

Mensile Materie Prime

Non cala l'incertezza che rafforza i timori sulle Commodity

Energia: outlook Neutrale, l'incertezza diffusa frenerà petrolio e gas naturale

Confermiamo il nostro outlook Neutrale con prezzi del petrolio sostanzialmente stabili su livelli alti. Ribadiamo anche la prospettiva di un possibile disallineamento di prezzo fra i due benchmark petroliferi (Brent e WTI). L'attuale erosione delle scorte di gas in Europa resta un grosso problema e sposta la tensione sui prezzi del metano in estate, quando tutti i paesi europei dovranno ripristinare le riserve, acquistando il prodotto fisico sul mercato. L'auspicio è che questo avvenga in un contesto di minori pressioni ma, se non dovesse accadere, il rischio è che i prezzi del gas restino alti fino alla prossima stagione fredda 2025/26.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, nonostante i possibili nuovi record dell'oro

Nonostante resti forte la pressione rialzista e sfoci, costantemente, in nuovi record storici per il prezzo dell'oro, gli acquisti finanziari del metallo aureo come attività alternativa di copertura dal rischio di un ribasso di Wall Street, per ora immune alle turbolenze generate da Trump, sono in costante ascesa. Una dinamica apparsa evidente dagli ultimi dati sulle posizioni nette non-commerciali sull'oro scambiate e che rafforza la nostra visione di un possibile rallentamento che possa portare a un consolidamento di oro e Preziosi comunque su livelli alti.

Metalli industriali: outlook ancora Neutrale, nonostante le tensioni rialziste

Poche le novità sullo scenario che resta complicato e incerto esattamente come lo scorso mese. Prevale ancora la cautela nel breve periodo vista l'incertezza sui dazi che potrebbero incidere su tutto il comparto e, nello specifico, dopo il varo delle tariffe penalizzanti su acciaio e alluminio. Nel lungo termine, invece, restiamo cautamente positivi dato il probabile disequilibrio sul mercato fisico che premerà al rialzo sui prezzi quando tornerà a salire la domanda.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, serve maggior chiarezza sulle tariffe

Dopo il rincaro di inizio anno per i principali cereali, stiamo assistendo a una fase di consolidamento di breve, legato ai timori sulla possibile guerra commerciale che avrebbe come oggetto il comparto agricolo e coinvolgerebbe Europa e Cina. Questa probabilità potrebbe premere al rialzo sulle granaglie. Continuiamo a pensare che possa calare la pressione sui Coloniali, da cui ci attendiamo un fisiologico storno che potrebbe escludere solo il caffè.

Soft Commodity:

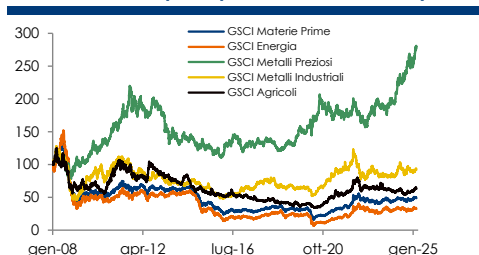
- Cotone:** il WASDE di febbraio rivede in leggero rialzo produzione, consumo e scorte.
- Zucchero:** il calo delle forniture in India e Brasile sosterrà i prezzi globali dello zucchero.
- Caffè:** l'eccesso di tensione rialzista rischia di portare a un forte storno dei prezzi.
- Cacao:** le notizie dalla Costa d'Avorio frenano temporaneamente la corsa dei prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore 25.02.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.768,0	3,1	13,1	69,6
GSCI Energia	646,0	1,5	13,5	62,8
GSCI Met. Preziosi	3.216,6	10,1	57,8	68,1
GSCI Met. Industriali	1.719,7	4,5	4,3	53,1
GSCI Prod. Agricoli	536,7	4,2	-2,4	60,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 25.02.2025

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 febbraio 2025 - 15:45 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

26 febbraio 2025 - 15:52 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Feb.	Gen.
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	-3,9	0,1
Brent	-2,2	-3,1
Gas Naturale	14,9	44,5
Oro	10,0	27,5
Argento	8,8	21,4
Rame	7,2	2,4
Alluminio	3,4	7,0
Zinco	-6,2	11,9
Nickel	0,1	-7,7
Mais	4,6	-2,7
Frumento	3,9	-12,2
Soia	3,3	-22,8
Cacao	-25,7	178,2
Zucchero	11,4	-6,4
Caffè (arabica)	19,0	69,8

Fonte: Bloomberg; Dati al 25.02.2025

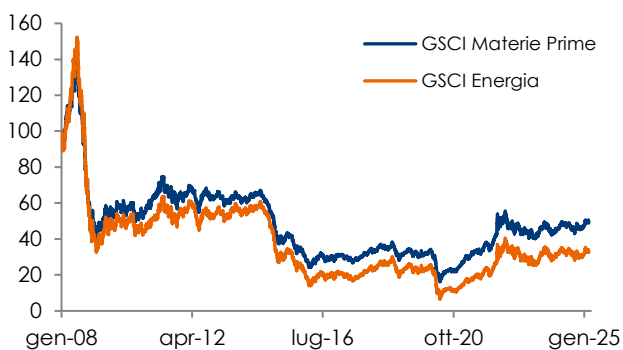
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.02.2025 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: l'incertezza diffusa frenerà petrolio e gas naturale

I dubbi sullo scenario causati dall'introduzione delle tariffe di Trump pesano su tutte le materie prime e in particolare sull'Energia. L'incognita legata alle tariffe commerciali prospettate da Trump e i timori per le conseguenze delle sue scelte sulla domanda di materie prime manterranno alta la volatilità almeno per tutta la prima parte del 2025. Una situazione che stimola la domanda di beni rifugio spingendo l'oro a nuovi record, mentre rende incerto il quadro su petrolio e metalli industriali. La prospettiva di un accordo sull'Ucraina potrebbe ridurre la pressione sul gas naturale europeo rasserenando il clima sul mercato globale del metano. A impedire recuperi maggiori delle quotazioni e a rafforzare i dubbi sulla futura domanda di materie prime resta sempre la minaccia di Trump relativa ai dazi su Canada e Messico, teoricamente in vigore dal 4 marzo, a cui si somma il conflitto con la Cina sugli investimenti e l'interscambio commerciale con gli Stati Uniti. Sono invece immutate le prospettive di consolidamento su livelli elevati per i Preziosi grazie alle politiche monetarie espansive, a cui si sommano l'avversione al rischio e l'incertezza generata dalle tariffe commerciali. Sono possibili ancora nuovi massimi per l'oro quest'anno, ma solo temporanei. Il rialzo delle quotazioni dei Metalli industriali va esaurendosi: le buone performance di inizio 2025, guidate dagli acquisti anticipati in vista dei rincari conseguenti all'ipotesi di guerra commerciale fra USA e Cina, lasciano il posto alla concreta imposizione dei dazi su alluminio e acciaio a Canada e Messico e, in ultima istanza, anche alla Cina. Nonostante lo scontro con la Cina appaia al centro della strategia di Trump, il Governo USA è già al lavoro per riesaminare l'accordo commerciale stipulato durante il primo mandato. L'obiettivo sarebbe quello di far aumentare gli acquisti di petrolio, gas e prodotti agricoli statunitensi da parte cinese, facendo contestualmente sfumare le minacce di dazi. La sensazione è che il dialogo col presidente cinese Xi, benché sottotraccia, prosegua senza sosta. Anche se la volontà di fondo è quella di sanare gli squilibri commerciali fra le due economie, nessuno vuole restare eccessivamente penalizzato e questo potrebbe rendere meno negativo lo scenario futuro sulle commodity.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.02.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.768,0	3,1	13,1	69,6
GSCI Energia	646,0	1,5	13,5	62,8
WTI (\$)	68,9	-3,9	-9,7	41,5
Brent (\$)	73,0	-2,2	-12,2	36,7
Gas Naturale (\$)	4,2	14,9	70,3	129,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'OPEC+ medita un ulteriore prolungamento dei tagli produttivi volontari, dai quali però sarà escluso il Brasile, entrato ufficialmente nell'alleanza lo scorso 18 febbraio. L'OPEC+ sta considerando seriamente di posticipare l'aumento mensile della produzione previsto per il 1° aprile, nonostante le richieste del presidente degli Stati Uniti, Trump, di abbassare i prezzi e di liberare l'offerta di prodotto tenuta volutamente lontana dal mercato. Anche l'ultimo Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC) del 3 febbraio, il Comitato tecnico che sorveglia i dati su produzione e tagli all'offerta, ha confermato che potrebbero non sussistere le condizioni per tornare a immettere più greggio nel mercato, avvalorando le discrezioni già trapelate. Se venisse nuovamente posticipato l'aumento dell'offerta, comunque di soli 120.000 barili al giorno, sarebbe la quarta volta che l'alleanza guidata da Arabia Saudita e Russia rinvia i piani di ripresa della produzione, che è stata tagliata ormai dal 2022. Il piano per riportare gradualmente sul mercato i circa 2,2 milioni di barili al giorno di tagli volontari (non vincolanti ma chiaramente

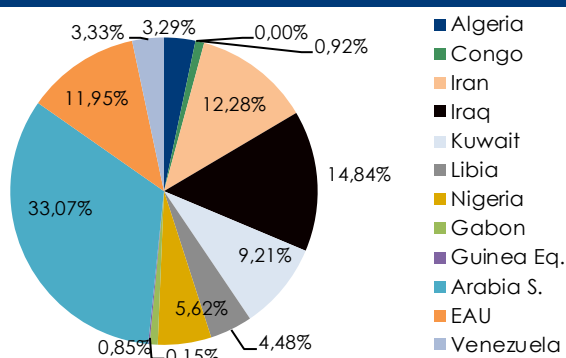
rispettati), effettuati da solo otto membri dell'alleanza (Algeria, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Oman, Russia, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti), slitterebbe ulteriormente. Se i tagli venissero ridotti da aprile, come previsto, la dinamica degli aumenti programmati terminerebbe nel settembre del 2026; in caso contrario si prolungherebbe di nuovo, cambiando le considerazioni sul rapporto fra domanda e offerta, come minimo fino al 2027. Lo scorso 18 febbraio il Governo brasiliano ha definitivamente sancito l'ingresso del Paese nell'OPEC+, a due anni di distanza dall'invito che il gruppo dei produttori aveva esteso al Brasile. L'adesione non vincolerà il Paese al rispetto di alcun taglio alla produzione, mentre la sua politica tariffaria diverrà invece più collegiale rispetto agli altri produttori, aprendo una vera e propria consultazione con gli alleati sui prezzi da applicare ai clienti che riceveranno le sue forniture.

Trump e la strategia di aumento dell'offerta statunitense a scapito di OPEC e Russia. L'OPEC+ si ostina a tenere una discreta porzione della propria produzione di petrolio fuori dal mercato, col risultato di perdere quote commerciali a favore di Stati Uniti, Canada e Brasile. Ed è proprio su questo che potrebbe far leva la strategia di Trump di aumento dell'offerta petrolifera statunitense, con l'obiettivo di erodere ulteriori fette di mercato a scapito di altri produttori, senza deprimere eccessivamente i prezzi del greggio. Un'altra ipotesi sui reali obiettivi di Trump riguarda la sua idea di porre termine al conflitto Russia-Ucraina passando per un forzato abbassamento del prezzo del petrolio, così da limitare i guadagni che Mosca utilizza per finanziare le proprie spese militari. Per abbassare il prezzo bisognerebbe produrre più petrolio e quindi avere un'offerta superiore alla domanda, ma in questa fase geopolitica così complessa son molti gli elementi dello scenario che devono combaciare. La Russia, che era il secondo produttore di greggio al mondo, ha già perso molte quote di mercato anche a causa delle sanzioni inflitte, mentre l'OPEC sembra intenzionato a prolungare la sua politica di tagli. In questa situazione gli Stati Uniti da soli rischiano di non riuscire a innescare quelle dinamiche che porterebbero a un calo dei prezzi del greggio. Gli USA, infatti, stanno già producendo al ritmo di 16 milioni di barili al giorno (tra petrolio e olii condensati) e appare veramente difficile pensare che possano non solo produrre, in tempi brevi, più di adesso ma anche immettere sul mercato una quantità tale di prodotto da compensare addirittura i tagli OPEC e la flessione di offerta della Russia. Senza dimenticare che un calo eccessivo dei prezzi rischierebbe di creare problemi anche agli stessi produttori statunitensi di shale oil, che hanno costi di lavorazione decisamente superiori rispetto alle tecniche tradizionali di estrazione adottate da altri concorrenti, come Russia o paesi arabi. Per questo motivo, sarà necessario calibrare con attenzione qualsiasi misura, per non generare effetti che possano rivelarsi penalizzanti per il comparto energetico statunitense. Resta poi alta l'attenzione sulla volontà di ripristinare le scorte strategiche che la precedente amministrazione Biden ha ridotto al minimo dagli anni '80. In questo senso, privilegiare l'accumulo di scorte strategico-militari consentirebbe comunque di ampliare la produzione domestica, favorendo l'aumento dei volumi del settore energetico. Se Trump deciderà invece di aumentare le sanzioni contro Iran, Russia e Venezuela, l'offerta verosimilmente diminuirà ma i prezzi potrebbero comunque restare sostenuti, senza che l'OPEC+ possa aumentare la propria produzione per colmare il divario di offerta, che sarà invece appannaggio dell'industria petrolifera statunitense.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di febbraio, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), si evidenzia che la stima sulla domanda di greggio rivolta all'OPEC+ supera la produzione del gruppo nel mese di gennaio per circa 2 milioni di barili al giorno (mb/g). Questo valore si avvicina molto ai tagli volontari in vigore fino ad aprile 2025, ovvero circa 2,2 mb/g. Secondo le previsioni dell'OPEC, la domanda globale di petrolio dovrebbe aumentare, passando dal livello record di 105,2 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g su base annua, dato invariato rispetto alla stima precedente) a un nuovo massimo storico di 106,6 mb/g nel 2026 (+1,4 mb/g su base annua, anch'esso confermato 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 una crescita da 54,2 mb/g nel 2025 (+1,0 mb/g su base annua, rivisto al ribasso rispetto alla

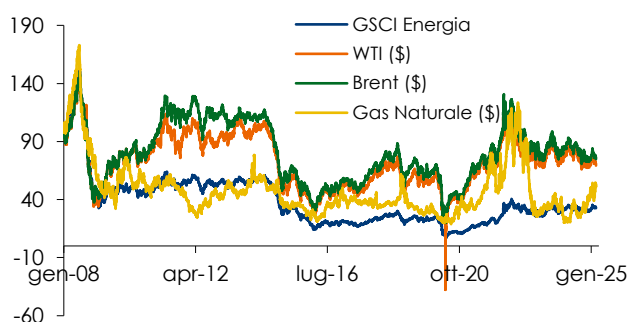
precedente stima di 54,3 mb/g) a 55,2 mb/g nel 2026 (+1,0 mb/g su base annua, inferiore alla precedente previsione di 55,4 mb/g). Infine, il volume di petrolio che l'OPEC+ dovrebbe fornire per mantenere l'equilibrio del mercato è stimato in aumento da 42,6 mb/g nel 2025 (+0,4 mb/g su base annua, rivisto al rialzo rispetto ai 42,5 mb/g stimati il mese scorso) a 42,9 mb/g nel 2026 (+0,3 mb/g su base annua, superiore ai 42,7 mb/g precedentemente previsti). L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di gennaio (**OMR**), prevede un quadro più solido per il 2025 rispetto alle precedenti stime, a causa della revisione al ribasso dell'offerta non-OPEC, che comporterebbe un conseguente aumento della domanda di greggio OPEC. L'IEA ha rivisto al rialzo la crescita della domanda globale per il 2025, stimando un incremento da 102,9 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g su base annua, valore invariato rispetto alla stima del mese precedente) a 104,0 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g su base annua, anch'essa confermata), che rappresenterebbe un nuovo massimo storico. Nonostante consumi invernali superiori alle attese e le numerose incertezze che pesano sulle forniture russe e iraniane, l'IEA mantiene una prospettiva ottimista sul mercato globale, che dovrebbe restare ben rifornito. Per quanto riguarda l'offerta non-OPEC, si passa da una media di 70,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g su base annua, dato invariato rispetto al mese scorso) a 71,6 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g su base annua), valore rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 71,8 mb/g pubblicata a gennaio. 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 su base annua, dato invariato) a 26,7 mb/g nel 2025 (-0,4 mb/g su base annua), rivisto al rialzo rispetto ai 26,5 mb/g stimati il mese scorso. Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di febbraio, 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, passando da 102,8 mb/g nel 2024 (dato invariato rispetto alla stima precedente) a 104,1 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g su base annua, confermato) e successivamente a 105,2 mb/g nel 2026 (+1,0 mb/g su base annua, anch'esso invariato), che sarebbe un nuovo massimo storico. L'offerta di petrolio da parte dei paesi non-OPEC è stimata in aumento, da 70,5 mb/g nel 2024 (rivista al rialzo rispetto ai 70,4 mb/g stimati il mese scorso) a 71,9 mb/g nel 2025 (+1,5 mb/g su base annua, anch'essa corretta al rialzo rispetto ai 71,8 mb/g precedentemente previsti), fino a raggiungere 73,1 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g su base annua, rivisti al rialzo rispetto ai 72,8 mb/g), che rappresenterebbe un nuovo record. Per quanto riguarda l'offerta dell'OPEC, si prevede una media di 26,7 mb/g nel 2024 (dato invariato rispetto al mese scorso), con un incremento a 26,9 mb/g nel 2025 e a 27,3 mb/g nel 2026.

Produzione membri OPEC (%)



del gas russo attraverso il metanodotto ucraino, scaduto a fine dicembre, le temperature invernali più rigide che hanno ampliato i consumi e, infine, la maggior rapidità di erosione delle scorte (ormai al 40% della loro capienza, il livello più basso da 2 anni), che ha intensificato le preoccupazioni sulla capacità di rifornire i depositi al termine dell'anno termico 2025. La novità delle ultime settimane è stata, ovviamente, l'accelerazione nei colloqui fra Trump e Putin e l'affermarsi del convincimento che la fine del conflitto sia vicina, se ci sarà buona volontà fra le parti. Nel 1° semestre di quest'anno i prezzi del gas potrebbero tornare in un intervallo di 45-50 euro, se la domanda e i flussi di gas dalla Russia restassero stabili e se l'atteso incremento degli approvvigionamenti di gas liquefatto non subisse ulteriori ritardi. Ma per far sì che questo accada è necessario che calino le tensioni e si giunga a un accordo fra Russia e Ucraina. Un epilogo che non significa, come si potrebbe pensare, un ritorno all'importazione del gas russo da parte dell'Europa. L'Eurozona ha compiuto infatti un processo di netto distacco dalle forniture di Mosca e ha ampliato il suo bouquet di fornitori; è quindi impensabile una retromarcia in questo senso, alla luce dei nuovi contratti e degli impegni pattuiti. Quello che invece è probabile, e per certi versi auspicabile, è un ritorno alla normalità delle forniture globali di gas, di cui la Russia è ancora il primo produttore al mondo. Il verificarsi di queste condizioni porterebbe, inequivocabilmente, a un calo della pressione rialzista e a un ritorno a prezzi del metano più contenuti, proporzionali alla reale offerta presente sul mercato globale.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.02.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	646,0	6,2	4,5	7,3	1,5
WTI (\$)	68,9	0,2	-11,0	-11,1	-3,9
Brent (\$)	73,0	0,3	-10,3	-11,5	-2,2
Gas Naturale (\$)	4,2	21,7	113,4	151,6	14,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: gli elementi che caratterizzano il quadro su petrolio e gas, in questa fase, non sono tali da sostenere il rialzo delle quotazioni, al netto della concreta possibilità di aumento della produzione americana di greggio, auspicata da Trump, o del mancato ritorno di parte dell'offerta OPEC+ dal 1° aprile. Le trattative per la fine del conflitto in Ucraina smussano le tensioni sul gas europeo. La confermata volontà di aumentare la produzione di energia statunitense, volta a raggiungere l'ideale sicurezza energetica auspicata da Trump, e il costante pressing sui produttori di petrolio affinché abbassino i prezzi di vendita (o aumentino l'offerta disponibile) stanno frenando il rincaro del greggio. L'intento di utilizzare i combustibili prodotti dagli Stati Uniti (metano e petrolio) come merce di scambio nelle trattative coi tanti paesi oggetto di sfida sul fronte commerciale è ormai divenuto chiaro. Più incerto è come Trump possa ottenere questo risultato senza provocare effetti depressivi sui ricavi dell'industria domestica, in caso di calo dei prezzi globali. Se da un lato continua il tentativo di isolare Putin all'interno del cartello dei produttori, dall'altro prosegue il dialogo con il Presidente russo sull'Ucraina, un negoziato che ha avuto, come primo effetto, quello di smorzare le pressioni rialziste sul gas europeo. Un effetto che non va inteso come un ritorno all'utilizzo del prodotto russo da parte del sistema energetico europeo, ma come un generale rasserenamento del clima sul mercato fisico del metano a livello globale. Una prospettiva di questo tipo renderebbe meno complicato approvvigionarsi e dovrebbe, conseguentemente, calmierare i prezzi. Per questi motivi, confermiamo il nostro outlook Neutrale mantenendo le previsioni per i prezzi del petrolio sostanzialmente stabili su livelli alti. Riconfermiamo anche l'ipotesi di un possibile disallineamento di prezzo fra i due benchmark petroliferi, con il Brent più esposto alle tensioni geopolitiche e alla

scarsità di offerta (in caso di ulteriori sanzioni verso Russia, Iran e Venezuela) e il WTI maggiormente vincolato alla produzione domestica degli Stati Uniti e, quindi, alle scelte di Trump. Sul fronte del gas, la rapida erosione delle scorte in Europa nel pieno della stagione invernale 2024/25 resta un grosso problema, scaricando la tensione sui prezzi del metano in estate, quando tutti i paesi europei (ovvero le rispettive società energetiche) dovranno rimpinguare i depositi e ripristinare le riserve, acquistando il prodotto fisico sul mercato. L'auspicio è che questo avvenga in un contesto di minori pressioni ma, se non dovesse accadere, il rischio è che i prezzi del gas restino costantemente alti fino alla prossima stagione fredda 2025/26.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	25.02.25	2025	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	68,9	72,0	71,0	70,0	68,0	68,0
Brent (\$)	73,0	75,0	75,0	74,0	70,5	70,5
Gas Naturale (\$)	4,2	3,2	3,1	3,5	3,6	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

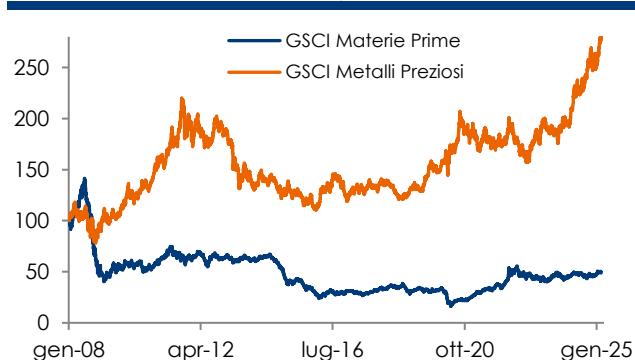
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	25.02.25	2025	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	68,9	73,0	71,0	68,0	70,3	69,0
Brent (\$)	73,0	77,0	75,0	73,0	75,0	74,0
Gas Naturale (\$)	4,2	3,5	3,2	3,5	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	43,9	50,0	45,0	40,0	42,5	30,6

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: sostenuti dall'avversione al rischio causata da Trump

L'incertezza che regna intorno ai tempi e alle dimensioni delle tariffe commerciali che Trump vorrebbe introdurre ha rafforzato la domanda di asset difensivi, spingendo costantemente al rialzo l'oro, senza però negare il nostro scenario di consolidamento nel 2025. Nonostante i nuovi massimi registrati dall'oro nell'ultimo mese, a ridosso di 3.000 dollari l'oncia, non cambia il nostro scenario di fondo che vede un consolidamento dei Preziosi (in particolare dell'oro) nel corso dell'anno. Se è vero che la confusione e l'incertezza generata da Trump con le sue dichiarazioni hanno innalzato la tensione e alimentato la domanda di beni difensivi, è altrettanto evidente che i dazi annunciati appaiono decisamente più moderati rispetto a quanto minacciato in campagna elettorale. Questo sta via via attenuando i timori sui possibili impatti negativi per l'economia globale, indebolendo l'appel del dollaro come bene rifugio ma rendendo ancora cauta la Fed. Sullo sfondo resta il timore che, seppur meno aggressiva, questa strategia tariffaria possa comunque generare pressioni inflazionistiche in un difficile equilibrio fra la difesa del consumatore americano e l'auspicato impulso alla crescita domestica. Un quadro che sembrerebbe lasciare alla Federal Reserve un discreto spazio di manovra per abbassare comunque i tassi di interesse, nonostante la prudenza espressa da Powell nell'ultima riunione Fed, ma anche nella doppia audizione al Congresso USA. Tuttavia, pensiamo che questo possa portare solo a una pausa prolungata nel calo del costo del denaro statunitense e non a un cambio di strategia che addirittura arrivi a un'inversione rialzista sui tassi. Tale scenario penalizzerà temporaneamente il biglietto verde avvantaggiando soprattutto l'euro, benché gravato dalla prospettiva di calo dei tassi in Europa, ma anche lo yen giapponese, viste le attese restrittive sulla Banca del Giappone. Tutto ciò giustifica il rialzo dei Metalli Preziosi, nel loro insieme, a scapito del biglietto verde, abituale concorrente come bene difensivo nel portafoglio degli investitori. Benché il miglioramento di alcuni fondamentali ci abbia spinto ad alzare i target medi che potrebbe raggiungere l'oro nel corso dei prossimi trimestri, esso non appare comunque sufficiente per giustificare un cambio di outlook che resta Neutrale per il 2025. Continuiamo a pensare che i metalli con usi più industriali potranno recuperare solo limitatamente nel breve. La frenata di tutte le politiche ecologiche registrata nel 2024 rischia di continuare almeno per tutta la prima parte del 2025, visto il disimpegno annunciato da Trump rispetto alla lotta contro il cambiamento climatico. Questo rende inevitabilmente incerto l'orizzonte più immediato ma senza negare la prospettiva di un maggior recupero di lungo termine, basato su un'offerta insufficiente derivante dalla mole di mancati investimenti (estrattivi, siderurgici, commerciali) a fronte di una richiesta che potrebbe comunque tornare a salire.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

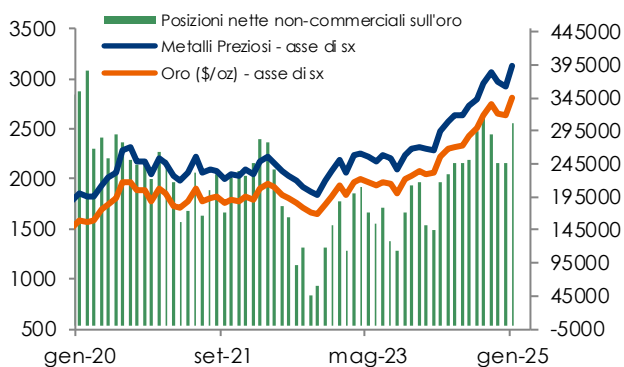
	Valore 25.02.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.768,0	3,1	13,1	69,6
GSCI Met. preziosi	3.216,6	10,1	57,8	68,1
Oro (\$)	2.907,7	10,0	60,6	77,3
Argento (\$)	31,5	8,8	51,9	76,4
Platino (\$)	963,8	6,1	5,6	5,3
Palladio (\$)	929,6	1,7	-34,3	-66,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non cambia la previsione di consolidamento, per tutti i Preziosi, nel corso del 2025, con l'oro che potrebbe continuare a registrare nuovi massimi temporanei, almeno fino a quando non svanirà l'incertezza generata da Trump. Le nostre previsioni continuano a ipotizzare un'attuazione moderata delle promesse elettorali, con effetti positivi solo limitati sulla crescita e concreti rischi sull'inflazione. La deregulation promessa da Trump potrebbe attenuare parte del surriscaldamento dei prezzi derivante dall'approccio protezionista, ma il pericolo di un irrigidimento del mercato del lavoro e di un aumento del debito federale continua ad alimentare

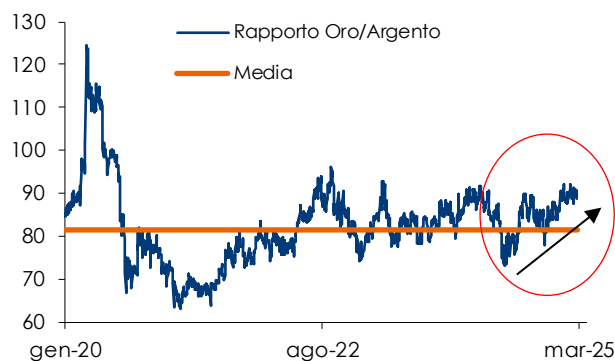
l'avversione al rischio del mercato. I prezzi dell'**oro** hanno rinnovato i massimi storici, con record che si susseguono giornalmente in questo fine febbraio, e quotazioni stabilmente sopra i 2.900 dollari l'oncia di media, costantemente all'attacco della soglia psicologica dei 3.000 dollari. A sostenere l'ascesa del prezzo è ovviamente la natura di bene rifugio, alimentata dalle tensioni geopolitiche e dalla guerra commerciale fra USA e Cina, che hanno fatto impennare la domanda. Le ultime statistiche del World Gold Council attestano a 4.974 tonnellate la domanda di oro complessiva per il 2024, dopo il rialzo record della richiesta (+1%) nel solo 4° trimestre. Una domanda spinta soprattutto dalle banche centrali (che lo scorso anno hanno acquistato 1.000 tonnellate di oro), affiancate dalla richiesta per investimenti, che ha raggiunto le 1.180 tonnellate (+25%). In calo la domanda di oro per la gioielleria (-11%) a 1.877 tonnellate, come inevitabile conseguenza del rincaro della materia prima. Anche l'annuncio in Cina del programma "pilota" per il settore assicurativo, che consentirà alle compagnie di investire oltre 27 miliardi di dollari in oro fisico, con l'intento di diversificarne gli investimenti, tenderà ancora ad ampliare la pressione rialzista sui prezzi. Tensione sulle quotazioni che anche la banca centrale cinese (PBoC) ha esercitato per tutto il 2024, aumentando le sue riserve auree. In aggiunta, la frenata del biglietto verde continuerà ad avvantaggiare l'oro, che sottrae spazio alla valuta statunitense nei portafogli difensivi degli investitori, intimoriti anche dai nuovi record di Wall Street. La corsa senza pause della borsa americana, solo parzialmente preoccupata dalle future mosse di Trump, spinge gli investitori a proteggersi contro il rischio di storno del mercato azionario privilegiando proprio il metallo aureo. La dinamica dell'**argento** appare destinata a proseguire la sua correlazione con quella dell'oro, rafforzando il legame fra i due metalli ma intercettando in maniera ridotta l'avversione al rischio degli investitori ed esprimendo quindi una performance inferiore.

Posizioni nette non-commerciali sull'oro dal 2020



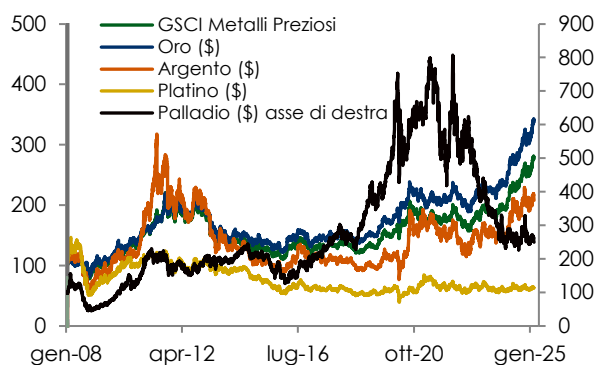
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 24.02.2025

Rapporto Oro/Argento dal 2020



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 24.02.2025

Positive ma inferiori ad oro e argento le performance da inizio anno di **platino e palladio**, a causa dell'evidente crisi del comparto automobilistico ed elettrico, il settore che maggiormente utilizza questi metalli. Uno scenario di debolezza che limita il recupero e amplia le differenze fra le dinamiche dei due metalli. Il platino appare caratterizzato da fondamentali migliori ma con target di rialzo leggermente inferiori al palladio, che rimane estremamente dipendente dalle evoluzioni dei rapporti con la Russia (sanzioni, export di gas e petrolio, trattative sull'Ucraina) che resta il principale esportatore del metallo. Nel breve manteniamo una visione di marginale rialzo per entrambi i metalli, confermando l'intensificarsi delle pressioni anche nel 2026, a patto che si concretizzino i nuovi investimenti in infrastrutture legati alla transizione energetica.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.02.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.216,6	9,9	13,8	41,7	10,1
Oro (\$)	2.907,7	10,8	15,4	43,3	10,0
Argento (\$)	31,5	3,6	5,3	40,2	8,8
Platino (\$)	963,8	3,8	-0,3	9,7	6,1
Palladio (\$)	929,6	-6,0	-4,4	-3,0	1,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale (da Moderatamente Positivo) sui Preziosi; la pressione sul metallo giallo è aumentata ed è sfociata in nuovi massimi, soprattutto per l'effetto dell'aumento delle posizioni speculative dell'ultimo mese, un segnale che potrebbe rafforzare la nostra prospettiva di consolidamento dei Preziosi.

L'incertezza introdotta da Trump ha ampliato l'avversione al rischio di una larga fetta degli investitori e questo ha favorito in particolare l'oro che ha registrato nuovi massimi, beneficiando anche della frenata del dollaro statunitense. Nonostante la cautela della Fed, l'ipotesi più probabile resta quella di una lunga pausa nel percorso di calo dei tassi di interesse statunitensi e non un cambio di strategia che porti a un inasprimento del costo del denaro. Una prospettiva che penalizza il biglietto verde a favore di oro e Preziosi, che riguadagneranno altre quote nei portafogli difensivi degli investitori. L'ipotesi di uno storno del mercato azionario americano, per ora quasi immune alle turbolenze generate da Trump, ha aumentato le posizioni finanziarie lunghe sull'oro, sia come investimento puramente difensivo sia come attività alternativa di copertura dal rischio di un ribasso dei corsi azionari. Una dinamica apparsa evidente dagli ultimi dati sulle posizioni nette non-commerciali sull'oro scambiate alla borsa di Chicago. Proprio questa situazione, unita al fatto che una parte dei flussi di investimento difensivi non viene comunque intercettata dai Preziosi, potrebbe rallentare la dinamica rialzista di oro e Preziosi e favorirne invece il consolidamento. Per tali motivi, al netto dei nuovi record sull'oro che ci hanno spinto a un miglioramento dei livelli obiettivo per il metallo giallo per tutto il 2025, il nostro scenario resta improntato a una sostanziale neutralità, pur sempre su livelli alti. Questo per confermare la nostra sensazione di una dinamica rialzista ancora forte e presente ma che potrebbe, a breve, mostrare qualche segno di rallentamento rispetto al 2024.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.02.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.907,7	2.703,0	2.775,0	2.750,0	2.625,0	2.625,0
Argento (\$)	31,5	32,0	32,5	33,3	32,7	32,7
Platino (\$)	963,8	984,0	1.020,0	1.055,0	1.122,5	1.122,5
Palladio (\$)	929,6	995,0	1.002,5	1.015,0	1.036,5	1.036,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.02.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.907,7	2.800	2.800	2.700	2.750	2.800
Argento (\$)	31,5	32,0	31,0	31,0	31,5	33,0
Platino (\$)	963,8	1.000	1.050	1.100	1.075	1.200
Palladio (\$)	929,6	1.020	1.070	1.070	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: domina l'incertezza legata agli effetti dei dazi

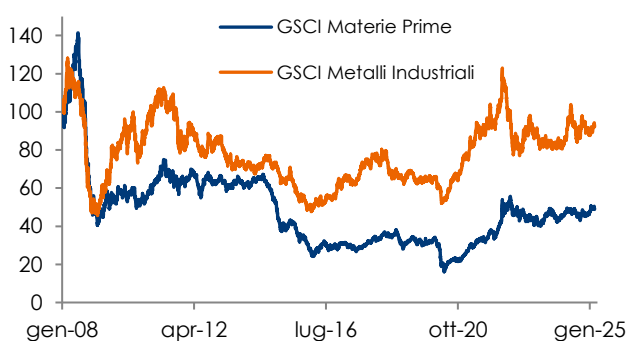
Lo scenario sui Metalli Industriali resta incerto: nel breve a causa delle conseguenze dei dazi annunciati da Trump, nel lungo periodo gli scarsi investimenti e l'offerta ridotta continuano ad alimentare un cauto ottimismo.

Non è cambiato il clima di incertezza che domina il comparto da inizio 2025. I timori degli operatori sui metalli riguardano, nell'immediato, le conseguenze delle tariffe annunciate da Trump sui prodotti siderurgici in ingresso negli Stati Uniti. Dal 4 marzo dovrebbero infatti entrare in vigore i dazi del 25% sulle importazioni di acciaio e alluminio. La decisione della Casa Bianca si somma anche alla minaccia di ulteriori dazi reciproci in caso di rappresaglia commerciale, una prospettiva che rischia di scuotere il settore dei metalli a livello globale. Messico e Canada sono i principali esportatori negli Stati Uniti di acciaio e alluminio (Russia e Cina da tempo sono divenuti marginali); il solo Canada è stato il responsabile di quasi il 70% dell'alluminio e di allumina entrati negli USA, lo scorso 2024, per un ammontare di oltre sette miliardi di dollari di deficit fra i due paesi, un dato che Trump ha rimarcato con forza. Rispetto al suo precedente mandato, nel 2018, Trump ha escluso qualsiasi trattamento di favore o possibili esenzioni senza un accordo commerciale più vasto o trattative approfondite. Durante l'altro mandato, invece, fu imposto un dazio solo del 10%, proprio in virtù degli interscambi abituali col Canada. Come abbiamo già avuto modo di sottolineare, è proprio l'esperienza del triennio 2018-2020 il riferimento da considerare per provare a esprimere qualche valutazione. Allora, l'imposizione dei dazi non generò una crescita della produzione domestica di acciaio e alluminio negli Stati Uniti e non frenò il lento declino occupazionale del settore, un fenomeno peraltro che ha colpito anche altre aree sviluppate, come l'Europa, che hanno visto letteralmente sparire tutta una serie di lavorazioni siderurgiche. L'aumento dei costi di produzione (anche se non così ampio come si ipotizzò nelle prime analisi) si è poi riflesso nelle industrie a valle, con settori come quello delle costruzioni o dell'automobile che videro aumentare il costo di molti componenti e prodotti semilavorati della filiera manifatturiera. Rispetto alla sua precedente amministrazione lo scenario macroeconomico appare però molto diverso oggi. Anche gli effetti dei dazi sui paesi esportatori verso gli Stati Uniti potrebbero essere concreti e difficili da gestire. La diversificazione dell'offerta potrebbe rivelarsi più difficile nello scenario attuale caratterizzato da un eccesso di capacità produttiva a causa di un generale rallentamento economico. Non sottostare ai dazi statunitensi e cercare altri acquirenti per le proprie produzioni appare più arduo di allora per Canada e Messico: l'Europa è in frenata, l'economia cinese appare decisamente asfittica, Russia e India non sono interessati; alla fine restano solo gli Stati Uniti che, col loro ciclo ancora robusto, sono gli unici a esprimere ancora una domanda forte. Lo scenario di breve si fa quindi decisamente più incerto e complicato, almeno fino a quando non ci sarà chiarezza sui dazi.

Lo scenario di medio-lungo periodo e il fattore Cina. Non cambiano gli elementi che caratterizzano invece lo scenario di medio-lungo periodo. I modesti livelli delle scorte e la strutturale carenza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri) sono ancora i fattori principali alla base del cauto ottimismo sul futuro rialzo delle quotazioni dei metalli. Il calo del costo del denaro, iniziato in tutte le grandi economie, appare ancora decisamente insufficiente a stimolare nuovi investimenti che ridiano vigore al comparto minerario, frenato anche dall'inasprirsi delle norme ambientali. Inoltre, la rimodulazione delle aspettative di taglio dei tassi negli Stati Uniti, vista la cautela della Fed dopo l'avvio formale della nuova amministrazione Trump, rischia di portare a una prolungata pausa nel calo dei costi di finanziamento, anche se tendiamo a escludere un totale cambio di rotta e un inasprimento dei tassi di interesse. Difficilmente, anche in caso di forte debolezza, i prezzi scenderanno a infrangere, nel 2025, i minimi registrati nel 2024; le attese sulla domanda nei prossimi anni restano robuste e stridono con le ipotesi di scarse forniture future, un quadro che premerà inevitabilmente al rialzo sui prezzi. Sullo sfondo resta il marginale miglioramento del sentiment in Cina, il principale trasformatore e consumatore di metalli, sempre però in un'ottica di grande incertezza visto il possibile incombere di una nuova guerra commerciale con gli Stati Uniti. In realtà, dalle dichiarazioni di entrambi i leader politici di USA e Cina trapela la volontà di non giungere a un vero e proprio scontro ma, piuttosto, di trovare un nuovo equilibrio commerciale fra le due economie che risolva alcune distorsioni ma non penalizzi eccessivamente nessuno dei contendenti. Trump, pur imponendo un

dazio del 10% sull'import cinese – una tariffa ben lontana da quelle minacciate in campagna elettorale (fino al 60%) – non ha nascosto la volontà di ricercare il dialogo, relegando lo strumento delle tariffe ad ultima scelta in caso di fallimento. Anche il Presidente cinese Xi è parso dello stesso avviso; la controffensiva cinese, con tariffazione di molti beni esportati dagli Stati Uniti avvenuta addirittura prima dell'insediamento ufficiale del nuovo Presidente americano, non ha toccato settori e prodotti commerciali chiave fra USA e Cina. Pechino, come spesso accade, ha voluto dar subito una dimostrazione di forza col varo anticipato di alcune contromisure, per poi lasciar immediatamente spazio al dialogo. Il contrasto fra la durezza delle minacce e degli annunci e la sensazione di dialogo e trattativa sottotraccia continua ad alimentare il cauto ottimismo degli investitori e ha consentito ai prezzi dei Metalli Industriali di restare su buoni livelli in questa prima parte del 2025.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.02.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.768,0	3,1	13,1	69,6
GSCI Industriali	1.719,7	4,5	4,3	53,1
Rame (\$)	9.401,5	7,2	7,9	65,8
Alluminio (\$)	2.638,5	3,4	13,0	55,6
Zinco (\$)	2.771,8	-6,2	-7,2	37,9
Nickel (\$)	15.336,0	0,1	-37,5	22,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

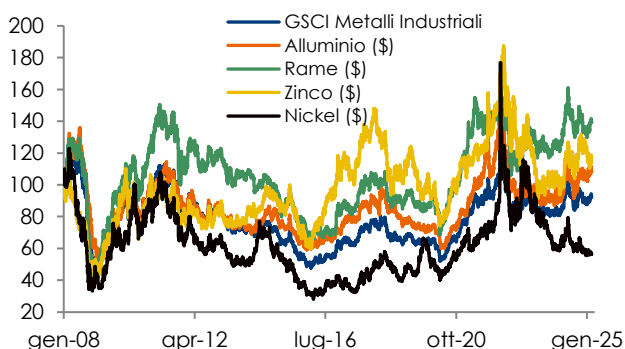
Rame: l'incertezza legata ai dazi potrebbe ampliare il delta di prezzo dei contratti quotati sulle diverse borse internazionali. I prezzi del rame registrano una buona performance in questo inizio di 2025, nonostante l'incertezza che domina il mercato dei metalli. È infatti la volatilità il fattore di maggior peso sul rame in questa fase, ovviamente come conseguenza dell'incertezza sui nuovi dazi che l'amministrazione Trump vorrà introdurre anche sul metallo rosso. Gli investitori monitorano con attenzione questa eventualità che inciderebbe sulle importazioni negli Stati Uniti, ampliando il divario tra il prezzo del metallo sulle diverse borse internazionali, ovvero fra i contratti scambiati a Chicago (CME) e quelli quotati a Londra (LME). Questo disallineamento riflette l'aumento della domanda di metallo negli Stati Uniti per anticipare eventuali misure protezionistiche. Un altro elemento sotto osservazione è la correlazione con gli altri metalli preziosi che sono tornati a salire sulla spinta dei nuovi massimi storici registrati dall'oro. Una situazione che dovrebbe garantire una pressione rialzista sui prezzi del rame lungo tutto il nostro orizzonte previsivo.

Alluminio: le tariffe su acciaio e alluminio del 25% sono il principale fattore di incertezza per l'alluminio. Trump ha mantenuto la promessa di imporre dazi del 25% sulle importazioni di acciaio e alluminio, colpendo in particolare Canada (che fornisce oltre il 70% dell'alluminio sul mercato USA), Brasile e Messico (che esporta negli USA rottami e leghe di alluminio per oltre 500.000 tonnellate annue), oltre all'Europa e indirettamente la Cina. Quello che però sembra evidente è che questa dura strategia di imposizione tariffaria sia uno strumento per ottenere nuovi accordi commerciali e ridurre il deficit verso questi paesi. Anche l'Europa si è rammaricata per la decisione degli Stati Uniti di imporre dazi sulle esportazioni europee di acciaio e alluminio ed è pronta ad agire di conseguenza ma, anche in questo caso, il dialogo resta l'ipotesi più probabile. L'Eurozona peraltro è alle prese anche con la difficoltà di approvvigionamenti vista la riduzione dell'import di alluminio russo e l'ipotesi di divieto assoluto che avrebbe un impatto negativo sulla già complicata realtà del comparto siderurgico continentale. Di conseguenza, ci attendiamo un consolidamento dei livelli o un blando rialzo, almeno fino a quando non sarà chiaro l'impatto delle tariffe di Trump sul mercato fisico globale.

Zinco: l'attesa per le reali mosse commerciali degli Stati Uniti amplia l'incertezza. La performance dello zinco resta negativa da inizio anno ma si è ridotto il calo; i prezzi continuano a restare sotto pressione a causa dell'incertezza che avvolge la domanda proveniente dalla Cina e per l'impatto che potranno avere le politiche tariffarie di Trump. Le prospettive di crescita economica per la Cina dipenderanno ancora dal superamento delle difficoltà del suo comparto edilizio, il maggiore consumatore al mondo di zinco. Nonostante le misure di stimolo implementate da Pechino, il settore non sembra dare segnali stabili di ripresa e questo rischia di incidere ancora sulla richiesta di zinco. I toni dello scontro verbale fra Trump e il presidente Xi non sembrano così aspri e lasciano ampi margini di trattativa, smussando (solo parzialmente) i timori sulle conseguenze commerciali delle tariffe introdotte. È passato invece in secondo piano il tema della Groenlandia, uno dei dossier più complicati su cui Trump vorrebbe intervenire e che appare difficilmente risolvibile a suo favore. La volontà di portarla sotto la giurisdizione statunitense appare certamente priva di fondamenti politici concreti ma nasconde una tematica più complessa. Oltre alle terre rare, al gas, al petrolio e all'uranio, la Groenlandia sarebbe ricca anche di zinco, uno dei metalli che insieme al nickel è la nuova frontiera della produzione di batterie per i veicoli elettrici, come elemento sostitutivo del litio, più costoso e meno diffuso geologicamente. Un carico di incertezze che, secondo le nostre previsioni, dovrebbe esercitare ancora una certa pressione rialzista e portare a un rincaro dei prezzi.

Nickel: prezzi stabili da inizio anno e scenario ancora dipendente dalle scelte strategiche dell'Indonesia. I temi sono del tutto immutati sul mercato del nickel con le scelte industriali dell'Indonesia al centro del quadro. Il Governo indonesiano ha ridotto significativamente le quote di estrazione del minerale di nickel per il 2025 e il 2026. Allo stesso tempo, l'Indonesia vuole introdurre nuovi controlli sulla lavorazione e sull'export del prodotto semilavorato o raffinato, non solo per un monitoraggio strategico della sua principale risorsa nazionale ma anche per prepararsi a una possibile controffensiva nei confronti delle tariffe di Trump. Il Presidente americano ha prima introdotto e poi sospeso i dazi verso Messico e Canada, dilazionandoli di un mese in vista di colloqui che portino a un nuovo accordo commerciale. Proprio questa situazione ha messo in allarme il Governo indonesiano spingendolo a una maggior azione di controllo. In aggiunta, nuova pressione sui prezzi del minerale nickel, anche di estrazione indonesiano, è giunta dalle dichiarazioni del Governo delle Filippine. Sulla scia delle azioni intraprese dall'Indonesia, anche le Filippine vorrebbero introdurre una serie di misure che limitino l'esportazione del minerale, vincolando le lavorazioni sul territorio nazionale ed esercitando così un maggior controllo lungo tutta la filiera, alla stregua del modello indonesiano. Nel brevissimo ci attendiamo ancora una blanda tensione sui prezzi, mentre nel medio-lungo periodo una pressione rialzista più strutturale sarà causata dalla richiesta di prodotto per la transizione green.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.02.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.719,7	1,5	0,7	11,8	4,5
Rame (\$)	9.401,5	4,5	1,2	11,1	7,2
Alluminio (\$)	2.638,5	1,0	3,8	21,0	3,4
Zinco (\$)	2.771,8	-8,2	-3,4	17,1	-6,2
Nickel (\$)	15.336,0	-4,1	-8,5	-10,7	0,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: prevale ancora la cautela nel breve periodo vista l'incertezza sui dazi. Nel lungo termine invece restiamo cautamente positivi dato il probabile disequilibrio sul mercato fisico che premerà al rialzo sui prezzi. Poche le novità sullo scenario di breve che resta complicato e incerto esattamente come lo scorso mese. L'insediamento del presidente Trump e

la ridda di dichiarazioni e minacce che sono seguite hanno alzato la tensione sul mercato dei metalli e ampliato le incertezze sul futuro. Permane la sensazione che i toni meno aggressivi usati nei confronti della Cina placino i timori di un'imminente guerra commerciale fra le due economie. Nonostante il varo dei dazi contro le merci cinesi, ambedue i contendenti sanno che i rischi negativi per entrambi i paesi sono alti e auspicano che prevalga il dialogo e un nuovo accordo commerciale. La reazione cinese, sfociata in un aumento dei vincoli e dei controlli proprio sull'export di metalli e prodotti siderurgici semilavorati, continua ad avere, per ora, effetti marginali sull'equilibrio fra domanda e offerta globale. Anche l'ulteriore rappresaglia di Pechino nei confronti di una serie di altri prodotti importati dagli Stati Uniti non colpisce settori nevralgici e non muta le aspettative di distensione fra Trump e il presidente Xi. Per questi motivi, confermiamo il nostro outlook Neutrale nel breve periodo, facendo prevalere la prudenza visto lo scenario carico di incognite. Non cambia il nostro auspicio di una maggior spinta da parte della domanda, in particolare dalla Cina, e di un clima generale più sereno sui mercati, condizioni essenziali affinché il recupero delle quotazioni sia più strutturale. Parimenti, confermiamo la previsione di medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale del comparto che coinvolge miniere, raffinazione e manifattura resta immutato ed è l'elemento chiave per i futuri rialzi. La svolta monetaria accomodante intrapresa dalle banche centrali delle principali economie appare ancora troppo timida per generare una vera inversione di tendenza sugli investimenti. Il deficit di offerta presente sul mercato fisico riduce le forniture continuando ad ampliarsi. Nel momento in cui si concretizzerà l'atteso incremento della richiesta, dovuto alla transizione energetica, al netto dei ritardi e delle difficoltà in corso, lo squilibrio già esistente su molti metalli non potrà che dilatarsi ulteriormente, finendo per premere al rialzo sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	25.02.25	2025	2025	2025	2025	2026
Rame (\$)	9.401,5	9.200	9.400	9.600	9.700	9.700
Alluminio (\$)	2.638,5	2.600	2.583	2.560	2.609	2.609
Zinco (\$)	2.771,8	2.960	2.930	2.950	2.767	2.767
Nickel (\$)	15.336,0	16.000	16.000	16.250	17.098	17.098

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	25.02.25	2025	2025	2025	2025	2026
Rame (\$)	9.401,5	9.600	9.700	9.800	9.750	10.100
Alluminio (\$)	2.638,5	2.750	2.800	2.850	2.825	2.900
Zinco (\$)	2.771,8	3.140	3.160	3.180	3.170	3.250
Nickel (\$)	15.336,0	16.000	16.200	16.600	16.450	18.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

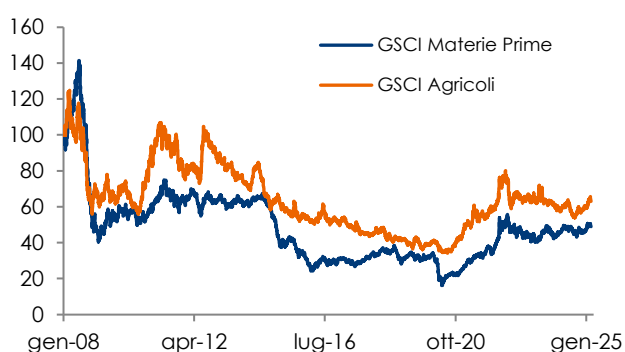
Prodotti agricoli: solo sfiorati dalle tensioni legate ai dazi di Trump

I prodotti agro-alimentari rischiano di essere nuovamente oggetto della controffensiva contro le tariffe penalizzanti minacciate da Trump verso Europa e Cina. Le quotazioni dei principali cereali consolidano la loro performance positiva da inizio anno, in attesa di capire se saranno oggetto o meno della ventilata guerra commerciale degli USA con Europa e Cina in particolare. Non cambia il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine che vede le granaglie restare oggetto di pressioni rialziste per tutto l'anno; non a caso, il rincaro delle derrate alimentari è emerso anche nei recenti dati di inflazione delle principali economie. Al netto delle decisioni in materia di politica agro-alimentare che prenderà il presidente Trump, i cereali restano candidati a nuovi rialzi e ci attendiamo possano chiudere il 2025 su livelli superiori agli attuali (ad eccezione del mais), complici stime poco ottimistiche sui raccolti e insicurezza sulle forniture, in un quadro di condizioni metereologiche sfavorevoli. Trump per ora ha deciso di non imporre dazi specifici che riguardino il comparto agro-alimentare, limitandosi a minacciare ritorsioni contro Cina ed Europa, nell'ottica di un possibile negoziato sia con Pechino che con Bruxelles. Questo non deve però far dimenticare che la difesa dell'importante comparto agricolo statunitense – storico bacino elettorale di Trump – resta un tema chiave della politica tariffaria del Presidente. Agricoltori ed esportatori agricoli, europei e cinesi, si aspettano che anche questa volta saranno oggetto di attacco, come accaduto in occasione del primo mandato presidenziale, quando le derrate alimentari furono al centro della guerra commerciale fra Stati Uniti, Europa e Cina, portando a un rincaro dei prezzi. Per le soft commodity, lo scenario resta il medesimo del mese scorso: se il calo delle tensioni in Medio Oriente sta favorendo i trasporti navali da e per il Mar Rosso, è sempre la speculazione finanziario-commerciale ad essere il principale elemento di tensione rialzista. 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 tariffaria minacciata da Trump verso Europa e Cina rischia di vedere proprio il comparto agricolo al centro della scena. Ancora una volta, come nella sua precedente esperienza alla Casa Bianca, è la difesa dell'agricoltura statunitense uno dei capisaldi della politica commerciale di Trump. È probabile quindi che i prodotti agricoli importati ed esportati dagli Stati Uniti siano elementi di trattativa commerciale, in particolare con Europa e Cina. **Europa:** auto, cosmetici, arredamento, farmaci, moda, gioielli, vini e liquori. Questi sarebbero i settori europei più colpiti dai dazi del 25% che Trump vorrebbe imporre all'Europa come rappresaglia per l'ingiusto (a suo dire) trattamento che subirebbero le merci statunitensi che sbarcano nel Vecchio Continente. Il 13 febbraio Trump ha annunciato dazi reciproci ad ampio raggio nel tentativo di risolvere il persistente deficit commerciale degli Stati Uniti proprio verso la UE, pari a circa 350 miliardi di dollari (335 miliardi di euro), ribadendo che il mercato europeo non acquista auto americane, prodotti agricoli e men che meno componenti chimiche per l'agricoltura. Al contrario, l'Unione Europea impone un dazio del 10% sulle importazioni di veicoli USA, quattro volte superiore alla tariffa del 2,5% attualmente applicata dagli Stati Uniti alle autovetture europee. Uno squilibrio nettamente sfavorevole all'industria statunitense che Trump potrebbe decidere di riequilibrare proprio colpendo il settore agricolo europeo, esattamente come avvenne nella sua precedente amministrazione. Posto che i funzionari europei hanno immediatamente dichiarato di essere disponibili a un confronto senza arrivare allo scontro, alcune indiscrezioni di stampa segnalano che la Commissione Europea potrebbe valutare imposizioni più stringenti a partire dalle importazioni di soia dagli Stati Uniti, utilizzando come giustificazione i metodi di coltivazione eccessivamente convenzionali, troppo permissivi rispetto all'uso di pesticidi e altre sostanze già proibite in Europa. **Cina:** discorso non dissimile per il comparto agro-alimentare sia cinese che statunitense. Una guerra commerciale fra Cina e USA rischia seriamente di incidere sui prezzi delle materie prime agricole, ma in questa prima fase dello scontro sembrano prevalere la cautela e l'attenta valutazione di ogni singola decisione. In risposta ai dazi approvati nei giorni scorsi dal presidente Trump, Pechino ha deciso di implementare dal 10 febbraio tariffe del 15% sulle importazioni di carbone statunitense e del 10% su greggio, macchinari agricoli e alcuni tipi di veicoli per il movimento terra. Le imposizioni cinesi,

per ora, sembrano risparmiare il settore agro-alimentare che vede nella soia uno dei principali elementi di scontro, esattamente come avvenne fra il 2018 e il 2020. I semi di soia sono tra le materie prime agricole più esportate dagli Stati Uniti in Cina e sarebbero un fattore di rappresaglia ancora molto efficace per i cinesi. In realtà, i costanti colloqui fra Trump e il presidente cinese Xi lasciano presagire che l'intenzione comune sia giungere a un nuovo accordo, possibilmente che non danneggi nessuno ma che sani quegli squilibri commerciali che, a detta di entrambi, penalizzerebbero reciprocamente le due economie. Uno scenario complesso, in cui è oggettivamente difficile stimare l'impatto sui prezzi agricoli fino a quando non avremo chiaro quanto il dialogo sia effettivamente avviato o, al contrario, quanto le parti siano in realtà distanti. Anche la conferma che l'analisi che Trump ha affidato alle agenzie federali di competenza debba essere "meticolosa e approfondita", prima di arrivare a un vero e proprio vertice coi cinesi, alimenta l'incertezza sulle quotazioni globali di tutti gli alimenti.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

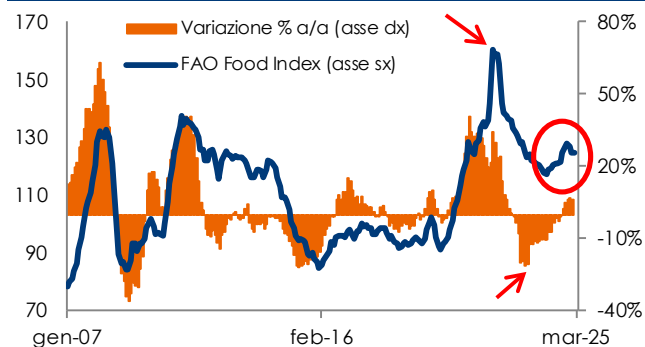
	Valore 25.02.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.768,0	3,1	13,1	69,6
GSCI Agricoli	536,7	4,2	-2,4	60,5
Mais (\$ cent)	479,8	4,6	-26,2	29,5
Frumento (\$ cent.)	572,8	3,9	-19,1	6,0
Soia (\$ cent)	1.031,3	3,3	-32,6	17,1
Cotone (\$ cent)	66,0	-3,6	-22,5	-0,6
Cacao	8.675,0	-25,7	220,5	200,4
Zucchero	21,5	11,4	0,8	45,1
Caffè (arabica)	380,5	19,0	99,0	248,8
Caffè (robusta)	5.429,0	8,2	154,4	328,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: prezzi alimentari in calo a gennaio 2025. A gennaio, l'indice FAO dei prezzi alimentari ha registrato un calo dell'1,6%, registrando una media di 124,9 punti e interrompendo così la tendenza al rialzo dopo aver raggiunto 127 punti a dicembre. L'indice, che monitora le variazioni mensili dei prezzi internazionali di una serie di materie prime alimentari scambiate a livello globale, è risultato superiore del 6,2% rispetto a un anno fa, ma rimane inferiore del 22,0% rispetto al picco raggiunto a marzo 2022. L'indice dei prezzi dei cereali è aumentato dello 0,3% da dicembre, pur restando del 6,9% al di sotto del livello di gennaio 2024. I prezzi all'esportazione del grano sono leggermente diminuiti, mentre quelli del mais sono aumentati a causa delle minori previsioni di produzione e scorte per gli Stati Uniti d'America. L'indice dei prezzi del riso ha registrato un calo del 4,7% nel mese di gennaio. Quello degli oli vegetali è sceso del 5,6% rispetto al mese precedente, invertendo il recente trend rialzista, pur rimanendo del 24,9% più alto rispetto all'anno scorso. La flessione di gennaio è stata guidata principalmente dai prezzi mondiali più bassi degli oli di palma e di colza, mentre quelli degli oli di soia e di girasole sono rimasti pressoché stabili. Anche l'indice dei prezzi della carne ha subito una riduzione dell'1,4%, con il ribasso delle quotazioni della carne ovina, suina e del pollame che ha compensato l'aumento dei prezzi della carne bovina. In controtendenza, l'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è aumentato del 2,4% su base mensile e del 20,4% rispetto al livello di gennaio 2024. La crescita è stata trainata dall'incremento mensile del 7,6% delle quotazioni internazionali dei formaggi, che ha compensato il calo dei prezzi del burro e del latte in polvere. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è sceso del 6,8% rispetto a dicembre e del 18,5% su base annua, principalmente grazie alle migliori prospettive di fornitura globale derivanti dalle condizioni meteorologiche generalmente favorevoli in Brasile e dalla decisione del Governo indiano di riprendere le esportazioni di zucchero.

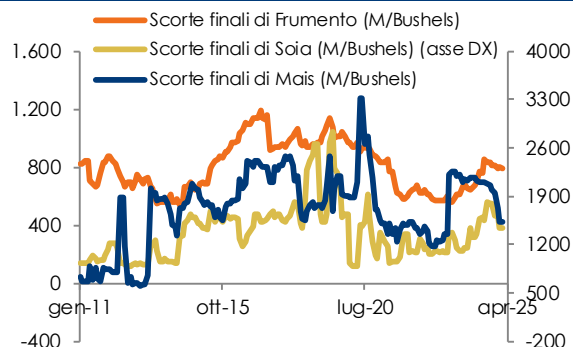
FAO: stime in aumento per il consumo di cereali quest'anno. Nel Cereal Supply and Demand Brief di gennaio, la FAO ha rivisto al rialzo le previsioni per l'utilizzo mondiale di cereali nel 2024/25, ora stimato in aumento dello 0,9% a 2.869 milioni di tonnellate, principalmente per l'incremento dell'impiego di mais nell'alimentazione animale. Le scorte mondiali di cereali sono previste in calo del 2,2% entro la fine del 2025, a causa di una significativa contrazione delle riserve di mais negli Stati Uniti d'America. Di conseguenza, è plausibile che il rapporto scorte/uso globale di cereali nel 2024/25 diminuirà, ma mantenendosi a un "livello confortevole" del 29,8%. Il commercio internazionale di cereali nel 2024/25 dovrebbe contrarsi del 5,6% rispetto all'anno precedente, a 483,5 milioni di tonnellate. Questo calo è dovuto in parte alla minore domanda da parte della Cina di orzo, mais e grano. Parallelamente, la FAO ha abbassato le previsioni sulla produzione globale nel 2024, stimandola a poco meno di 2.841 milioni di tonnellate, con un calo dello 0,6% rispetto al 2023. La revisione riflette una netta riduzione della produzione di mais negli Stati Uniti d'America, dove l'eccessiva umidità delle granaglie, registrata poco prima del raccolto, ha ridotto le rese. Tuttavia, le prospettive per i raccolti di mais nell'emisfero meridionale, che inizieranno nel 2° trimestre del 2025, appaiono più favorevoli: in Argentina e Brasile si prevedono rese migliori, mentre in Sud Africa i prezzi record del mais hanno determinato un aumento delle piantagioni. Infine, le stime ufficiali sulla produzione di riso in Cina, Mali, Nepal e Vietnam hanno superato le attese, portando la revisione della produzione mondiale di riso a 539,4 milioni di tonnellate nel 2024/25, che rappresenta un aumento annuo dello 0,9% e un massimo storico.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



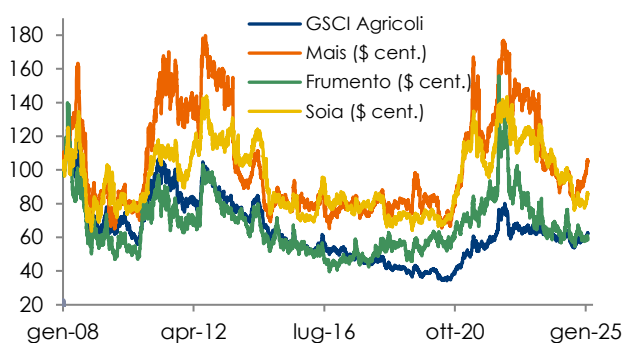
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2025)

WASDE: il report di febbraio conferma la pressione su cereali secondari e soia, con revisioni produttive più marcate.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, 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 1.212,5 milioni di tonnellate, in lieve calo rispetto ai 1.214,4 milioni previsti a gennaio, a causa della riduzione in Argentina e Brasile. Le esportazioni globali sono diminuite a 189,2 milioni di tonnellate da 191,4 milioni di tonnellate (-2,2 milioni rispetto a gennaio), a causa dei cali registrati in Sud Africa, Ucraina e Brasile, mentre le scorte finali scendono a 290,3 milioni di tonnellate (-3,0 milioni rispetto a gennaio). La produzione globale di **cereali secondari** (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista a 1.492 milioni di tonnellate, in flessione rispetto ai 1.494 milioni di gennaio. Il consumo mondiale è stimato a 1.521,8 milioni di tonnellate, in lieve flessione da 1.522,8 di gennaio. Le esportazioni sono riviste al ribasso a 225,9 milioni di tonnellate, da 230,1 milioni di tonnellate di gennaio, principalmente a causa di Russia, Australia e Canada. Le scorte finali sono stimate in diminuzione a 317,1 milioni di tonnellate, da 320 milioni di tonnellate (-2,9 milioni rispetto a gennaio). Le previsioni per il **frumento** indicano una produzione mondiale di 793,8 milioni di tonnellate, in lieve rialzo rispetto ai 793,2 milioni previsti a gennaio: l'aumento è principalmente dovuto a una maggiore produzione in Siria e Pakistan, che

compensa la riduzione dell'Uruguay. Il consumo mondiale è aumentato a 803,7 milioni di tonnellate (+1,8 milioni rispetto a gennaio), a causa di un maggiore utilizzo per mangimi nell'UE, in Kazakistan, Thailandia e Ucraina; le esportazioni globali calano a 209,0 milioni di tonnellate (-3 milioni rispetto a gennaio), con flessioni per UE, Messico, Russia, Turchia e Ucraina. Le scorte finali di frumento scendono a 257,6 milioni di tonnellate (-1,3 milioni rispetto a gennaio), a causa della riduzione in Cina, solo in parte compensata dagli aumenti registrati in Russia, Kazakistan e Ucraina. Per il mercato della **soia**, la produzione mondiale è prevista in diminuzione a 420,8 milioni di tonnellate da 424,3 milioni di tonnellate (-3,5 milioni rispetto a gennaio). La produzione si è ridotta per Argentina e Paraguay a causa del caldo persistente e della siccità durante gennaio. La produzione di soia brasiliana è invariata a 169,0 milioni di tonnellate. Le scorte finali sono riviste al ribasso a 124,3 milioni di tonnellate (-4,0 milioni, sempre rispetto a gennaio), principalmente a causa della diminuzione negli stoccaggi di Argentina e Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.02.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	536,7	7,5	16,1	8,8	4,2
Mais (\$ cent.)	479,8	14,2	32,5	17,9	4,6
Frumento (\$ cent.)	572,8	6,2	15,0	-0,8	3,9
Soia (\$ cent.)	1.031,3	4,9	7,4	-9,2	3,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: nel breve l'incertezza sta portando a un consolidamento dei prezzi, dopo i rialzi di inizio anno, ma senza sopire le pressioni rialziste sulle granaglie. Al contrario, continuiamo ad attenderci un fisiologico storno delle soft commodity nel corso del 2025. Dopo il rincaro di inizio anno per tutti i principali cereali, stiamo assistendo a una fase di consolidamento, legato alle incertezze e ai timori sulla possibile guerra commerciale che avrebbe come oggetto il comparto agricolo e coinvolgerebbe Europa e Cina. Ai persistenti timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di approvvigionamento si è sommata la cautela degli operatori che attendono di capire se e quali prodotti agro-alimentari saranno oggetto di dazi e rappresaglie fra le parti. Ovviamente, indecisione e volatilità sono due elementi che favoriscono la speculazione finanziaria, pronta ad approfittare di questo clima di incertezza e premere al rialzo sui prezzi, scontando scenari che, nei fatti, appaiono veramente difficili da delineare oggi. Continuiamo a pensare che possa calare la pressione sui coloniali, da cui ci attendiamo un fisiologico storno nel corso dell'anno (ad eccezione del cotone), mentre vanno via via sfumando le tensioni sui trasporti navali dei prodotti agro-alimentari (lavorati o freschi) che l'Europa esporta o importa dai mercati orientali. Per queste ragioni, il nostro giudizio sul comparto agricolo resta Moderatamente Positivo, con stime di consolidamento e rialzo per le granaglie (ma non per il mais) e di consolidamento su livelli alti per le soft commodity in vista di un possibile storno, in particolare del caffè.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.02.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (cent. \$)	479,8	445,7	450,0	445,0	475,0	475,0
Frumento (cent. \$)	572,8	563,0	575,0	590,0	612,5	612,5
Soia (cent. \$)	1.031,3	1.000,0	1.006,8	1.011,5	1.050,0	1.050,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.02.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (\$ cent.)	479,8	470	468	465	468	475
Frumento (\$ cent.)	572,8	570	595	615	600	630
Soia (\$ cent.)	1.031,3	1.065	1.110	1.200	1.145	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

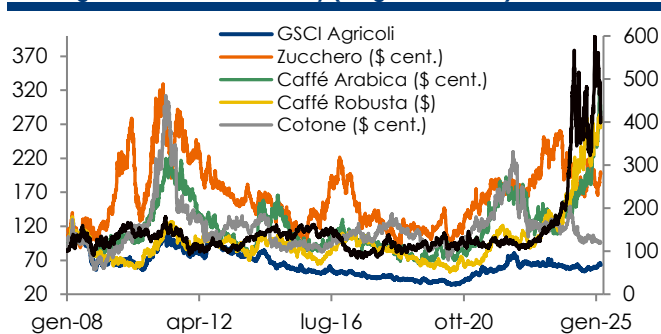
Soft commodity

Le tensioni geopolitiche, l'incertezza sulle decisioni di Trump in ambito commerciale e la speculazione finanziaria sono ancora gli elementi di sostegno al rialzo di alcune soft commodity, in un contesto in cui ci attendiamo comunque un fisiologico storno delle quotazioni nel corso dell'anno, in particolare per il caffè.

Cotone: il rapporto WASDE di febbraio rivede in leggero rialzo la produzione, il consumo e le scorte finali di cotone. Il WASDE di febbraio ha leggermente rivisto al rialzo le stime per la produzione e le scorte finali di cotone, mentre le scorte iniziali si sono ridotte questo mese. Il consumo globale di cotone e il commercio registrano incrementi minimi. La produzione mondiale è stata corretta al rialzo di 1,0 milioni di balle rispetto a gennaio, raggiungendo 120,5 milioni di balle. La crescita della produzione cinese è responsabile quasi interamente di questo incremento, poiché il lieve aumento in Brasile è compensato dai cali in Argentina e Kazakistan. Il consumo mondiale è stato anch'esso leggermente rivisto al rialzo raggiungendo i 116 milioni di balle, rispetto ai 115,9 milioni stimati a gennaio. L'incremento è sostenuto dalla maggiore domanda in Bangladesh, Pakistan e Vietnam, bilanciata da lievi cali in India e Stati Uniti. Il volume delle esportazioni si mantiene pressoché invariato a 42,5 milioni di balle rispetto a gennaio. Le scorte finali sono riviste al rialzo di 0,5 milioni di balle (raggiungendo 78,4 milioni di balle, rispetto ai 77,9 milioni stimati a gennaio), poiché la maggiore produzione globale è stata in parte compensata da scorte iniziali più basse, dovute agli aggiornamenti dei bilanci 2023/24 per Cina e Uzbekistan. 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: il calo delle forniture in India e Brasile sostiene i prezzi dello zucchero. Il prezzo dello zucchero grezzo è salito ai massimi da oltre due mesi, a febbraio, ancora una volta spinto dalle notizie in arrivo dall'India. Le esportazioni indiane di zucchero hanno subito l'ennesimo rallentamento, come accaduto in gennaio, a causa dell'aumento dei prezzi interni. Una situazione che mette a rischio anche l'attuale quota di esportazione di un milione di tonnellate, decisa dal Governo, che rischia seriamente di non essere raggiunta. Le condizioni meteorologiche avverse nelle principali regioni indiane di coltivazione hanno portato al fermo di diversi zuccherifici per la mancanza di materia prima grezza. Questo lascia presupporre che anche se si volesse ulteriormente ridurre l'esportazione verso i mercati esteri, al fine di consentire un maggior rifornimento di prodotto grezzo a livello domestico, questo non è detto che si traduca in un aumento della lavorazione del prodotto raffinato, proprio a causa della mancanza delle forniture e non per una convenienza legata al differenziale di prezzo fra le esportazioni e il mercato interno. Non diversa anche la situazione in Brasile, dove la lunga siccità rischia di rallentare la crescita della canna da zucchero e ridurre i volumi di materia prima grezza pronta per essere raffinata dagli zuccherifici. Si conferma quindi un quadro incerto per la stagione in corso, che vedrà i prezzi dello zucchero rincarare lungo tutto l'orizzonte previsivo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.02.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	536,7	7,5	16,1	8,8	4,2
Cotone	66,0	-9,9	-7,5	-30,5	-3,6
Cacao	8.675,0	-2,1	-11,7	32,2	-25,7
Zucchero	21,5	-0,5	12,7	-7,3	11,4
Caffè (arabica)	380,5	21,9	50,0	100,2	19,0
Caffè (robusta)	5.429,0	4,9	5,9	77,0	8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: nuovo record per i prezzi dell'Arabica mentre recupera anche il prezzo della Robusta, una tendenza rialzista che può preludere a quel fisiologico storno che ci attendiamo nel corso del 2025.

Il quadro è immutato per il caffè, che vede proseguire la tensione rialzista sui prezzi. La qualità Arabica ha registrato un nuovo massimo storico dagli anni '70, con una dinamica in costante accelerazione che non sembra trovare ostacoli. Tale trend è alimentato, in particolare, dagli acquisti speculativi che traggono vantaggio dalla costante incertezza riguardo all'offerta globale di caffè. Le previsioni meteo per il Brasile, il principale produttore al mondo, ipotizzano una riduzione della resa e dei volumi del prossimo raccolto, dovuta alla persistente siccità nelle principali zone di coltivazione. La CONAB (Companhia Nacional De Abastecimento), l'agenzia governativa del Ministero dell'Agricoltura brasiliano, ha recentemente tagliato le previsioni del raccolto di caffè del 2024 dell'1,1% a 54,2 milioni di sacchi, da una stima di settembre di 54,8 milioni di sacchi. Una previsione legata anche alle recenti statistiche sulla quantità di precipitazioni cadute nello stato di Minas Gerais (l'area responsabile della maggior parte della produzione della qualità Arabica), che ha ricevuto 29,6 mm di pioggia da inizio anno, ovvero solo il 53% della media storica. Le precipitazioni costantemente inferiori alla media per tutta la stagione scorsa stanno danneggiando le piante di caffè durante l'importantissima fase di fioritura e riducendo le prospettive per il raccolto di Arabica del 2025/26. In aggiunta, ancora una volta la forza del real brasiliano gioca a favore della corsa rialzista del caffè: l'apprezzamento della moneta locale è di ostacolo alle vendite, scoraggiando l'esportazione da parte dei produttori brasiliani, che preferiscono attendere prezzi più alti rispetto agli attuali e continuano a fare scorta del prodotto grezzo senza immetterlo sul mercato. Situazione simile anche in Vietnam, come già detto il mese scorso. Il principale produttore di qualità Robusta registra forti ritardi nella consegna dei sacchi di fave di caffè nei porti da parte dei coltivatori, che riducono le spedizioni in attesa di prezzi più alti, in una stagione già contraddistinta da una resa del raccolto inferiore alle aspettative e che vedrà ridursi l'offerta di Robusta vietnamita sul mercato globale. Un quadro incerto che, già nel breve, potrebbe far registrare un calo dei prezzi di entrambe le varietà di caffè, anche se il maggior storno dei prezzi dovrebbe registrarsi nella seconda parte del 2025.

Cacao: dopo i rialzi delle prime settimane del 2025, le notizie dalla Costa d'Avorio frenano la corsa dei prezzi.

La tensione rialzista di queste prime settimane del 2025 sembra sfumare, consentendo ai prezzi del cacao di consolidare comunque su livelli molto alti. I motivi di questa pressione restano legati ai fondamentali di mercato, a cui si somma l'azione della speculazione finanziaria. Negli ultimi due anni, il prezzo del cacao è quadruplicato, passando da 4.000 dollari ai 12.500 dollari alla tonnellata dello scorso dicembre. Una corsa delle quotazioni alimentata dal cambiamento climatico, che ha impattato duramente sulle piantagioni dell'Africa occidentale, l'area che è responsabile del 70% della produzione globale di cacao (Costa d'Avorio e Ghana). Nel suo ultimo bollettino, l'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) aveva rivisto al ribasso i volumi delle scorte globali di questa commodity per la fine della stagione 2023/24, a 1,041 milioni di tonnellate (-36% a/a), in calo soprattutto rispetto alla precedente stima di 1,3 milioni. Questo ha lasciato presagire che anche la stima del deficit globale per la stagione 2023/24, pari a -478.000 tonnellate, possa essere maggiore rispetto a quanto inizialmente previsto. A smorzare la pressione sui prezzi sono state le recenti notizie giunte dalla Costa d'Avorio. Si prevede che le piogge intense attese nelle regioni centrali della Costa d'Avorio possano ridare vigore agli alberi di cacao, colpiti dalla siccità delle ultime settimane, migliorando le condizioni di crescita e la resa del raccolto cosiddetto "intermedio", che va da aprile a settembre. La Costa d'Avorio, il primo produttore al mondo di fave di cacao, si trova alla fine della stagione secca, che va da metà novembre ai primi di marzo; in questo periodo dell'anno le piogge sono già abitualmente scarse ma quest'anno lo sono state in maniera particolare. Gli agricoltori erano preoccupati che il caldo eccessivo potesse ritardare l'inizio della stagione e ora sperano che le precipitazioni superiori alla media degli scorsi giorni, unite a quelle previste per le prossime settimane, possano migliorare le stime sul raccolto. Lo scenario resta quindi supportivo per il cacao e questo ci fa propendere per una previsione di consolidamento al rialzo dei prezzi, nel breve, spostando lo storno fisiologico su fine anno e poi nel 2026.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.02.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	66,0	70,0	71,1	74,5	76,0	76,0
Cacao	8.675,0	10.000	8.625	8.000	7.200	7.200
Zucchero	21,5	21,0	21,0	21,0	22,0	22,0
Caffè (arabica)	380,50	345,9	330,0	320,0	300,0	300,0
Caffè (robusta)	5.429,0	5.250	4.930	4.600	3.950	3.950

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.02.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	66,0	70	73	75	73	76
Cacao	8.675,0	10.000	9.000	8.500	8.825	7.000
Zucchero	21,5	20,0	21,3	22,5	21,7	23,0
Caffè (arabica)	380,50	335	315	300	310	290
Caffè (robusta)	5.429,0	5.250	4.930	4.600	4.820	4.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, 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 28.01.2025.

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'analista citato nel documento è socio AIAF.

Note metodologiche

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi