il ritorno delle tensioni in Medio Oriente non sembra aggravare i pericoli per i trasporti navali da e per il Mar Rosso, visto anche il nuovo impegno militare statunitense nell'area, volto a stabilizzare e garantire la continuità del traffico commerciale marittimo. 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.

La reciprocità delle tariffe diventa l'arma principale di Trump per minacciare il comparto agricolo di Europa e Cina. Come accaduto nella sua precedente esperienza presidenziale, la difesa dell'agricoltura statunitense è ancora uno dei temi fondamentali dell'azione politica e commerciale di Trump. Che i prodotti agricoli importati ed esportati dagli Stati Uniti possano tornare al centro della disputa commerciale, in particolare con Europa e Cina, è ormai evidente. **Europa.** Il 2 aprile è il giorno nel quale entreranno in vigore i dazi su una serie di prodotti provenienti da diversi paesi, tra cui l'Unione Europea. 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: dall'auto ai prodotti farmaceutici, fino all'agro-alimentare (vino e alcolici

in particolare sarebbero gravati del 200%). La BCE, intanto, ha fatto sapere che dazi del 25% sull'import europeo in ingresso negli USA inciderebbero in negativo sulla crescita dell'Eurozona per circa lo 0,3% del PIL, solo nel primo anno. Infine, la Commissione Europea ha deciso di rinviare l'entrata in vigore delle tariffe europee come ritorsione verso i dazi americani su acciaio e alluminio dell'UE. Il motivo è duplice: da un lato per allineare l'avvio di tutte le misure europee e farle partire da metà aprile, ma dall'altro per favorire il prosieguo dei contatti con i singoli Stati sui dettagli tecnici di applicazione e contemporaneamente guadagnare tempo per giungere a un possibile negoziato con Washington. Le contromisure europee comprendono un elenco di prodotti statunitensi che ricalca quello già utilizzato nella precedente disputa commerciale, durante il primo mandato di Trump, col vantaggio di essere già stato approvato dai singoli governi dei Paesi membri, mentre il secondo elenco di prodotti (che avrebbe dovuto seguire il primo, ma che ora verrà accorpato e imposto complessivamente da metà aprile) necessita ancora dell'approvazione degli Stati. Una decisione che risponde anche alle richieste delle aziende dei comparti interessati; l'intero pacchetto sarà ora trattato come un'unica misura, consentendo un potenziale ripensamento della lista precedente, e agevolando i soggetti che lo dovranno adottare. Italia, Francia e Spagna sono tra i primi cinque esportatori di vino negli Stati Uniti e il nuovo approccio adottato, più cauto, potrebbe favorire un ridimensionamento degli aggravii e dare il via a trattative più approfondite. **Cina.** Per quanto riguarda invece le esportazioni agricole statunitensi verso la Cina, come nella precedente disputa durante la prima amministrazione Trump, il gigante asiatico potrebbe ridurre gli acquisti di merci statunitensi come ritorsione per le tariffe applicate sui suoi prodotti in ingresso sul suolo americano. Questa paventata contromossa, ipotizzata dal Governo cinese, sembrerebbe aver contribuito a mantenere abbastanza stabili le quotazioni dei principali cereali, per i quali gli investitori restano in attesa di capire cosa realmente accadrà su questo comparto. Va ricordato che gli equilibri del mercato agricolo mondiale, rispetto al 2018, sono decisamente cambiati. La Cina ha apportato diverse modifiche strutturali al suo sistema di approvvigionamento delle materie prime agricole (come, ad esempio, sui semi di soia, già oggetto della precedente battaglia tariffaria), ampliando e diversificando i paesi fornitori e diminuendo la dipendenza dagli Stati Uniti. Se da un lato lo spazio per ulteriori riduzioni degli acquisti cinesi di prodotti "made in USA" è piuttosto limitato, dall'altro anche le imposizioni che potrebbero essere mosse dagli Stati Uniti avrebbero una valenza minore rispetto all'esperienza passata. Per questa serie di motivi, i costanti colloqui fra Trump e il presidente cinese Xi lasciano presagire la volontà comune di giungere a un nuovo accordo, possibilmente che non danneggi nessuno ma possa ridurre quegli squilibri commerciali che, a detta di entrambi, penalizzerebbero reciprocamente le due economie. In conclusione, a distanza di un mese 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 su quando il dialogo fra Stati Uniti, Europa e Cina sarà avviato (o, al contrario, quanto sia la distanza fra le parti), resteranno alte le pressioni su tutto il comparto agricolo.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.03.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.778,0	3,3	18,9	142,7
GSCI Agricoli	513,1	-0,3	-4,7	60,2
Mais (\$ cent)	457,8	-0,2	-28,8	31,3
Fruento (\$ cent.)	543,3	-1,5	-21,1	-4,5
Soia (\$ cent)	1.001,8	0,4	-29,9	13,8
Cotone (\$ cent)	65,1	-4,8	-14,9	23,4
Cacao	7.995,0	-31,5	177,2	255,6
Zucchero	19,5	1,3	-6,3	71,0
Caffè (arabica)	398,6	24,6	122,3	206,7
Caffè (robusta)	5.516,0	9,9	155,0	342,7

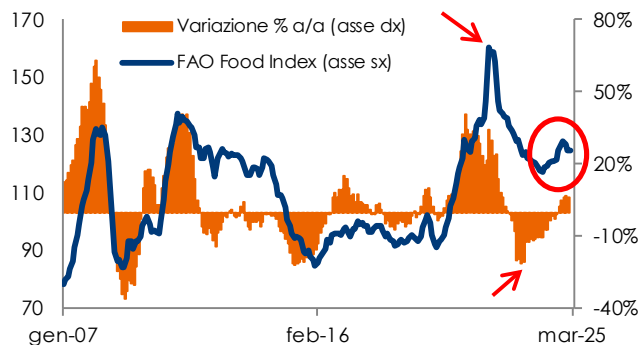
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: prezzi alimentari in aumento dell'1,6% a febbraio 2025. A febbraio, l'indice FAO dei prezzi alimentari è salito dell'1,6%, raggiungendo una media di 127,1 punti, trainato dagli incrementi

nei prezzi dello zucchero, dei latticini e degli oli vegetali. Rispetto a un anno fa l'indice ha registrato una crescita dell'8,2%. L'indice dei prezzi dei cereali ha segnato un aumento dello 0,7% rispetto a gennaio, con una media di 112,6 punti a febbraio. L'incremento dei prezzi all'export del grano è stato determinato dalla riduzione dell'offerta interna nella Federazione Russa, che ha spostato la domanda verso altri fornitori e limitato i volumi di esportazione, facendo così salire i prezzi globali. Anche i prezzi mondiali del mais hanno continuato a crescere a febbraio, principalmente a causa della diminuzione delle forniture stagionali in Brasile, del peggioramento delle condizioni delle colture in Argentina e della forte domanda di mais statunitense per l'export. Tra gli altri cereali, sono aumentati anche i prezzi di orzo e sorgo. In controtendenza, l'indice dei prezzi del riso ha registrato un calo del 6,8% nel mese di febbraio, a causa dell'ampia disponibilità di scorte esportabili e della debole domanda di importazione, che hanno esercitato una pressione al ribasso sui prezzi. Al contrario, l'indice degli oli vegetali è salito del 2% rispetto al mese precedente, raggiungendo una media di 156,0 punti a febbraio, con un incremento annuo del 29,1%. L'aumento è stato guidato dai rialzi nei prezzi degli oli di palma, soia e girasole, determinati da vincoli stagionali di offerta nel Sud Est asiatico e da una forte domanda del settore del biodiesel. L'indice dei prezzi della carne è rimasto sostanzialmente stabile a febbraio (-0,1% rispetto a gennaio), attestandosi a 118,0 punti. Mentre i prezzi della carne di pollame e di maiale sono diminuiti per via delle abbondanti scorte, quelli della carne ovina e bovina sono rimasti stabili, sostenuti dalla forte domanda globale di importazioni. Per quanto riguarda i prodotti lattiero-caseari, l'indice dei prezzi ha registrato un aumento del 4% su base mensile, raggiungendo una media di 148,7 punti. L'incremento è stato determinato dal rialzo dei prezzi di tutti i principali prodotti della categoria, tra cui formaggio e latte intero in polvere, a seguito di una domanda di importazione superiore alla produzione nelle principali regioni esportatrici. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è salito del 6,6% rispetto a gennaio, dopo tre mesi consecutivi di calo, raggiungendo i 118,5 punti a febbraio. L'aumento è stato alimentato dalle preoccupazioni per una possibile riduzione delle scorte globali nella stagione 2024/25, in particolare a causa del calo delle prospettive produttive in India e delle condizioni meteorologiche avverse che hanno colpito i raccolti in Brasile.

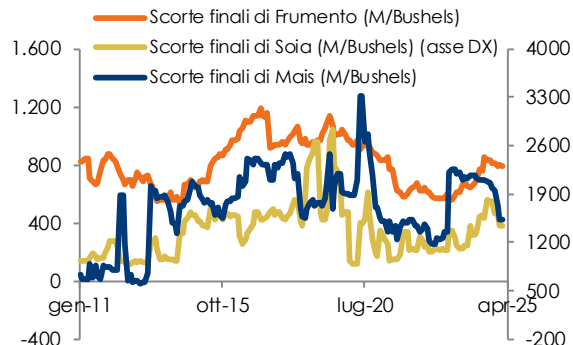
FAO: stime in aumento per la produzione cerealicola mondiale nel 2024. Nel Cereal Supply and Demand Brief di marzo, la FAO ha rivisto al rialzo le previsioni sulla produzione mondiale di cereali per il 2024, stimandola a 2.842 milioni di tonnellate, con un lieve aumento rispetto all'anno precedente. Anche l'utilizzo globale è atteso in crescita dell'1%, mentre le scorte mondiali dovrebbero diminuire dell'1,9%, scendendo a 869,3 milioni di tonnellate entro il 2025. La produzione di riso è prevista a un livello record di 543 milioni di tonnellate (in equivalente macinato) nel 2024/25, grazie a raccolti superiori alle aspettative in Cina, Mali, Nepal e Vietnam. Per il grano, la FAO prevede invece che il consumo rimanga stabile: il leggero calo della domanda alimentare è stato compensato dall'aumento dell'uso industriale, soprattutto in Cina. Le condizioni climatiche hanno avuto un impatto significativo sui raccolti: in Asia, la scarsa piovosità alla fine del 2024 ha ridotto la resa dei terreni. Anche in America Latina e nei Caraibi, il clima irregolare ha ostacolato la produzione di mais, ma la FAO prevede che il livello complessivo resterà comunque sopra la media storica. Infine, la FAO ha pubblicato le prime stime per la produzione mondiale di grano nel 2025, prevista in crescita di quasi l'1% (a 796 milioni di tonnellate) rispetto ai dati preliminari dello stesso periodo del 2024.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2025)

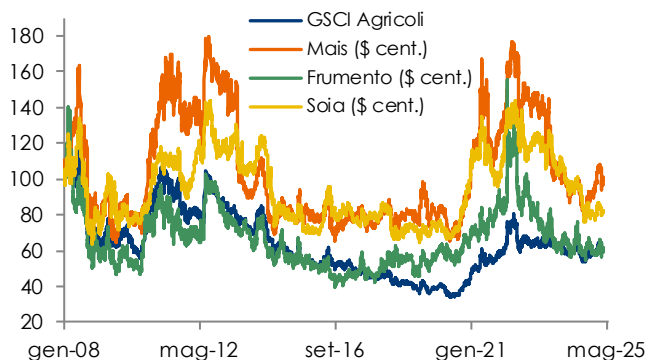
Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2025)

WASDE: il report di marzo conferma la riduzione delle scorte di cereali e soia, con incrementi produttivi per frumento e mais.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, 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'ulteriore riduzione delle scorte di mais, cereali secondari e soia, mentre il frumento continua a mostrare un incremento. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è stimata a 1.214,2 milioni di tonnellate, in lieve aumento rispetto ai 1.212,5 milioni previsti a febbraio, grazie agli incrementi in India, Russia e Ucraina. Le esportazioni globali diminuiscono a 186,4 milioni di tonnellate da 189,2 milioni di tonnellate (-2,8 milioni rispetto a febbraio), a causa dei cali registrati in Sud Africa e Brasile, mentre le scorte finali scendono a 288,9 da 290,3 milioni di tonnellate (-1,4 milioni rispetto a febbraio), riflettendo principalmente i cali per Cina e Argentina. La produzione globale di **cereali secondari** (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista in aumento di 3,2 milioni di tonnellate a 1.495,7 rispetto ai 1.492,5 milioni di febbraio. Il consumo mondiale è stimato in crescita a 1.523,5 milioni di tonnellate rispetto ai 1.521,8 milioni di febbraio. Le esportazioni sono riviste al ribasso a 222,6 milioni di tonnellate, da 225,8 milioni di febbraio. Le scorte finali sono attese in diminuzione a 316,8 milioni di tonnellate rispetto ai 317,1 milioni dello scorso mese. Le previsioni per il **frumento** indicano una produzione mondiale di 797,2 milioni di tonnellate, in rialzo rispetto ai 793,8 milioni previsti a febbraio: l'aumento è principalmente dovuto a una maggiore produzione in Australia, Argentina e Ucraina. Il consumo mondiale è salito a 806,7 milioni di tonnellate (+3 milioni rispetto a febbraio), principalmente per un maggiore utilizzo di mangimi e residui per Australia, UE e Thailandia. Il commercio mondiale è inferiore di 0,9 milioni di tonnellate 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 febbraio), principalmente per gli incrementi di Turchia, Argentina, Stati Uniti, Australia e Russia. Per il mercato della **soia**, la produzione mondiale è rimasta invariata a 420,8 milioni di tonnellate rispetto a febbraio: la maggiore produzione per Ucraina, Messico e Australia è stata compensata da una minore produzione per il Sud Africa. Le esportazioni globali di soia sono pressoché invariate e si attestano a 182 milioni di tonnellate, poiché le maggiori spedizioni dal Canada sono state compensate dalle minori esportazioni del Sud Africa. Le scorte finali globali di soia si sono ridotte di 2,9 milioni di tonnellate a 121,4 milioni, principalmente a causa delle scorte inferiori per Cina e Argentina.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	513,1	0,9	1,7	0,2	-0,3
Mais (\$ cent.)	457,8	0,9	10,8	5,8	-0,2
Frumento (\$ cent.)	543,3	0,4	-7,0	-0,0	-1,5
Soia (\$ cent.)	1.001,8	1,4	-3,8	-16,5	0,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: nel breve prevale ancora una grande incertezza che sta favorendo un consolidamento dei prezzi, senza però eliminare del tutto le pressioni rialziste sulle granaglie. Confermiamo di attenderci un fisiologico storno delle soft commodity nel corso del 2025.

Prosegue la fase di tensione legata alle incertezze e ai timori sulla possibile guerra commerciale che potrebbe coinvolgere anche il comparto agricolo di Europa e Cina, in particolare. In sostanza, rispetto allo scorso mese, gli elementi che rendono instabile lo scenario non sono cambiati: i persistenti timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di rifornimenti si sommano alla prudenza degli operatori di settore che attendono l'evolversi della situazione tariffaria, e soprattutto di capire quali prodotti agro-alimentari saranno gravati da dazi e se ci sarà spazio per una trattativa fra le varie controparti. Come più volte detto, timori e volatilità sono due fattori che favoriscono la speculazione finanziaria, sempre pronta ad approfittare di queste situazioni, premendo al rialzo sui prezzi e scontando scenari che, concretamente, appaiono ancora difficili da definire. Nonostante la forte volatilità delle ultime settimane, sfociata anche in rialzi improvvisi delle quotazioni, continuiamo a pensare che si ridurrà la pressione sui coloniali, da cui ci attendiamo un fisiologico storno nel corso dell'anno (ad eccezione di zucchero e cotone). Il ritorno (inaspettato dopo la tregua fra Hamas e Israele) di un certo grado di tensione in Medio Oriente non sembra ravvivare le preoccupazioni sui trasporti navali dei prodotti agro-alimentari (lavorati o freschi) che l'Europa esporta o importa dai mercati orientali. Per questo insieme di ragioni, il nostro giudizio sul comparto agricolo resta Moderatamente Positivo, con stime di blando rialzo per le granaglie e di consolidamento su livelli mediamente alti per le soft commodity, in uno scenario caratterizzato da un possibile storno dei prezzi nel medio-lungo periodo, in particolare di cacao e caffè.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.03.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	457,8	458,5	457,5	450,0	475,0	477,5
Frumento (cent. \$)	543,3	575,0	587,0	575,0	612,5	600,0
Soia (cent. \$)	1.001,8	1.006,8	1.011,5	975,0	1.050,0	1.037,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.03.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	457,8	468	465	470	468	475
Frumento (\$ cent.)	543,3	570	595	605	580	627
Soia (\$ cent.)	1.001,8	1.060	1.110	1.190	1.095	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Il ritorno, del tutto inaspettato, di un certo grado di tensioni geopolitiche in Medio Oriente, l'incertezza sulle decisioni di Trump in ambito commerciale e la speculazione finanziaria restano gli elementi che possono alimentare ancora un marginale rialzo di alcune soft commodity, in un'ottica più generale di fisiologico storno delle quotazioni nel corso dell'anno dopo i forti rialzi dei mesi scorsi, in particolare di cacao e caffè.

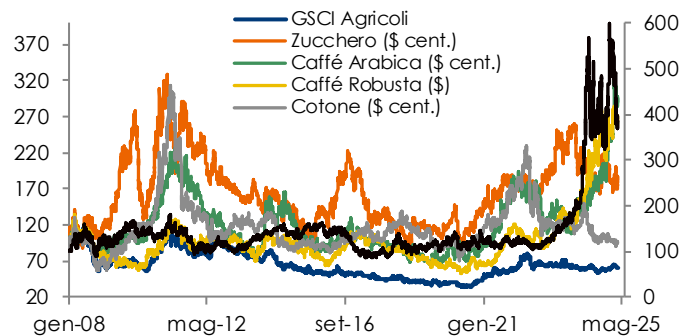
Cotone: il rapporto WASDE di marzo rivede al rialzo la produzione e il consumo, con le scorte finali in calo.

Il rapporto WASDE di marzo conferma la tendenza al rialzo delle stime per la produzione; anche il consumo e il commercio di cotone sono aumentati, mentre le scorte finali risultano nuovamente in calo. Il volume del commercio registra un incremento di 0,59 milioni di balle, trainato in particolare dalla crescita della domanda in Pakistan, Bangladesh ed Egitto, che compensa ampiamente le leggere variazioni registrate altrove. La produzione mondiale è stata corretta al rialzo di 0,50 milioni di balle rispetto alle stime comunicate a febbraio, raggiungendo i 120,5 milioni di balle. L'aumento della produzione in Cina ha più che compensato le riduzioni registrate in Pakistan e Argentina. Anche il consumo globale è stato leggermente rivisto al rialzo, attestandosi a 116,5 milioni di balle rispetto ai 115,9 milioni stimati il mese scorso. L'incremento è sostenuto dalla maggiore domanda in Bangladesh, Pakistan e Vietnam, bilanciata da lievi cali in India e negli Stati Uniti. Il volume delle esportazioni rimane pressoché invariato rispetto alla precedente stima, attestandosi a 42,7 milioni di balle. Le scorte finali sono state riviste al ribasso di 80.000 balle. Nonostante non cambi il quadro di incertezza che caratterizza il mercato del cotone, restiamo dell'idea che ci sia spazio per un rialzo dei prezzi sia nel breve che nel medio-lungo termine.

Zucchero: le notizie da India e Brasile alimentano le tensioni sul mercato fisico e sostengono i prezzi dello zucchero.

Dopo il forte ribasso registrato a cavallo fra la fine di febbraio e l'inizio di marzo, il prezzo dello zucchero grezzo è risalito parzialmente, ancora una volta supportato dalle notizie in arrivo dall'India. L'Indian Sugar Mills Association (ISMA) ha tagliato le sue previsioni sulla produzione di zucchero per la stagione 2024/25 a 26,4 milioni di tonnellate rispetto alla stima comunicata a gennaio di 27,27 milioni, a causa di una minor resa della canna da zucchero dopo il processo di lavorazione. Tuttavia, ISMA ipotizza che l'attuale stagione si concluderà (a settembre 2025) con un surplus di 5,4 milioni di tonnellate. Il clima favorevole, il miglioramento delle tecniche di semina e il cambiamento di alcune varietà di piante, più resistenti e redditizie, stanno alimentando l'ottimismo sulla produzione della prossima stagione 2025/26. Dal Brasile, invece, UNICA (Brazilian Sugarcane Industry Association) ha segnalato che la produzione cumulata di zucchero proveniente dall'area centromeridionale del paese, al 28 febbraio di quest'anno, è calata del 5,6% a/a, per un ammontare di circa 39,8 milioni di tonnellate. Lo scorso 6 marzo l'International Sugar Organization (ISO) ha aumentato 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), confermando lo scenario di un mercato in contrazione rispetto al surplus globale di zucchero registrato nella stagione 2023/24 (+1,31 milioni di tonnellate). L'ISO ha anche tagliato le sue previsioni sulla produzione globale di zucchero 2024/25 a 175,5 milioni di tonnellate dalla precedente stima di 179,1 milioni. Si conferma quindi un quadro molto teso sui fondamentali dello zucchero per la stagione in corso, che vedrà i prezzi rincarare lungo tutto l'orizzonte previsivo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	513,1	0,9	1,7	0,2	-0,3
Cotone	65,1	-5,3	-11,8	-30,3	-4,8
Cacao	7.995,0	-32,5	0,5	-17,1	-31,5
Zucchero	19,5	-0,2	-16,7	-11,1	1,3
Caffè (arabica)	398,6	21,3	48,1	114,7	24,6
Caffè (robusta)	5.516,0	7,2	1,3	61,4	9,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: frenano i prezzi di Arabica e Robusta; la dinamica rialzista perde slancio e questo potrebbe preludere al fisiologico storno che ci attendiamo per quest'anno.

Non cambiano gli elementi che caratterizzano lo scenario sul caffè, che ha visto ridursi la tensione rialzista sui prezzi, frenando la corsa di Arabica e Robusta. La FAO, nel suo recente studio "Global coffee market and recent price developments" stigmatizza il rincaro dei prezzi del caffè Arabica e Robusta degli ultimi due anni, definendolo totalmente legato dalle dinamiche reali dell'inflazione, seppur anch'essa in forte ascesa dopo la pandemia. La FAO non dimentica di sottolineare come prima di questo movimento rialzista i prezzi fossero ai minimi pluriennali, addirittura sotto la soglia di 1 dollaro per libbra, minacciando il sostentamento di milioni di piccoli coltivatori in tutto il mondo. Il rapporto non usa esplicitamente il termine "cambiamento climatico", ma descrive in dettaglio come la criticità di alcuni eventi meteorologici sia diventata il fattore che determina la carenza (o meno) della produzione di caffè nelle maggiori aree di coltivazione del mondo. In modo molto chiaro, la FAO afferma come la speculazione finanziaria approfitti di questa situazione, alterando i mercati fisici dei principali produttori, come Brasile, Vietnam e Indonesia, e alimentando la volatilità dei prezzi del caffè sulle principali piazze di scambio. Sul fronte produttivo, permangono le preoccupazioni per il raccolto in Vietnam, dopo che l'Ufficio meteorologico governativo ha stimato che la principale area produttiva del paese (gli altopiani centrali) subirà un'anomala ondata di caldo e precipitazioni inferiori alla media nelle prossime settimane, alimentando i timori sul raccolto del primo produttore mondiale di caffè Robusta. A controbilanciare questa situazione, le scorte di Robusta monitorate dall'ICE (Intercontinental Exchange Inc.) sono salite, nei giorni scorsi, al massimo da circa 6 settimane, mentre le scorte di Arabica (sempre all'ICE) sono scese al minimo da oltre un mese, tornando a esercitare una discreta pressione rialzista sui prezzi. Anche i continui timori per l'offerta dal Brasile sostengono i prezzi del caffè. Lo stato del Minas Gerais, la più vasta area di coltivazione di Arabica del paese, è stato bagnato dalle piogge per il 30% in meno da inizio anno, rispetto al medesimo periodo del 2024, aumentando i timori sulla resa dei raccolti della stagione in corso. Infine, Cecafo (Council of Coffee Exporters of Brazil) ha riferito che complessivamente, le esportazioni di caffè del mese di febbraio sono diminuite del -12% a/a, per una movimentazione di soli 3 milioni di sacchi. Il quadro sul caffè resta carico di incertezze ma nel breve potrebbe comunque favorire un consolidamento dei prezzi, di entrambe le varietà di caffè, intorno agli attuali livelli. Nel medio-lungo periodo ci attendiamo invece quel fisiologico storno che da tempo indichiamo come molto probabile.

Cacao: frena ancora la corsa dei prezzi; le nuove statistiche sulla produzione e il primo surplus di offerta, da 4 anni a questa parte, riducono le pressioni rialziste.

Che la tensione rialzista di questo ultimo periodo sul cacao stesse sfumando lo avevamo supposto già da qualche settimana. Questo ha portato prima a un consolidamento dei prezzi del cacao e poi a un vero e proprio ribasso, tuttora in atto. Lo scorso 28 febbraio, l'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) ha previsto un surplus globale di cacao di 142.000 tonnellate per il 2024/25, il primo eccesso di offerta dopo 4 anni di deficit. L'ICCO ha anche previsto che la produzione globale di cacao 2024/25 aumenterà del +7,8% a/a a 4,84 milioni di tonnellate. In aggiunta, sempre a fine febbraio, la Nigeria (il quinto produttore al mondo di cacao) ha riferito che le esportazioni del mese di gennaio sono aumentate del 27% a/a, movimentando 46.970 tonnellate di prodotto. Notizie simili anche dall'export della Costa d'Avorio: i recenti dati governativi hanno mostrato che gli agricoltori ivoiriani hanno spedito circa 1,41 milioni di tonnellate di cacao nel periodo che va dal 1° ottobre 2024 al 16 marzo 2025, un incremento del +12% rispetto all'anno scorso. Tuttavia, il ritmo è diminuito rispetto al picco del +35% registrato a dicembre, complici anche i movimenti sul cambio che hanno esasperato i comportamenti speculativi di produttori e intermediari, volti a ritardare le vendite per beneficiare di prezzi ipoteticamente superiori. Non cambia quindi la nostra previsione: man mano che i rincari dei prezzi della materia prima si trasferiranno a valle, scaricandosi sui costi dei prodotti intermedi e poi sui prezzi di quelli finiti, assisteremo a un progressivo calo della domanda mondiale, che contribuirà a raffreddare le quotazioni del cacao sui mercati internazionali nel più lungo periodo.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.03.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	65,1	70,6	74,5	75,0	76,0	77,0
Cacao	7.995,0	8.500	7.750	7.800	7.100	6.750
Zucchero	19,5	21,0	21,0	21,5	22,0	23,2
Caffè (arabica)	398,6	333,0	340,5	343,5	300,0	272,5
Caffè (robusta)	5.516,0	5.000	4.600	4.335	4.020	4.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.03.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	65,1	71	75	76	72	76
Cacao	7.995,0	9.000	8.500	7.800	8.700	7.000
Zucchero	19,5	20,0	21,0	22,0	20,5	23,0
Caffè (arabica)	398,6	400	360	340	370	300
Caffè (robusta)	5.516,0	5.460	5.100	4.920	5.220	4.540

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

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

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

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, 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 26.02.2025.

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: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi