

Mensile Materie Prime

I toni cauti di Trump sui dazi non riducono l'incertezza

Energia: outlook Neutrale da Positivo, l'incertezza frenerà petrolio e metano

Nonostante Trump abbia evitato, nell'immediato, l'introduzione di dazi, resta alta l'incertezza su tutte le principali materie prime, in particolare sul petrolio, vista la confermata volontà di aumentare la produzione statunitense, con possibili effetti depressivi sui prezzi globali. Un rischio che sta frenando i corsi petroliferi e che ci spinge a un outlook più neutrale. L'erosione delle scorte in Europa, nel pieno della stagione invernale, alimenterà ancora il rincaro del metano.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, favoriti dallo scontro fra USA, Cina e UE

Gli annunci di Trump hanno ampliato l'avversione al rischio di una parte degli investitori e questo ha favorito tutti i Preziosi, in particolare l'oro, complice anche la frenata del dollaro statunitense. Al netto del recente rialzo, il profilo previsivo dell'oro resta improntato a una sostanziale neutralità su livelli alti. Questo per confermare la sensazione di una dinamica rialzista ancora presente ma in rallentamento rispetto all'anno scorso. Le dure parole di Trump sulle politiche ecologiche rischiano di pesare sui Preziosi ad uso maggiormente industriale.

Metalli industriali: outlook Neutrale, resta l'incognita dei dazi alla Cina

Lo scenario di breve resta complicato anche dopo l'insediamento del presidente Trump, anche se i toni meno aggressivi usati nei confronti della Cina hanno smussato i timori di un'imminente guerra commerciale. La tensione rialzista di queste prime settimane, dovuta agli acquisti di forniture preventive volte ad evitare indesiderati aggravii di costo, potrebbe sfumare portando a un consolidamento dei prezzi in vista delle decisioni definitive di Trump sulle tariffe.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, al centro della "guerra commerciale"

Avvio d'anno all'insegna del rincaro per tutti i principali cereali, nonostante la qualità e la quantità dei raccolti nelle principali aree agricole sia risultata soddisfacente. Ai persistenti timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di approvvigionamento si sono aggiunte le incertezze legate alle conseguenze di una possibile "guerra commerciale" fra Stati Uniti, Cina ed Europa, avente come oggetto proprio i prodotti agro-alimentari, che amplificherebbe la tensione sui prezzi. Attese di fisiologico storno per cacao e caffè nel medio periodo.

Soft Commodity:

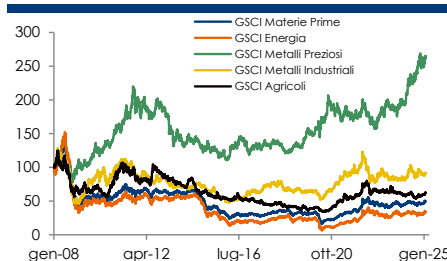
- Cotone:** il WASDE di gennaio rivede ancora al rialzo produzione, consumo e scorte finali.
- Zucchero:** la nuova strategia commerciale in India sta amplificando la volatilità dei prezzi.
- Caffè:** continua la tensione rialzista, senza smentire l'ipotesi di fisiologico storno dei prezzi.
- Cacao:** prosegue la tensione sulle quotazioni anche in queste prime settimane del 2025.

Performance degli indici commodity

	Valore 27.01.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.779,3	3,4	7,8	58,8
GSCI Energia	658,1	3,4	8,7	50,1
GSCI Met. Preziosi	3.040,2	4,1	39,0	65,6
GSCI Met. Industriali	1.682,0	2,2	-7,4	46,2
GSCI Prod. Agricoli	527,3	2,4	-5,7	52,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

28 gennaio 2025 - 14:45 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

28 gennaio 2025 - 14:50 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Gen.	Dic.
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	2,0	0,1
Brent	3,3	-3,1
Gas Naturale	1,8	44,5
Oro	3,7	27,5
Argento	4,0	21,4
Rame	3,7	2,4
Alluminio	2,0	7,0
Zinco	-5,5	11,9
Nickel	1,5	-7,7
Mais	5,1	-2,7
Frumento	-2,9	-12,2
Soia	4,7	-22,8
Cacao	-2,6	178,2
Zucchero	-0,5	-6,4
Caffè	9,2	69,8
Cotone	-1,7	-15,6

Dati al 27.01.2025

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.01.2025 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: petrolio e gas naturale dipendenti dalle decisioni di Trump

Le scelte commerciali che Trump assumerà dopo il suo insediamento, le conseguenze dell'emergenza energetica nazionale in USA e le ricadute delle sanzioni sul petrolio russo restano i temi principali per le commodity. L'atteso insediamento di Trump è finalmente avvenuto,

creando il previsto clima di incertezza e tensioni e contribuendo a complicare ulteriormente lo scenario sulle materie prime in questo inizio di 2025. L'economia mondiale dovrebbe crescere circa in linea con il tasso registrato nel 2024, ma è atteso proseguire ancora per alcuni mesi il rallentamento della dinamica del PIL negli Stati Uniti e in Cina: un quadro che dovrebbe consentire un consolidamento della domanda di materie prime, senza troppe tensioni rialziste. La nuova strategia statunitense sui combustibili fossili, delineata sommariamente da Trump, si aggiunge come elemento di incertezza all'estensione ai primi mesi del 2025 dei tagli volontari dell'OPEC+, rafforzando lo scenario di prezzi sostanzialmente stabili per il petrolio, nell'intervallo fra 65 e 85 dollari (sintesi fra i due contratti WTI e Brent). Le nuove sanzioni statunitensi contro l'industria energetica russa stanno rallentando l'export di greggio verso i due principali consumatori: India e Cina. Le sanzioni alla Russia incidono anche sulle forniture di metano europee, avendo colpito gli operatori Gazprom Neft e Surgutneftegas (attivi anche nelle forniture di gas) nel pieno della stagione invernale e con le riserve in decisa contrazione, a causa dei consumi per riscaldamento dovuti a temperature mediamente più rigide. Immutate le prospettive di consolidamento su livelli elevati per i Preziosi in scia alle politiche monetarie espansive, a cui si sommano l'avversione al rischio e l'incertezza sulle tariffe commerciali. Possibili 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 della «guerra commerciale» fra USA e Cina, lasciano il posto ai timori per le tariffe annunciate da Trump verso Canada, Messico e Cina. Scenario confermato anche per gli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico nelle aree cerealicole più produttive sosterrà il prezzo delle granaglie nei prossimi mesi. La speculazione inciderà invece ancora sui coloniali, anche se ci attendiamo un fisiologico rallentamento dei prezzi.

Dazi: l'Amministrazione Trump resta decisa a correggere il passivo commerciale statunitense tramite l'imposizione di tariffe sulle importazioni. Nonostante Trump abbia evitato l'introduzione immediata di dazi, rimandando ogni decisione a un preliminare approfondimento affidato alle agenzie federali competenti in materia di commercio, è aumentata l'incertezza su tutte le principali materie prime. La riproposizione del medesimo schema già utilizzato nel 2018-19, ovvero affidare alle agenzie governative l'analisi degli equilibri di mercato esistenti prima di apportare dei correttivi tariffari, ha immediatamente impattato sul dollaro, che ha ridotto la propria forza contro tutte le principali valute mondiali. L'avvio del secondo mandato presidenziale di Trump apre ufficialmente una fase di attesa costellata da molti dubbi: questa incertezza alimenta la cautela sui mercati. In questa prima fase, il neo-presidente ha espresso alcune intenzioni, talune in linea e altre parzialmente rimodulate rispetto alle dichiarazioni della campagna elettorale.

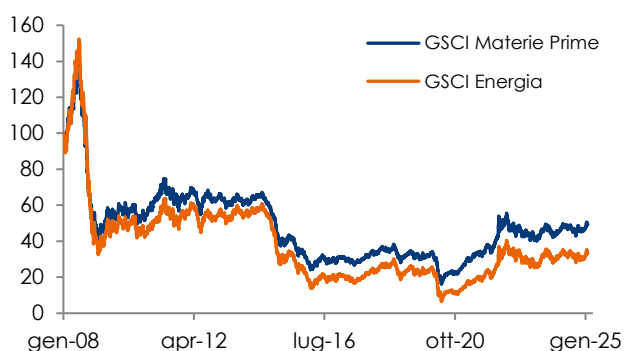
Trump, in queste prime esternazioni, vorrebbe:

- introdurre tariffe fino al 25% sull'import da Canada e Messico, entro il 1° febbraio;
- introdurre tariffe fino al 10% sulle importazioni dalla Cina, nelle prossime settimane;
- ritirare gli Stati Uniti dall'accordo di Parigi, minacciando il disimpegno dalla lotta al cambiamento climatico;
- revocare i divieti di locazione per petrolio e gas offshore, che bloccavano le trivellazioni nella maggior parte delle acque costiere degli Stati Uniti;
- interrompere gli acquisti di petrolio dal Venezuela;
- promuovere lo sviluppo dell'estrazione di petrolio, gas naturale e minerali strategici in Alaska;
- ripristinare rapidamente le scorte strategiche di greggio, al minimo dagli anni '80;

- riportare il Canale di Panama sotto il controllo statunitense.

Il presidente Trump ha rinviato l'imposizione di tariffe sull'import cinese, mentre il suo Governo è già al lavoro per riesaminare l'accordo commerciale stipulato durante il suo 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. Una strategia che potrebbe risultare complicata da realizzare: la Cina ha infatti da tempo diversificato le importazioni, in parte proprio come risposta al precedente scontro con gli Stati Uniti. In aggiunta, l'economia cinese è in rallentamento e questo lascia a Pechino molto meno spazio di manovra quando si tratta di aprire il suo mercato e stipulare nuovi accordi commerciali.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Perf. (%)	Var. (%)	Var. (%)
	27.01.25	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.779,3	3,4	7,8	58,8
GSCI Energia	658,1	3,4	8,7	50,1
WTI (\$)	73,2	2,0	-8,2	36,8
Brent (\$)	77,1	3,3	-11,1	29,5
Gas Naturale (\$)	3,7	1,8	18,9	91,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

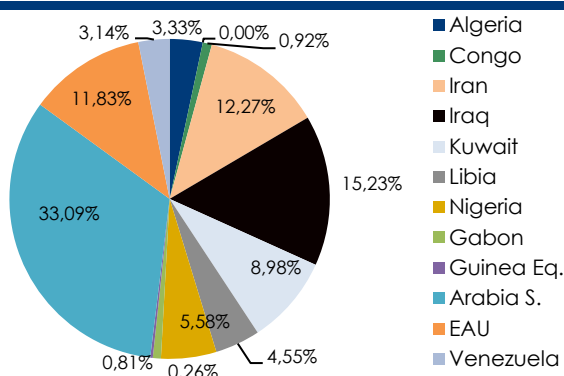
Trump: le conseguenze della dichiarazione di "emergenza energetica nazionale". In campagna elettorale Trump ha dichiarato di voler aumentare la produzione energetica nazionale, anche attraverso procedure speciali o misure emergenziali. Nel suo discorso di insediamento ha riconfermato questo proposito, utilizzando l'enfatica formula della "dichiarazione di emergenza energetica nazionale". Se da un lato questo potrebbe indurre a pensare che un eccessivo aumento dell'offerta di greggio americano finisca per deprimere i prezzi, dall'altro è invece molto più probabile che si tratti di una strategia diretta a forzare l'acquisto di combustibili fossili "made in USA" (petrolio e metano) da parte di quei paesi che rischiano, a causa del loro surplus commerciale verso gli Stati Uniti, di venire investiti dai dazi minacciati da Trump: ci riferiamo alla Corea del Sud, a Taiwan, al Vietnam ma anche alla stessa Unione Europea. Una situazione che resta comunque incerta e nasconde molte insidie: un impatto negativo sui prezzi globali, anche sfumato, finirebbe infatti per penalizzare la stessa industria energetica statunitense. In particolare, l'estrazione di "shale oil" è caratterizzata da 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 in tal senso, per non generare effetti che, alla lunga, possano rivelarsi penalizzanti per il comparto energetico statunitense. molta attenzione si concentra anche 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. Quest'ultimo si troverebbe infatti a vendere allo Stato federale senza passare dal mercato, finendo così per incidere in maniera più sfumata sui prezzi globali: una strada teoricamente percorribile ma comunque complicata. Un altro elemento stabilizzante potrebbe essere l'acquisizione di quote di mercato a scapito di altri produttori. Se l'aumento della produzione di petrolio e metano immessa sul mercato globale andasse a colmare quote di domanda lasciate vacanti (forzatamente) da altri paesi, l'effetto depressivo sulle quotazioni sarebbe infatti minore, se non addirittura annullato. In tal senso, non vanno sottovalutate le dichiarazioni di Trump volte ad anticipare uno stop alle forniture dal Venezuela e un inasprimento delle sanzioni verso Russia ed Iran.

L'OPEC+ rispetta i tagli produttivi e attende di valutare le scelte di Trump. Nel mese di dicembre (fonte Reuters) la produzione di petrolio dell'OPEC è calata di 50.000 barili al giorno, per un ammontare giornaliero 26,46 milioni di barili. Una contrazione imputabile alle operazioni di manutenzione effettuate negli Emirati Arabi Uniti (-90.000 barili al giorno, per una quota complessiva di 2,85 milioni di barili) e alla situazione in cui versa l'Iran. I due cali hanno compensato gli aumenti produttivi verificatisi in altri paesi, in primis la Nigeria. Anche la produzione libica è aumentata di 50.000 barili al giorno, dopo la risoluzione della disputa sul controllo della banca centrale fra le due "anime" del governo libico, che aveva portato all'interruzione della produzione. La Libia resta ancora esentata dagli accordi OPEC+ di limitazione dell'offerta. Il modesto calo della produzione OPEC+ è avvenuto nel mese (dicembre), in cui l'organizzazione ha siglato un nuovo accordo che rinvia di altri tre mesi l'aumento dell'offerta da immettere sul mercato (erano previsti +180.000 barili dal 1° gennaio 2025): una scelta dettata dalla frenata dei prezzi del greggio e dai dubbi sulla futura domanda globale di energia. Il piano per riportare gradualmente sul mercato i circa 2,2 milioni di barili al giorno di tagli volontari (non vincolanti ma evidentemente rispettati), effettuati da solo otto membri dell'alleanza OPEC+ (Algeria, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Oman, Russia, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti), è stato quindi posticipato al 1° aprile 2025. Cambia anche la dinamica degli aumenti programmati, che saranno più gradualmente e dilatati nel tempo, terminando ora a settembre del 2026 e non più a gennaio dello stesso anno. L'OPEC+ continua a tenere una discreta porzione della propria produzione di petrolio fuori dal mercato: ciò amplia ulteriormente la perdita di quote commerciali a favore di Stati Uniti, Canada e Brasile. Ed è proprio su questa dinamica che potrebbe innestarsi la strategia di Trump di aumento dell'offerta petrolifera statunitense, con l'obiettivo di guadagnare ulteriori fette di mercato a scapito di altri produttori, senza deprimere i prezzi del greggio. Una prospettiva complicata ma che, con l'utilizzo di sanzioni e irrigidendo gli embarghi già esistenti, potrebbe risultare attuabile ed efficace. Nonostante le iniziali cautele usate dal Presidente, se si concretizzerà la temuta guerra commerciale con la Cina i prezzi del petrolio rischieranno comunque di scendere a causa del rallentamento economico e l'OPEC+ potrebbe dover limitare ulteriormente l'offerta. 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 però 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. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di gennaio, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha ridotto la stima del consumo per il 2024 di 100.000 barili (+1,5 milioni di barili al giorno, dai +1,6 di dicembre). In aggregato, la domanda per l'anno appena trascorso dovrebbe attestarsi a 103,7 milioni di barili al giorno (mb/g), contro i 103,8 milioni di dicembre. Per il 2025: +1,4 milioni di barili al giorno (confermati) a 105,2 mb/g, contro i 105,3 milioni di dicembre. Prima stima per l'anno 2026: il consumo è visto salire di 1,4 milioni di barili per un ammontare complessivo di 106,6 milioni, massimo storico per la domanda globale di petrolio. L'offerta dei produttori non-DoC (la Declaration of Cooperation, DoC, è l'insieme dei produttori OPEC più altri esterni al cartello ma strategicamente alleati) dovrebbe aumentare a 54,3 mb/g nel 2025, da 54,2 mb/g stimati il mese scorso (+0,1 mb/g a/a), e a 55,4 mb/g nel 2026 (prima stima, circa +1,2 mb/g a/a). Si prevede invece che la "call on DoC", ovvero la quantità di greggio che il cartello e i suoi alleati dovrebbero rendere disponibile per avere mercati in equilibrio, si attesterà a 42,5 mb/g nel 2025 (+0,3 mb/g a/a, ma in calo dai 42,6 mb/g stimati il mese scorso) mentre nel 2026 sarà di 42,7 mb/g (prima stima, circa +0,2 mb/g a/a). L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di gennaio (**OMR**), ha rivisto al rialzo la crescita della domanda di petrolio per il 2024: 940.000 barili al giorno (da 840.000) per un ammontare di 102,9 milioni (in rialzo). Per il 2025, marginale ribasso della crescita dei consumi: +1,05 milioni di barili al giorno (dai +1,1 milioni precedenti), per un totale all'incirca stabile di 103,8 milioni. L'IEA non ha fornito stime per il 2026. Nonostante i consumi più elevati del previsto quest'inverno e i numerosi rischi che gravano sulle

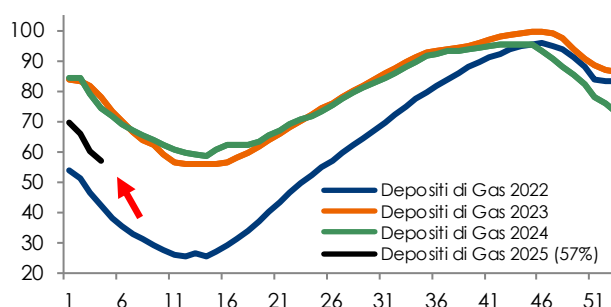
forniture russe e iraniane, l'IEA mantiene una visione ottimistica del mercato globale, che dovrebbe rimanere ben fornito. Infatti, nonostante la diminuzione dell'offerta di petrolio, legata alla minor estrazione per problemi metereologici, alle sanzioni o ad altri eventi non prevedibili, l'utilizzo delle scorte di petrolio consentirà di sopperire rapidamente ai picchi di richiesta inattesi. Inoltre, l'IEA prevede che i produttori non-OPEC+ possano immettere almeno 1,5 milioni di barili al giorno di extra-offerta nel 2025, la stessa quantità aggiuntiva registrata nel 2024, grazie all'apporto di Stati Uniti, Brasile, Guyana, Canada e Argentina. I membri dell'OPEC+ hanno invece prolungato i tagli volontari alla produzione, come già richiamato, ma solo fino al 31 marzo 2025: questo lascia aperta la possibilità di un ulteriore incremento nel corso dell'anno. Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di gennaio, 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 di petrolio per il 2024 cala marginalmente a 102,77 milioni di barili giornalieri (da 102,90 milioni). Contrazione minimale anche per quella relativa al 2025, a 104,10 milioni (da circa 104,20 milioni). Prima stima dei consumi per il 2026 a 105,15 milioni di barili. L'offerta non-OPEC è attesa a 70,4 milioni di barili nel 2024 (al ribasso da 70,5 milioni del mese precedente), 71,7 milioni di barili nel 2025 (al ribasso da 71,9 milioni del mese precedente) e 72,7 milioni di barili nel 2026 (prima stima). L'offerta OPEC è stimata a 32,2 milioni di barili nel 2024, 32,6 milioni di barili nel 2025 e 33,1 milioni di barili nel 2026 (prima stima). L'EIA prevede che, dopo un deficit di 0,2 milioni di barili giornalieri nel 2024 (rivisto rispetto alla stima pubblicata di dicembre, che prevedeva un deficit più ampio di 0,6 milioni), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,3 milioni di barili giornalieri nel 2025 (rivisto al rialzo rispetto al surplus di 0,2 milioni del mese precedente), seguito da un avanzo di 0,7 milioni di barili giornalieri nel 2026 (prima stima).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.12.2024

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



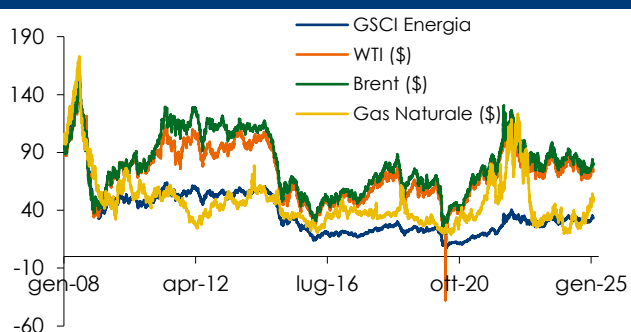
Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 26.01.2025

Le nuove sanzioni verso la Russia e lo stop ai flussi di gas dall'Ucraina manterranno alto il prezzo del gas europeo nel 2025.

Il TTF - il principale contratto finanziario sul gas europeo, quotato alla borsa di Amsterdam - prosegue la sua corsa rialzista in queste prime settimane del 2025. I prezzi resteranno medio-alti almeno fino alla fine dell'anno termico (marzo 2025) a causa delle nuove sanzioni alla Russia e del mancato rinnovo dell'accordo per il transito del gas russo attraverso il metanodotto ucraino, scaduto a fine dicembre. Le nuove sanzioni statunitensi contro l'industria energetica russa hanno incluso anche due impianti di gas naturale liquefatto sulla costa del Mar Baltico (Portovaya e Vysotsk) che, solo lo scorso anno, hanno lavorato circa il 7% delle esportazioni di GNL; fortunatamente, l'impianto più grande che rifornisce l'Europa, lo Yamal LNG, non è stato sanzionato. Anche l'attacco ucraino (con droni), avvenuto nelle scorse settimane, alla stazione di compressione russa a Russkaya (nella regione di Krasnodar), che fornisce gas all'Europa tramite il gasdotto Turkstream, non ha provocato un'interruzione dei flussi e ha mantenuto stabili le forniture. In aggiunta, le previsioni meteo indicano un ulteriore calo delle temperature in Europa nelle prossime settimane, ampliando i timori di extra-consumi per

riscaldamento ed elettricità, nel pieno della stagione invernale. Per tale motivo, si rafforzano i timori legati a una stagione invernale più fredda delle ultime due e che ha già registrato picchi di consumi e conseguente ricorso alle scorte per fronteggiare l'imprevista richiesta di metano per il riscaldamento degli ambienti. Se all'inizio dell'attuale anno termico le scorte di metano europee sfioravano il 98% della capienza massima disponibile, le temperature inferiori alla media invernale degli ultimi due mesi hanno fatto scendere le riserve sotto il 59% (dati al 21.01.2025); lo scorso inverno, all'incirca in questo stesso periodo, le riserve europee ammontavano a oltre il 70%. La decisa erosione delle scorte ha portato il Governo tedesco a valutare il varo di un piano di sovvenzioni per forzare le aziende a rifornire i serbatoi di gas delle quote previste già quest'estate, a dispetto dei prezzi più o meno favorevoli presenti in quel momento, al fine di garantire le forniture per il sistema energetico nazionale. Anche la Commissione Europea proporrà agli stati membri dell'Unione di prolungare fino al 2027 l'attuale sistema di vincolo di ripristino delle riserve di gas, in scadenza a fine 2025. La procedura vigente prevede che i principali operatori del settore (e quindi gli stati membri) siano obbligati a raggiungere il 90% della capienza dei serbatoi entro il mese di novembre, prima della stagione invernale. Entrambe le questioni rappresentano un preoccupante segnale di quanto sia a rischio l'equilibrio degli approvvigionamenti europei e di quanto questa incertezza preme al rialzo sui prezzi del metano. Nel 1° semestre di quest'anno i prezzi del gas potrebbero tornare in un intervallo di 30-45 euro, se la domanda e i flussi di gas dalla Russia restassero stabili e se l'atteso incremento degli approvvigionamenti di gas liquefatto non subisse ulteriori ritardi. Viceversa, in caso di maggiori incertezze, il prezzo del TTF (il benchmark europeo) potrebbe stazionare mediamente anche oltre i 50 euro per Megawattora. I probabili bassi livelli degli stoccaggi al termine dell'anno termico (marzo 2025) potrebbero generare una forte tensione rialzista sui prezzi quando inizierà il fisiologico rifornimento dei depositi, durante la stagione più calda.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	658,1	12,2	5,9	7,0	3,4
WTI (\$)	73,2	8,6	-5,2	-6,2	2,0
Brent (\$)	77,1	7,9	-5,0	-7,7	3,3
Gas Naturale (\$)	3,7	60,1	84,3	36,3	1,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Positivo: l'aumento della produzione americana rischia di deprimere i prezzi globali, in vista anche del ritorno dell'offerta OPEC+, quando scadranno a fine marzo i tagli volontari; i timori sulle forniture potrebbero premere al rialzo sul gas europeo fino alla fine dell'anno termico. Nonostante Trump abbia evitato, nell'immediato, l'introduzione di dazi, rimandando ogni decisione dopo gli approfondimenti tecnici sulle dinamiche commerciali, resta alta l'incertezza su tutte le principali materie prime. La confermata volontà di aumentare la produzione di energia domestica, volta a raggiungere una ideale sicurezza energetica, nasconde ovviamente l'intento di vendere o di usare i combustibili prodotti (metano e petrolio) come merce di scambio nelle trattative coi tanti paesi oggetto di sfida sul fronte commerciale. Quello che appare ancora incerto è come ottenere questo risultato senza provocare effetti depressivi sui ricavi dell'industria domestica, in caso di calo dei prezzi globali. Trump prosegue il suo pressing sui produttori OPEC+ affinché abbassino il costo del greggio e aumentino la produzione, in vista dell'incontro dei Ministri dell'energia, il JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee), in agenda il 3 febbraio. 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, utilizzando la minaccia di ulteriori sanzioni - proprio sul petrolio - come arma di trattativa. Restando immutata l'incertezza circa le possibili ripercussioni sia sulla crescita globale che sulla domanda di energia, in caso di nuovi dazi verso Cina ed Europa e di sanzioni ancor più stringenti alla Russia, abbiamo rivisto il nostro outlook a Neutrale da Positivo e mantenuto prezzi del petrolio sostanzialmente stabili su livelli alti. Riconfermiamo invece la prospettiva di disallineamento di prezzo fra i due benchmark petroliferi, con il Brent maggiormente esposto alle tensioni geopolitiche e alla scarsità di offerta (in caso di ulteriori restrizioni a danno di Russia, Iran e Venezuela) e il WTI ancorato invece alla produzione domestica degli Stati Uniti e, quindi, più legato alle scelte di Trump. Sul fronte del gas, la rapida erosione delle scorte in Europa nel pieno della stagione invernale 2024-25 sta alimentando il rincaro del metano. Ai timori legati agli impatti del mancato rinnovo dell'accordo per il passaggio del gas russo attraverso l'Ucraina, scaduto a dicembre, si sono sommati i maggiori consumi termici dovuti a temperature mediamente più rigide. Una situazione che rischia di prolungarsi per tutta la restante parte dell'anno termico, mantenendo sotto pressione il sistema europeo degli approvvigionamenti quando i serbatoi andranno nuovamente riforniti (estate) e alto il prezzo del gas.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.01.25	2025	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	73,2	70,0	71,0	70,3	67,0	67,0
Brent (\$)	77,1	75,0	75,0	73,5	71,0	71,0
Gas Naturale (\$)	3,7	3,2	3,0	3,3	3,8	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

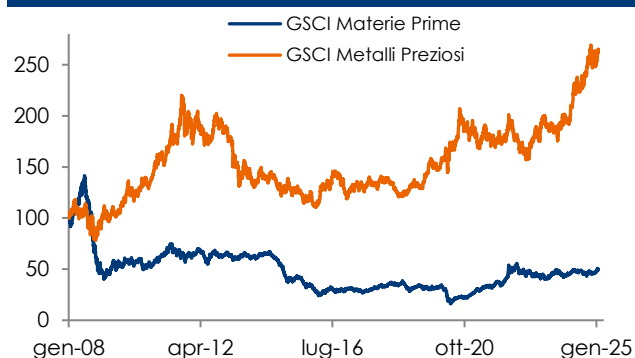
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.01.25	2025	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	73,2	73,0	72,0	72,0	72,0	71,0
Brent (\$)	77,1	79,0	78,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	3,7	3,5	3,2	3,5	3,5	4,0
ITF (€/MWh)	48,2	44,0	36,0	31,0	36,0	29,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: spinti da Trump e dalla frenata del dollaro USA

L'incertezza che circonda le politiche tariffarie di Trump ha rafforzato l'attrattiva dell'oro e di altri Metalli Preziosi come beni rifugio, rafforzando il nostro scenario di consolidamento nel 2025. Non cambia il nostro scenario centrale che indica un consolidamento dei Preziosi (in particolare dell'oro) nel 2025. I dazi moderati annunciati da Trump hanno attenuato i timori sui possibili impatti negativi per l'economia globale, indebolendo l'attrattiva del dollaro come bene rifugio, anche se le imminenti minacce tariffarie dell'Unione Europea potrebbero aumentare la volatilità. Questa prudente strategia tariffaria sembra smussare le preoccupazioni sulle possibili pressioni inflazionistiche in un difficile equilibrio fra il minor surriscaldamento dei prezzi e l'auspicato impulso alla crescita. Una situazione che sembrerebbe lasciare alla Federal Reserve un maggior spazio di manovra per, prudentemente, abbassare comunque i tassi di interesse, scongiurando la temuta inversione rialzista, qualora si fosse verificata una nuova ondata inflattiva. La prospettiva di un complicato bilanciamento tra politiche tariffarie e risposte monetarie continua a influenzare i mercati valutari e quelli delle materie prime. Uno scenario che, come prima conseguenza, potrebbe avere quella di indebolire ulteriormente il biglietto verde, avvantaggiando i Metalli Preziosi come asset difensivo sostitutivo. Un quadro che però ci fa confermare il nostro outlook Neutrale per il 2025. In particolare, pensiamo che i metalli con usi più industriali difficilmente potranno recuperare strutturalmente nel breve. La frenata di tutte le politiche ecologiche registrata nel 2024 rischia di aggravarsi nel 2025, visto il disimpegno annunciato da Trump rispetto agli accordi internazionali di contrasto al 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, causata dall'ampio deficit di investimenti (estrattivi, siderurgici, commerciali) a fronte di una domanda comunque destinata a salire.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Perf. (%)	Var. %	Var. %
	27.01.25	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.779,3	3,4	7,8	58,8
GSCI Met. preziosi	3.040,2	4,1	39,0	65,6
Oro (\$)	2.733,7	3,7	41,8	74,1
Argento (\$)	30,0	4,0	27,1	71,7
Platino (\$)	947,4	4,3	-6,7	-4,3
Palladio (\$)	962,2	5,3	-40,7	-57,9

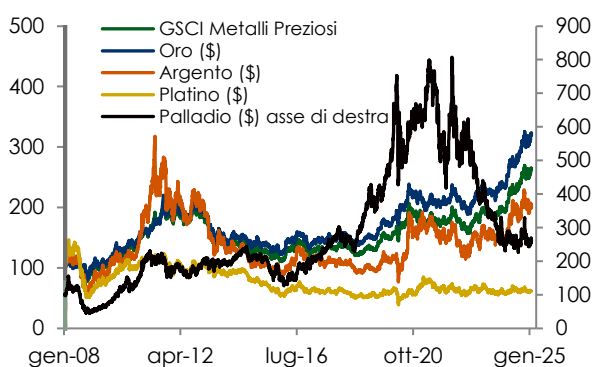
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dinamica di fondo improntata al consolidamento, per tutti i Preziosi nel 2025, con l'oro che potrebbe segnare nuovi massimi temporanei, in scia all'incertezza portata da Trump sui mercati.

L'incertezza che circonda le politiche tariffarie di Trump ha rafforzato l'appeal dell'oro e degli altri Metalli Preziosi come beni rifugio. La strategia delineata in campagna elettorale potrebbe favorire la crescita economica nel breve termine; le nostre previsioni continuano a ipotizzare un'attuazione moderata dell'agenda di Trump, con effetti positivi solo limitati. Le politiche di deregulation potrebbero attenuare parte delle spinte inflazionistiche derivanti dall'approccio protezionista, ma il rischio di un irrigidimento del mercato del lavoro e di un aumento del debito federale resta significativo, alimentando l'avversione al rischio del mercato. I prezzi dell'oro esprimono una dinamica rialzista, frutto della domanda di asset difensivi degli investitori, preoccupati dalle conseguenze delle decisioni di Trump sul commercio e dal loro potenziale impatto inflazionistico. Incertezza che alimenta la cautela della Fed, rendendo incerte le prossime mosse di politica monetaria, nonostante la prudenza usata da Trump nelle sue prime dichiarazioni. L'oro ha aperto l'anno nuovo in rialzo, tornando sui livelli di novembre, quando da subito apparve chiaro l'esito delle Presidenziali americane. In aggiunta, la frenata del biglietto verde avvantaggia l'oro che potrebbe continuare a sottrarre spazio alla valuta statunitense nei portafogli difensivi degli investitori. 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 minore l'avversione al rischio degli investitori e traendone meno beneficio a livello di rialzo dei prezzi. L'argento probabilmente avrà i medesimi spazi di crescita del metallo giallo, limitandosi però a consolidare fra i 30 e i 33 dollari l'oncia nel 2025. Deboli le performance di **platino** e **palladio**: a causa dell'evidente crisi del comparto automobilistico ed elettrico, il settore che maggiormente utilizza questi metalli. Uno scenario di debolezza che temiamo possa aggravarsi nella prima parte di quest'anno specie dopo le affermazioni di Trump sulle prossime scelte in tema di cambiamento climatico degli Stati Uniti. Nel breve manteniamo una visione di marginale consolidamento per entrambi i metalli, confermando l'intensificarsi delle pressioni rialziste nel 2026, a patto che si concretizzino i nuovi investimenti in infrastrutture legati alla transizione energetica, intensificando la domanda all'interno di un mercato fisico dall'offerta fortemente ridotta.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.040,2	-1,4	13,9	34,6	4,1
Oro (\$)	2.733,7	-0,4	14,5	35,4	3,7
Argento (\$)	30,0	-11,1	7,4	31,6	4,0
Platino (\$)	947,4	-8,8	-0,4	1,8	4,3
Palladio (\$)	962,2	-21,2	6,4	-1,8	5,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: l'incertezza portata da Trump ha leggermente alzato la pressione sull'oro ma questo non cambia la prospettiva di consolidamento dei Preziosi per quest'anno.

Si conferma la correlazione delle dinamiche di oro e argento anche in questo inizio di 2025. L'incertezza introdotta da Trump ha ampliato l'avversione al rischio di una parte degli investitori e questo ha favorito in particolare l'oro, complice anche la frenata del dollaro statunitense. Nonostante la cautela della Fed circa il percorso futuro di ribasso dei tassi americani, la prudenza con cui si è espresso Trump sembra smussare i timori inflattivi e tiene viva la prospettiva di un calo del costo del denaro statunitense (probabilmente più contenuto) e questo potrebbe ulteriormente ridurre l'appel del biglietto verde rispetto a quello dell'oro. Di fondo resta valida la prospettiva che una parte dei flussi di investimento difensivi non venga comunque intercettata dai Preziosi, col risultato di rallentare la dinamica rialzista e favorirne invece il consolidamento. Per tali motivi, al netto della recente pressione rialzista, il profilo previsivo dell'oro resta improntato a una sostanziale neutralità, pur sempre su livelli alti. Questo per confermare la nostra sensazione di una dinamica rialzista ancora presente ma in deciso rallentamento rispetto all'anno appena conclusosi. Di conseguenza, la media delle previsioni sui prossimi trimestri, pur se ancora robusta, risulta inferiore rispetto a quella ipotizzata qualche mese fa, risentendo del rallentamento del comparto e confermando il nostro outlook Neutrale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.01.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.733,7	2.687,5	2.749,8	2.747,5	2.607,5	2.607,5
Argento (\$)	30,0	32,0	32,3	33,1	33,0	33,0
Platino (\$)	947,4	1.000,0	1.045,0	1.060,0	1.130,0	1.130,0
Palladio (\$)	962,2	1.000,0	1.060,0	1.050,0	1.050,0	1.050,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.01.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.733,7	2.600	2.550	2.500	2.550	2.600
Argento (\$)	30,0	32,0	31,0	31,0	31,5	33,0
Platino (\$)	947,4	1.000	1.050	1.100	1.075	1.200
Palladio (\$)	962,2	1.020	1.070	1.070	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: l'incertezza sui dazi rende complicato lo scenario

L'incertezza è l'elemento principale che domina i Metalli Industriali; il calo dei consumi e i timori sulle nuove tariffe che Trump potrebbe imporre complicano lo scenario di breve. Nel lungo periodo: scarsi investimenti e offerta limitata restano i fattori alla base del cauto ottimismo.

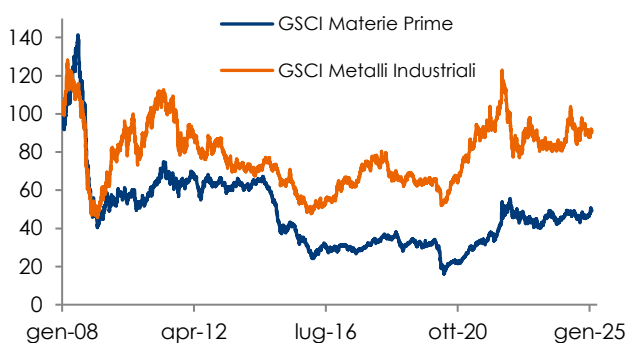
L'incertezza domina queste prime settimane del 2025. Allo scenario macroeconomico debole, in Cina e Stati Uniti si sommano i dubbi sulle decisioni che prenderà realmente Trump in materia di tariffe commerciali. I mercati finanziari attendono i dettagli dopo che Trump ha dichiarato che avrebbe potuto imporre una tariffa del 10% sulle importazioni dalla Cina dal 1° febbraio ma che la sua preferenza sarebbe quella di trovare un maggior accordo commerciale fra le due economie. Questo lo stesso giorno in cui aveva precedentemente affermato che su Messico e Canada avrebbe imposto una tariffa di circa il 25% su tutti i prodotti importati. I dati commerciali di questa prima parte dell'anno mostrano che le aziende statunitensi hanno già fatto scorta di beni dalla Cina, per paura che potessero diventare più costosi a causa dei dazi varati dalla nuova Amministrazione americana. Anche il comparto dei Metalli Industriali ha mostrato questa dinamica, con i principali operatori che hanno anticipato gli acquisti di metalli grezzi e semilavorati proprio per rimpinguare i magazzini e anticipare eventuali rincari indesiderati. Il risultato è stata una discreta performance positiva di tutti i contratti finanziari sui metalli dall'inizio del 2025. Lo scenario di breve si fa quindi decisamente più incerto e complicato, mentre non cambiano gli elementi che caratterizzano quello di medio-lungo periodo. I modesti livelli delle scorte e la strutturale carenza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri) restano gli elementi principali su cui si basa il nostro scenario di cauto ottimismo sul futuro rialzo delle quotazioni dei metalli. Difficilmente, anche in caso di forte debolezza, i prezzi scenderanno a infrangere, nel 2025, i minimi registrati nel 2024. Il calo del costo del denaro, iniziato in tutte le grandi economie, appare ancora decisamente insufficiente per stimolare nuovi investimenti e ridare slancio al comparto minerario. 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, appare dominante, complicando ancor di più lo scenario. Sullo sfondo resta il marginale miglioramento del sentiment in Cina, il principale trasformatore e consumatore di metalli, in un'ottica però di grande incertezza visto il possibile incombere di una nuova guerra commerciale con gli Stati Uniti.

Cina: la guerra commerciale minacciata da Trump ha assunto toni più sfumati dopo le recenti dichiarazioni del neopresidente.

Non cambia il concetto di fondo che vede lo scenario futuro dei metalli industriali restare legato alle sorti della Cina, non solo per la domanda di metalli che sarà in grado di esprimere il suo ciclo economico ma soprattutto rispetto all'effettivo impatto che avranno le possibili tariffazioni che il nuovo Governo americano minaccia di introdurre. Partendo dalla prima questione, il PIL cinese è salito del 5,4% a/a nel 4° trimestre, in netta accelerazione rispetto al 4,6% a/a nel 3° trimestre e ben al di sopra delle attese, portando la crescita annua per il 2024 al 5%, esattamente in linea con il target fissato dal Governo. L'accelerazione è risultata diffusa a tutti i settori, in particolare ai servizi (da 4,8% a/a nel 3° trimestre a 5,8% a/a nel 4° trimestre), sostenuti dal recupero dei consumi e dall'export. I dati mensili relativi al mese di dicembre hanno confermato che il miglioramento dell'attività economica è proseguito anche sul finale d'anno. Il netto rimbalzo della produzione industriale appare trainato dalle esportazioni, spinte soprattutto dagli acquisti preventivi dei clienti stranieri, preoccupati di eventuali rincari dei prodotti come conseguenza dell'introduzione di nuovi dazi. Le vendite al dettaglio domestiche, in miglioramento, restano supportate dai programmi di sostegno ai consumi. Gli investimenti fissi si sono stabilizzati e sono stati accompagnati da alcuni (pochi) segnali positivi sul mercato immobiliare. L'ampliamento del programma di permuta dei beni di consumo e investimento, volto a stimolare il rinnovo di tutta una serie di prodotti e strumenti di uso quotidiano per le famiglie cinesi, dovrebbe continuare a supportare gli acquisti almeno per tutta la prima parte dell'anno. L'allentamento monetario e fiscale dovrebbe garantire un quadro creditizio favorevole, alimentando la prosecuzione della ripresa nei prossimi mesi. Tutti elementi che dovrebbero mitigare l'effetto negativo che il Governo cinese si attende sulle esportazioni, nel corso dell'anno, ovviamente come conseguenza della possibile guerra commerciale minacciata da Trump. E proprio questo il secondo elemento del quadro cinese: Pechino è pronta a difendere i propri interessi contro la minaccia dei dazi, ma non esclude il dialogo con il nuovo presidente

americano, confermando che un eventuale scontro fra le due potenze rischierebbe di danneggiare entrambe. Questa è nel concreto la vera novità emersa dopo l'insediamento alla Casa Bianca. Trump, pur minacciando l'imposizione di 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 un dialogo e una nuova fase di accordi commerciali con Pechino, relegando lo strumento delle tariffe ad ultima scelta in caso di fallimento. Proprio questa inaspettata svolta, nelle rispettive posizioni, ha alimentato un cauto ottimismo e consentito ai prezzi dei Metalli di restare su buoni livelli in queste prime sedute del 2025.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

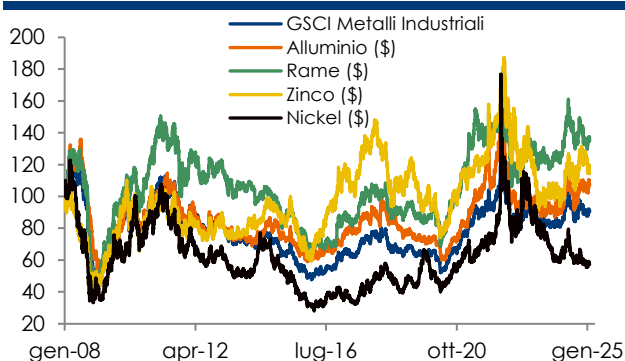
	Valore 27.01.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.779,3	3,4	7,8	58,8
GSCI Industriali	1.682,0	2,2	-7,4	46,2
Rame (\$)	9.095,0	3,7	-1,8	59,5
Alluminio (\$)	2.602,5	2,0	-0,9	48,5
Zinco (\$)	2.791,2	-5,5	-18,8	23,9
Nickel (\$)	15.560,0	1,5	-46,2	24,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro sui Metalli Industriali. Rame: l'incertezza sulla domanda futura resta mentre calano i timori sul commercio, dopo i toni cauti usati da Trump e da Pechino. I prezzi del rame registrano una buona performance in questo inizio di 2025, al massimo da più di due mesi, poiché gli investitori sono diventati più ottimisti dopo i commenti del presidente degli Stati Uniti su un possibile accordo con il più grande consumatore di metalli al mondo. Trump ha affermato che preferirebbe non dover imporre tariffe penalizzanti e che un accordo commerciale con la seconda economia mondiale è possibile e anzi auspicabile. Molto resterà legato alle risposte che arriveranno dal ciclo in Cina, dopo gli stimoli fiscali e monetari che verranno implementati quest'anno. Il sistema cinese sarà ancora responsabile di circa il 56% del consumo globale di rame, ovvero circa 15 milioni di tonnellate, sostenendo le quotazioni del metallo rosso. **Alluminio: se pare attenuarsi il rischio di guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti, restano invece forti le tensioni con Mosca.** Se i toni, inaspettatamente prudenti, usati da Trump verso la Cina hanno smussato i timori legati al primo dei due elementi che gravano sull'alluminio, la durezza usata nei confronti della Russia mantiene alta la tensione. L'alluminio potrebbe rivelarsi più volatile rispetto al rame proprio per il duplice legame con questi due elementi, risentendo in modo diretto dell'aumento delle tensioni geopolitiche con la Russia, uno dei più importanti produttori al mondo di alluminio. Di conseguenza, peggioramenti o distensioni del conflitto in corso in Ucraina si rifletteranno probabilmente in maniera diretta sulle quotazioni, da cui ci attendiamo soltanto un consolidamento dei livelli, almeno in questa prima parte dell'anno. **Zinco: l'attesa per le reali mosse commerciali degli Stati Uniti amplia l'incertezza.** I prezzi dello zinco resteranno sotto pressione nel 2025, a causa della persistente incertezza relativa alla domanda in Cina. Le problematiche del comparto edilizio cinese, il maggiore consumatore globale di zinco, restano pressoché immutate, nonostante le misure di stimolo di Pechino. I toni moderati usati da Trump verso la Cina hanno invece ridotto le preoccupazioni commerciali mentre il tema della Groenlandia, che Trump afferma di volere a tutti i costi, rappresenta una priorità geostrategica per gli Stati Uniti. Oltre alle terre rare, al gas, al petrolio e all'uranio, sarebbe ricca anche di zinco, uno dei metalli che insieme al nickel è oggetto di moltissime sperimentazioni legate alla tecnologia alternativa al litio (più costoso e raro) per le batterie per i motori elettrici. Un inizio d'anno carico di incertezze, cui l'iniziale pressione rialzista registrata porterà, nelle nostre previsioni, a un rialzo delle quotazioni. **Nickel: resta legato alle scelte strategiche dell'Indonesia nel corso del 2025.** L'Indonesia, dopo aver collaborato con successo con la Cina per abbassare

il prezzo del nickel e costringere i concorrenti a uscire dal settore, di fatto scalzando la Russia come leader del comparto, sta ora lavorando a un piano inverso volto a spingere al rialzo il prezzo dell'acciaio inossidabile e del nickel grezzo, fondamentale per l'assemblaggio delle batterie. I profondi tagli ai volumi di estrazione mineraria, ipotizzati dal Governo indonesiano, si aggirerebbero tra i 150 milioni e i 200 milioni di tonnellate per il 2025, una decisa diminuzione rispetto ai 272 milioni del 2024. Se confermata, la riduzione potrebbe rilanciare ulteriormente le quotazioni ma è improbabile che incoraggi i proprietari delle miniere già chiuse in Australia, Canada e Nuova Caledonia a riavviare le loro attività. Gli unici probabili beneficiari di una ripresa del prezzo saranno probabilmente le aziende cinesi che si celano dietro le proprietà delle miniere indonesiane. Nel brevissimo ci attendiamo una blanda tensione sui prezzi mentre, di fondo, la strutturale pressione sulle quotazioni derivante dalla transizione green resta il principale elemento rialzista per il nickel nel medio-lungo periodo, al netto dei ritardi e dell'annunciato disimpegno americano affermato da Trump.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.682,0	-3,9	4,7	6,7	2,2
Rame (\$)	9.095,0	-4,7	-0,2	6,4	3,7
Alluminio (\$)	2.602,5	-1,6	13,7	14,4	2,0
Zinco (\$)	2.791,2	-10,5	6,7	8,6	-5,5
Nickel (\$)	15.560,0	-2,8	-1,5	-7,3	1,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: ancora cautelata nel breve periodo vista l'incertezza dominante. Nel lungo termine invece restiamo positivi vista la strutturale scarsità di investimenti che potrà spingere al rialzo i prezzi. Lo scenario di breve resta complicato per il comparto dei metalli anche dopo l'insediamento del presidente Trump, anche se i toni meno aggressivi usati nei confronti della Cina hanno smussato i timori di un'imminente guerra commerciale fra le due economie. Un'ipotesi che a detta di ambedue i contendenti rischierebbe di avere effetti negativi per entrambi i paesi, senza un effettivo vincitore. 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. Per questi motivi, confermiamo il nostro outlook Neutrale nel breve periodo, facendo prevalere la prudenza in questo inizio d'anno carico di incognite. La tensione rialzista di queste prime settimane, dovuta agli acquisti di forniture preventive volti ad evitare indesiderati aggravii di costi, potrebbe sfumare, portando a un consolidamento in vista delle decisioni di Trump sulle tariffe commerciali. Resta valida l'idea che siano necessari una maggior spinta, in particolare dalla Cina, e un clima meno nervoso sui mercati perché il recupero sia più strutturale. Invariata la previsione di medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale del comparto che coinvolge miniere, raffinazione e manifattura resta immutato. La svolta monetaria accomodante intrapresa dalle banche centrali delle principali economie non appare ancora sufficiente per generare un'inversione di tendenza sugli investimenti. Il deficit di offerta presente nel sistema delle forniture continua infatti ad ampliarsi, pesando sul mercato fisico. Quando si concretizzerà l'atteso incremento della richiesta, dovuto alla transizione energetica, al netto dei ritardi e degli annunci di disimpegno statunitensi, si amplierà lo squilibrio già esistente su molti metalli, 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
	27.01.25	2025	2025	2025	2025	2026
Rame (\$)	9.095,0	9.200	9.500	9.700	9.733	9.733
Alluminio (\$)	2.602,5	2.600	2.600	2.650	2.609	2.609
Zinco (\$)	2.791,2	3.000	3.000	3.000	2.767	2.767
Nickel (\$)	15.560,0	16.000	16.000	16.250	17.000	17.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.01.25	2025	2025	2025	2025	2026
Rame (\$)	9.095,0	9.600	9.700	9.800	9.750	10.100
Alluminio (\$)	2.602,5	2.750	2.800	2.850	2.825	2.900
Zinco (\$)	2.791,2	3.140	3.160	3.180	3.170	3.250
Nickel (\$)	15.560,0	16.000	16.200	16.600	16.450	18.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: al centro della nuova guerra commerciale di Trump

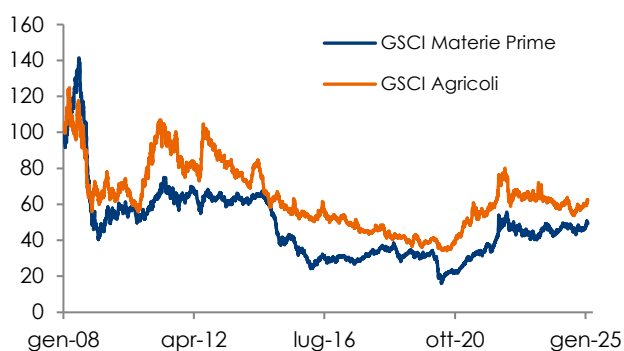
I prodotti agro-alimentari rischiano di essere nuovamente al centro della "guerra commerciale" che gli Stati Uniti minacciano di scatenare contro Europa e Cina, come avvenne nel primo mandato del presidente Trump. Le quotazioni dei principali cereali sono salite in queste prime settimane del 2025: questo rafforza il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine, secondo il quale resteranno oggetto di pressioni rialziste per tutto l'anno. Il rincaro delle derrate alimentari si è riflesso anche sui recenti dati di inflazione nelle principali economie avanzate. Alla base di questo scenario persistono le costanti tensioni geopolitiche in molti paesi produttori agricoli, mentre si attendono le decisioni in materia di politica agro-alimentare del presidente Trump. I cereali si avviano verso nuovi rialzi e ci attendiamo possano chiudere il 2025 su livelli superiori agli attuali, complici stime di produzione meno ottimistiche, preoccupazioni relative alla sicurezza delle forniture e persistenti rischi, in un quadro di condizioni metereologiche sfavorevoli. Trump si è astenuto dall'imporre dazi immediati alla Cina e all'Europa, aumentando l'ottimismo sul fatto che il nuovo presidente stia pensando ad una modalità negoziale sia con Pechino che con Bruxelles. Nei fatti, però, la difesa dell'importante comparto agricolo statunitense - suo bacino elettorale privilegiato - resta al centro della politica tariffaria delineata da Trump. Agricoltori ed esportatori agricoli, europei e cinesi, ricordano ancora gli anni del primo mandato (in particolare il triennio finale 2019-2021), caratterizzato dagli incontri commerciali, le "black list" sull'import/export dei prodotti e la continua revisione dei meccanismi tariffari. Una situazione che rischia di riproporsi e di riportare nuovamente le derrate alimentari al centro della "guerra commerciale" fra Stati Uniti, Europa e Cina, con possibili rincari dei prezzi. Per le soft commodity, se l'instabilità dell'area mediorientale sembra ridursi - viste anche le ultime affermazioni degli Houthis, che hanno dichiarato che cesseranno di attaccare le navi statunitensi e britanniche nell'area del Mar Rosso, in risposta all'accordo di cessate il fuoco tra Israele e Hamas -, sarà invece la speculazione finanziario-commerciale ad essere il principale elemento di tensione. 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.

Il comparto agricolo di Europa e Cina rischia di essere al centro del mirino delle tariffe di Trump.

La difesa dell'agricoltura statunitense, esattamente come nel precedente mandato, è uno dei temi cavalcati da Trump durante la campagna elettorale, che lo ha portato a raccogliere numerosi consensi. Ancora una volta, è probabile che i prodotti agricoli importati ed esportati dagli Stati Uniti siano elementi di trattativa commerciale, in particolare con Europa e Cina. Partendo dall'**Europa**, i messaggi lanciati da Trump sembrano ricalcare le minacce del 2019-20, quando entrarono in vigore le tariffe aggiuntive del 25% sui prodotti agro-alimentari europei, nell'ambito del contenzioso tra l'americana Boeing e l'europea Airbus, il consorzio aerospaziale di Francia, Germania, Spagna e Regno Unito, senza la partecipazione dell'Italia. Un dettaglio che consentì, in quella occasione, un trattamento marginalmente più favorevole al nostro paese nelle snervanti consultazioni USTR (la rappresentanza USA per il commercio), per redigere la lista dei prodotti europei da colpire. La querelle di dazi e contro-dazi imposti e poi ridotti (anche l'Europa introdusse una serie di tariffe penalizzanti su tabacco, patate e grano statunitensi) ha prodotto un bilancio abbastanza negativo, pari a circa 400 milioni di euro nel solo 2020, come calcolato in seguito dalla Commissione Europea. Subito dopo l'insediamento del presidente Biden, avvenuto nel 2021, i dazi vennero sospesi (non rimossi), dando il via ad un periodo transitorio di 5 anni, che scadrà a breve. Il vero problema, come ribadito nel corso degli anni dalle associazioni europee degli agricoltori, è che le tariffe sono state solo congelate e non abrogate, lasciando la questione in sospeso e senza mai raggiungere un accordo definitivo. Il timore è dunque che questo errore strategico della Commissione Europea possa tramutarsi in un enorme vantaggio per Trump, nel momento in cui ripartisse lo scontro commerciale. Nella sostanza, la nuova Amministrazione statunitense potrebbe semplicemente decidere di ristabilire tariffe e meccanismi già a suo tempo definiti e mai aboliti. Decisamente diverso e più complesso appare il discorso con la **Cina**, rispetto a quanto accadde durante la precedente presidenza Trump. La minaccia di dazi del 25% sui prodotti importati da Canada e Messico e del 10% su quelli

cinesi (decisamente inferiori rispetto al 60% ipotizzato in campagna elettorale) può in qualche modo far intendere come anche la nuova Amministrazione USA sia cosciente di quanto la situazione economica e commerciale sia cambiata. Nel 2018, quando gli Stati Uniti introdussero una serie di dazi sulle importazioni cinesi e la Cina reagì con tariffe sull'import di prodotti agricoli statunitensi, i saldi di bilancia commerciale erano molto diversi. Se la Cina decidesse di reagire come ha fatto l'ultima volta, i produttori di soia e mais e gli allevatori di suini statunitensi sarebbero nuovamente colpiti negativamente. La Cina è senza dubbio il paese che domina le dinamiche di import/export di prodotti agricoli: nel 2023 le sue importazioni hanno rappresentato l'11% di tutte le transazioni mondiali. Il valore annuale delle derrate alimentari in ingresso nel mercato cinese supera i 200 miliardi di dollari: gli Stati Uniti sono il secondo fornitore agricolo del paese, dopo il Brasile. I prodotti principali sono semi oleosi, carne, cereali, frutta e noci, cotone, bevande e alcolici, zucchero, lana e verdure. Gli Stati Uniti sono particolarmente esposti sulle forniture di semi oleosi, carni, cereali e noci: questo significa che un aumento delle tensioni, in particolare su cereali e semi oleosi (soia ma anche colza e altre sementi), rischierebbe di impattare sul comparto agricolo USA e, conseguentemente, di creare una volatilità indesiderata sulle quotazioni finanziarie di questi prodotti. Perché Trump è apparso prudente proprio nei confronti della Cina? Perché, proprio in conseguenza della precedente esperienza, il sistema alimentare cinese ha da molti anni diversificato la propria catena degli approvvigionamenti. Le importazioni di cereali e soia arrivano ora da Sud America e Sud Africa, che sono diventati due fornitori strategici, concorrenziali agli Stati Uniti. Per tale ragione, se Trump manterrà le promesse di elevate tariffe all'importazione sui prodotti cinesi e la Cina reagirà colpendo i prodotti agro-alimentari statunitensi, gli agricoltori USA potrebbero venire ulteriormente penalizzati, mentre gli agricoltori sudamericani e sudafricani potrebbero avvantaggiarsi, sottraendo ulteriori quote di mercato e confermandosi come una fonte alternativa di approvvigionamento di cereali. Di contro, l'ampia produzione americana, se privata del suo naturale sbocco cinese, potrebbe riversarsi sui mercati orientali e africani: anche questa prospettiva rischierebbe di creare volatilità ed incertezza sulle forniture globali. Uno scenario complesso, in cui è oggettivamente difficile stimare l'impatto sui prezzi agricoli derivante da un'aspra guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti che abbia questi prodotti come oggetto della disputa. E' probabile che, sul comparto agricolo, l'analisi che Trump intende affidare alle agenzie federali di competenza sia meticolosa ed approfondita, prima di arrivare ad un pacchetto di sanzioni di cui si rischiano conseguenze imprevedibili sia sul mercato domestico che sulle dinamiche dei prezzi globali.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

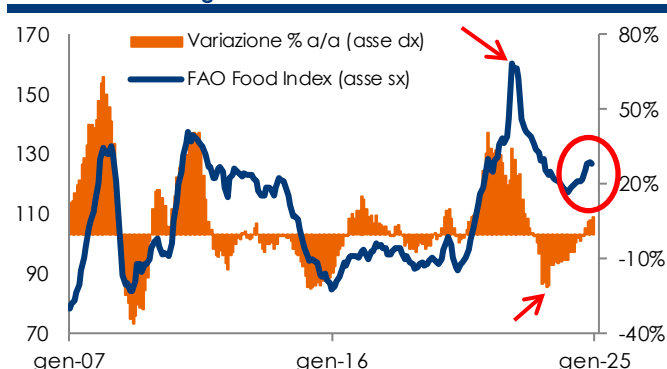
	Valore 27.01.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.779,3	3,4	7,8	58,8
GSCI Agricoli	527,3	2,4	-5,7	52,6
Mais (\$ cent)	482,0	5,1	-29,4	24,7
Fruento (\$ cent.)	535,5	-2,9	-28,6	-6,0
Soia (\$ cent)	1.045,0	4,7	-30,8	16,8
Cotone (\$ cent)	67,3	-1,7	-22,6	-4,4
Cacao	11.372,0	-2,6	332,9	315,9
Zucchero	19,2	-0,5	-8,5	34,9
Caffè (arabica)	349,2	9,2	105,5	227,6
Caffè (robusta)	5.534,0	10,3	169,6	321,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: i prezzi alimentari tornano a scendere in dicembre. A dicembre, l'indice FAO dei prezzi alimentari ha registrato una media di 127 punti, interrompendo così la tendenza al rialzo dopo aver raggiunto il picco di 127,5 punti a novembre, ma risultando comunque in aumento del 6,7% rispetto a dicembre 2023. Per l'intero 2024, l'indice ha registrato 122,0 punti di media (-2,1% rispetto al valore medio del 2023), a causa di riduzioni significative delle quotazioni di cereali e zucchero

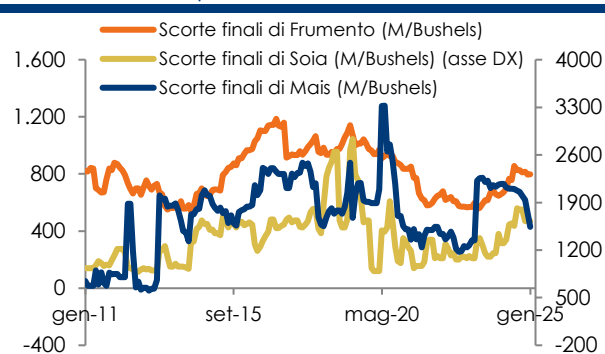
e aumenti minori per oli vegetali, latticini e carni, non in grado di compensare i cali degli altri elementi. L'indice dei prezzi dei cereali è rimasto relativamente invariato rispetto a novembre e del 9,3% al di sotto del livello dell'anno precedente, poiché un aumento marginale delle quotazioni del mais ha compensato il calo di quelle del grano. Per il 2024 nel suo complesso, l'indice dei cereali ha registrato una media di 113,5 punti, -13,3% rispetto al 2023, seconda flessione annuale consecutiva. I prezzi del riso sono aumentati dello 0,8% rispetto al 2023, al livello massimo degli ultimi 16 anni. Le quotazioni degli oli vegetali sono diminuite dello 0,5% rispetto a novembre, sebbene siano comunque aumentate del 33,5% rispetto all'anno precedente. Per il 2024 nel suo complesso, l'indice degli oli vegetali ha registrato una media del 9,4% più alta rispetto al 2023, favorito dalla pressione sui prezzi causata dalla riduzione delle forniture a livello mondiale nel corso dell'anno. L'indice dei prezzi della carne è aumentato a dicembre dello 0,4% m/m, ponendo fine a una tendenza in calo che durava da circa tre mesi, e si è attestato al +7,1% rispetto al valore di dicembre 2023. La Cina ha acquistato molta più carne bovina e suina in vista delle possibili tariffe o contropartite che l'Amministrazione Trump potrebbe decidere di applicare al comparto delle carni macellate. Nel 2024 nel complesso, i prezzi della carne sono saliti del 2,7% rispetto alla media del 2023, con quotazioni più elevate per le carni bovine, ovine e di pollame, che hanno compensato il calo della carne suina. Per contro, i prodotti lattiero-caseari hanno visto il loro prezzo scendere dopo sette mesi consecutivi di aumenti (-0,7% rispetto novembre), sebbene risulti ancora superiore del 17% rispetto al valore di dicembre 2023. Nel 2024, i prezzi dei derivati del latte sono complessivamente saliti, in media, del 4,7%, rispetto al 2023, soprattutto a causa dell'impennata dei prezzi del burro. I prezzi dello zucchero, infine, sono stati la principale causa del calo mensile, scendendo del 5,1% rispetto a novembre, sulla scia del miglioramento delle prospettive del raccolto di canna da zucchero nei principali paesi produttori (-10,6% rispetto al dicembre 2023). Per l'intero 2024 i prezzi dello zucchero sono scesi del 13,2% rispetto al 2023.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2024)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



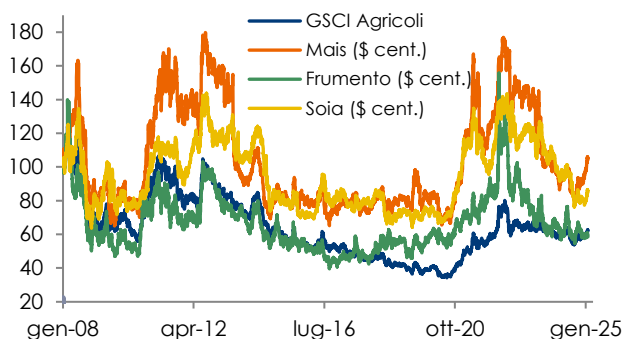
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2024)

WASDE: il report di gennaio evidenzia una leggera pressione su cereali secondari e soia e revisioni produttive generalmente moderate.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2024-25, evidenziando una leggera riduzione delle scorte di mais, cereali secondari e soia, mentre si è registrato un aumento per il frumento. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è stimata a 1.214,3 milioni di tonnellate, in lieve calo rispetto ai 1.217,9 milioni previsti a dicembre, con aumenti in Cina, Ghana e Russia. Le esportazioni globali diminuiscono a 191,4 milioni di tonnellate (-1,6 milioni rispetto a dicembre), grazie ai cali registrati negli Stati Uniti e in Brasile, mentre le scorte finali scendono a 293,3 milioni di tonnellate (-3,1 milioni rispetto a dicembre). La produzione globale di **cereali secondari** (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista a 1.494 milioni di tonnellate, in lieve flessione rispetto ai 1.499,1 milioni di dicembre. Il consumo mondiale è stimato in aumento a 1.522,8 milioni di tonnellate, con esportazioni riviste al ribasso a 230,1 milioni di tonnellate, principalmente a causa degli Stati Uniti

e del Brasile. Le scorte finali sono stimate in diminuzione a 293,3 milioni di tonnellate (-3,1 milioni rispetto a dicembre). Le previsioni per il **frumento** indicano una produzione mondiale di 793,2 milioni di tonnellate, in rialzo rispetto ai 792,9 milioni previsti a dicembre: l'aumento è principalmente dovuto a una maggiore produzione in Siria e Pakistan, che compensa la riduzione dell'Uruguay. Il consumo mondiale è previsto scendere a 801,9 milioni di tonnellate (-0,6 milioni rispetto a dicembre), con riduzioni per la Turchia e (minori) per l'Ucraina; le esportazioni globali calano a 212 milioni di tonnellate (-1,7 milione rispetto a dicembre), con flessioni per Russia e Ucraina. Le scorte finali di frumento aumentano leggermente a 258,8 milioni di tonnellate (+0,9 milioni rispetto a dicembre). Per il mercato della **soia**, la produzione mondiale è prevista in diminuzione a 424,3 milioni di tonnellate (-2,88 milioni rispetto a dicembre). Le scorte finali sono riviste al ribasso a 128,4 milioni di tonnellate (-3,5 milioni, sempre rispetto a dicembre), principalmente a causa della maggiore attività di trasformazione in farine registrata negli Stati Uniti e in Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	527,3	9,3	13,0	4,0	2,4
Mais (\$ cent.)	482,0	17,3	22,2	8,0	5,1
Frumento (\$ cent.)	535,5	-4,2	2,3	-10,8	-2,9
Soia (\$ cent.)	1.045,0	7,3	-3,0	-13,6	4,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: permane il rischio di pressioni rialziste sulle granaglie, più sfumate sulle soft commodity, da cui ci attendiamo un fisiologico storno nel corso dell'anno.

Avvio d'anno all'insegna del rincaro per tutti i principali cereali, nonostante la qualità e la quantità dei raccolti cerealicoli nelle principali aree agricole siano risultate soddisfacenti. Ai persistenti timori di un'offerta insufficiente o di una maggior difficoltà di approvvigionamento si sono infatti aggiunte, amplificando la tensione sui prezzi, le incertezze legate alle conseguenze di una possibile "guerra commerciale" fra Stati Uniti, Cina ed Europa, avente come oggetto proprio i prodotti agro-alimentari. Come spesso accade, all'emergere di volatilità e incertezza su forniture e tariffe, la speculazione finanziaria gioca un ruolo chiave, premendo sui prezzi e scontando scenari che, nei fatti, sono ancora difficili da delineare. Se il quadro di tensione in Medio Oriente sembra raffreddarsi, permane l'attesa per le azioni che Trump vorrà intraprendere per tentare di stabilizzare ulteriormente l'area. Pensiamo che possa ridursi la pressione sui coloniali, da cui ci attendiamo un fisiologico storno nel corso dell'anno, specie su cacao e caffè. Riteniamo inoltre che possano sfumare le tensioni sui trasporti dei prodotti agro-alimentari (lavorati o freschi) che l'Europa esporta o importa dai mercati asiatici. Per concludere, il nostro giudizio sul comparto agricolo resta Moderatamente Positivo, con stime in rialzo per le granaglie (meno per il mais) e di consolidamento su livelli alti per le soft commodity in vista di un possibile storno (ad eccezione di cotone e zucchero).

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.01.25	2025	2025	2025	2025	2026
Mais (cent. \$)	482,0	430,0	450,0	440,0	467,5	467,5
Frumento (cent. \$)	535,5	561,5	577,5	583,5	605,0	605,0
Soia (cent. \$)	1.045,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.017,5	1.017,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.01.25	2025	2025	2025	2025	2026
Mais (\$ cent.)	482,0	470	465	465	465	475
Frumento (\$ cent.)	535,5	570	595	615	610	630
Soia (\$ cent.)	1.045,0	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 centrali del quadro sulle soft commodity, in un contesto in cui ci attendiamo comunque un fisiologico storno delle quotazioni di quasi tutti i coloniali per quest'anno.

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

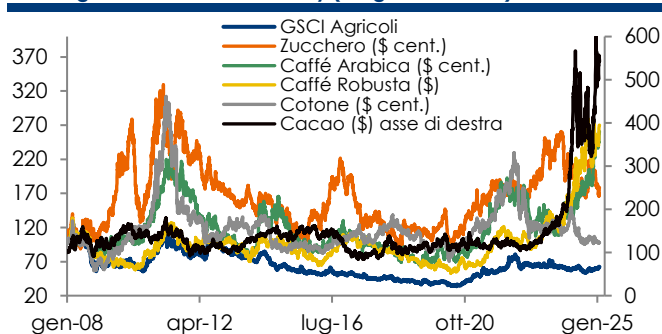
Il WASDE di gennaio ha migliorato al rialzo le stime per la produzione, il consumo e le scorte finali di cotone relative alla stagione 2024-25; revisione marginalmente positiva anche per il volume del commercio internazionale. La produzione mondiale è stata corretta al rialzo a 2 milioni di balle da 1,2 milioni di dicembre (per un ammontare di 119,4 milioni di balle dai precedenti 117,4 milioni), in gran parte a causa dell'aumento di 1,8 milioni di balle del raccolto in Cina. Sono state diffuse stime di raccolti maggiori anche Australia e Stati Uniti, a fronte di riduzioni per il Pakistan. Il consumo mondiale è stato rivisto al rialzo di 100.000 balle (dopo l'incremento di 570.000 balle di dicembre) grazie agli aumenti in Bangladesh e Vietnam, che hanno più che compensato la riduzione registrata in Turchia. Il volume delle esportazioni globali è stato modificato al rialzo di 250.000 balle (dopo il +80.000 di dicembre) grazie agli incrementi attesi in Brasile, Australia e India che hanno più che compensato il calo dell'export degli Stati Uniti. Le scorte finali sono previste in crescita di 1,9 milioni di balle (+267.000 balle la stima di dicembre), poiché gli aumenti in Cina, Stati Uniti, Australia e India hanno più che compensato la riduzione per il Brasile. 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: la nuova strategia commerciale in India sta amplificando la volatilità dei prezzi.

Inizio d'anno dall'insegna della volatilità dopo che, per tutta la parte finale del 2024, i prezzi dello zucchero sono scesi ininterrottamente fino al minimo (da agosto 2024) registrato lo scorso 21 gennaio (area 18 dollari per libbra). A deprimere le quotazioni fino a quel livello la notizia che l'India (il secondo produttore mondiale di dolcificante) consentirà l'esportazione di 1 milione di tonnellate di zucchero nella stagione in corso, ovvero fino al 30 settembre 2025. Dopo le restrizioni dei mesi passati, volte a calmiere l'eccessiva tensione sui prezzi al consumo domestici, la svolta arriva ora per supportare invece gli zuccherifici e sostenere i ricavi dell'industria indiana, posta sotto pressione negli ultimi mesi dai vincoli sui contratti di forniture internazionali. Sebbene si fosse ipotizzato per settimane che le esportazioni sarebbero state consentite, la decisione ha sorpreso gli operatori, provocando un primo effetto immediato e, in prospettiva, rischiando di generarne un secondo. La reazione iniziale al ritorno dell'offerta indiana sui mercati globali è stata, ovviamente, un ribasso delle quotazioni. Il secondo effetto invece, più di tipo prospettico, riguarda il forte rischio che la produzione indiana di questa stagione scenda ben al di sotto del consumo domestico, per la prima volta in otto anni. Questo potrebbe generare, nel corso dell'anno, una nuova pressione rialzista sui prezzi globali dello zucchero, proprio per la necessità di approvvigionamento esterno legata ai consumi del mercato indiano. Non a caso, l'analisi sulle posizioni finanziarie espresse dal mercato (CoT - Commitment of Traders) mostra una dinamica in calo delle posizioni corte da parte di produttori e commercianti, suggerendo che i partecipanti al mercato inizino ad esprimere un sentiment meno ribassista sui prezzi dello zucchero e anticipando una stabilizzazione o, più probabilmente, un aumento dei prezzi. Si conferma quindi

un quadro incerto per la stagione in corso, che vedrà i prezzi dello zucchero inizialmente recuperare per poi probabilmente accentuare ulteriormente il rialzo lungo tutto l'orizzonte previsivo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	527,3	9,3	13,0	4,0	2,4
Cotone	67,3	-4,4	1,8	-20,3	-1,7
Cacao	11.372,0	68,0	41,5	143,4	-2,6
Zucchero	19,2	-13,4	4,1	-19,4	-0,5
Caffè (arabica)	349,2	40,6	51,7	80,1	9,2
Caffè (robusta)	5.534,0	24,9	28,6	69,3	10,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la pressione rialzista in atto su Arabica e Robusta, in questo inizio d'anno, potrebbe continuare ma senza contraddire la nostra previsione di fisiologico storno dei prezzi nel corso del 2025.

Prosegue la tensione rialzista sui prezzi del caffè. La qualità Arabica staziona al nuovo massimo dalla fine degli anni '70, in un inizio d'anno che l'ha vista accelerare ulteriormente; la qualità Robusta si è nuovamente riportata poco distante dai massimi storici segnati a settembre dello scorso anno. 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, che ha ricevuto 29,6 mm di pioggia da inizio anno, ovvero solo il 53% della media storica, per un'area responsabile della maggior parte della produzione della qualità Arabica. Anche la forza del real brasiliano è un elemento rialzista per i prezzi del caffè: una moneta domestica più forte scoraggia infatti le vendite e l'esportazione da parte dei produttori brasiliani, che continuano a esprimere aspettative di prezzi più alti rispetto agli attuali. Situazione non dissimile in Vietnam, principale produttore di Robusta: anche i coltivatori vietnamiti ritardano le consegne nei porti, riducendo le spedizioni, in attesa di prezzi del prodotto grezzo più alti, in una stagione già contraddistinta da un raccolto inferiore alle aspettative e che vedrà ridotta l'offerta vietnamita sul mercato globale. Per finire, l'impatto del clima secco provocato da El Niño lo scorso anno rischia di causare danni a lungo termine per le piantagioni in America Meridionale e Centrale. Come già accennato, le precipitazioni in Brasile sono state costantemente inferiori alla media per tutta la stagione scorsa, la più secca dal 1981, danneggiando le piante di caffè durante l'importantissima fase di fioritura e riducendo le prospettive per il raccolto di Arabica del 2025-26. Un quadro incerto che, nel breve, continuerà a sostenere le quotazioni di entrambe le varietà intorno agli attuali livelli ma che non contraddice il nostro scenario di possibile storno fisiologico dei prezzi nel corso del 2025, visti gli altissimi livelli raggiunti dalle quotazioni.

Cacao: dopo i nuovi massimi storici di fine 2024, prosegue la tensione sui prezzi anche in queste prime settimane del 2025.

I prezzi del cacao hanno superato i 12.500 dollari la tonnellata lo scorso 18 dicembre, segnando un nuovo record storico, ad oltre il triplo del prezzo registrato all'inizio del 2024 (4.000 dollari la tonnellata). La tensione rialzista si è poi trasferita anche in queste prime settimane del 2025, senza che le quotazioni registrassero nuovi massimi ma limitandosi a consolidare su livelli molto alti. I motivi di questa pressione sono legati ai fondamentali di mercato, a cui si somma l'azione della speculazione finanziaria. Nelle scorse giornate, l'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) ha rivisto al ribasso i volumi delle scorte globali della commodity per la fine della stagione 2023-24, a 1,041 milioni di tonnellate (-36% a/a) ma, soprattutto, in netto calo rispetto alla precedente stima di 1,3 milioni. Questo ha portato a segnalare che anche la stima del deficit globale di prodotto per la stagione 2023-24, indicato a -478.000 tonnellate,

potrebbe essere decisamente maggiore rispetto a quanto inizialmente previsto. Medesimo segnale proviene anche dalle scorte di cacao monitorate dall'ICE (Intercontinental Exchange Inc) negli Stati Uniti, dove l'erosione dei volumi è in corso da almeno un anno e mezzo e gli stock di prodotto sono scesi al minimo da 21 anni. Sul fronte della produzione africana, i venti stagionali dell'Harmattan di quest'anno sono risultati i più secchi degli ultimi sei anni, peggiorando le condizioni del raccolto. I coltivatori di Costa d'Avorio e Ghana riferiscono che gli alberi di cacao stanno iniziando a subire gli effetti, con foglie che ingialliscono e baccelli che appassiscono. Sul fronte commerciale, i recenti dati doganali della Costa d'Avorio mostrano che le spedizioni dai porti sono a +26% rispetto all'anno scorso ma il ritmo si è ridotto rispetto all'aumento del 35% registrato solo il mese scorso, a conferma di un calo del prodotto pronto per il trasporto. Questo quadro, che contiene ancora elementi supportivi per il cacao, ci fa propendere per una previsione di consolidamento dei prezzi del cacao su livelli alti, nel breve, e di probabile storno nel medio-lungo termine.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 27.01.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	67,3	72,0	73,0	75,0	76,0	76,0
Cacao	11.372,0	10.000	8.200	8.000	7.000	7.000
Zucchero	19,2	21,5	21,3	21,5	22,0	22,0
Caffè (arabica)	349,20	320,0	310,0	300,0	290,0	290,0
Caffè (robusta)	5.534,0	4.900	4.500	4.400	3.950	3.950

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 27.01.25	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	67,3	70	73	75	74	76
Cacao	11.372,0	10.000	9.000	8.500	8.825	7.000
Zucchero	19,2	20,0	21,3	22,5	21,7	23,0
Caffè (arabica)	349,20	335	315	300	310	290
Caffè (robusta)	5.534,0	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 23.12.2024.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione Analisti

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

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

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi