

Mensile Materie Prime

La dilazione delle tariffe non riduce l'incertezza di fondo

Energia: outlook Neutrale, il cambio di strategia dell'OPEC+ frena il petrolio

Il ribasso delle quotazioni petrolifere è la conseguenza del netto cambio di strategia dei produttori, nonostante le minori tensioni sulla domanda di combustibili derivanti dai primi accordi commerciali. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale ma abbassiamo leggermente le previsioni per i prezzi del petrolio WTI e Brent. L'avvio del rifornimento dei depositi europei di gas, dopo i consumi estivi, sta avvenendo in un contesto più complicato di quanto ci aspettavamo, fra mancato accordo sull'Ucraina, nuove regole europee e difficoltà di approvvigionamento, col risultato di aumentare la pressione rialzista sul metano.

Metalli preziosi: outlook Neutrale nonostante il rialzo delle previsioni per l'oro

La pressione rialzista sull'oro resta presente nonostante si sia modificato il quadro dei fattori che incidono sul comparto ma che non modifica la nostra prospettiva di consolidamento (su livelli alti) delle quotazioni. La novità dei minori timori legati alla "guerra commerciale" è bilanciata dalle preoccupazioni per il bilancio USA, mentre l'amplinarsi dell'avversione al rischio sui mercati e la conseguente domanda di beni rifugio sembrano più legati alle tensioni geopolitiche.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo ma resta la cautela nell'immediato

Non cambia il nostro scenario di medio-lungo periodo: i mancati investimenti strutturali che permeano tutta la catena produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) restano il principale elemento di rischio, alimentando il già ampio deficit di offerta. Manteniamo il nostro outlook Mod. Positivo, con una minor enfasi nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante, ma confermando la prospettiva di un maggior recupero a fine anno e poi nel prossimo biennio.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo ma permane la forte incertezza sui dazi

Resta sostanzialmente immutato il quadro di breve termine sugli Agricoli. La fase di tensione legata alle incertezze e ai timori sulle possibili conseguenze della guerra commerciale sul comparto agricolo globale continua a invitare alla cautela. Parimenti, non cambia il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine, che vedrà le granaglie restare sotto pressione.

Soft Commodity:

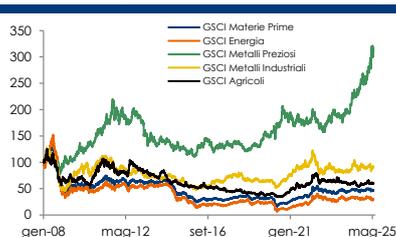
- Cotone:** il WASDE di maggio rivede al rialzo la produzione, il consumo e il commercio.
- Zucchero:** le aspettative di surplus per il mercato globale frenano i prezzi dello zucchero.
- Caffè:** migliori stime sui raccolti e ripristino delle scorte potrebbero frenare i prezzi del caffè.
- Cacao:** in recupero parziale nell'ultimo mese ma il quadro di fondo resta incerto.

Performance degli indici commodity

	Valore 23.05.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.634,2	-0,6	13,5	139,0
GSCI Energia	589,5	-7,4	9,1	195,6
GSCI Met. Preziosi	3.683,8	26,1	67,7	85,6
GSCI Met. Industriali	1.707,5	3,7	11,1	66,9
GSCI Prod. Agricoli	510,7	-0,8	-5,4	72,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 23.05.2025

Andamento dei principali indici commodity



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

27 maggio 2025 - 15:10 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

27 maggio 2025 - 15:16 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Mag.	Apr.
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	-14,2	0,1
Brent	-13,2	-3,1
Gas naturale	-8,2	44,5
Gasolio	-12,0	-7,4
Oro	27,4	27,5
Argento	14,4	21,4
Rame	9,6	2,4
Alluminio	-3,4	7,0
Zinco	-9,3	11,9
Nickel	1,7	-7,7
Mais	0,2	-2,7
Frumento	-1,6	-12,2
Soia	6,2	-22,8
Cotone	-3,3	-15,6
Caffè Arabica	12,9	69,8

Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 23.05.2025

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 23.05.2025 (salvo diversa indicazione).

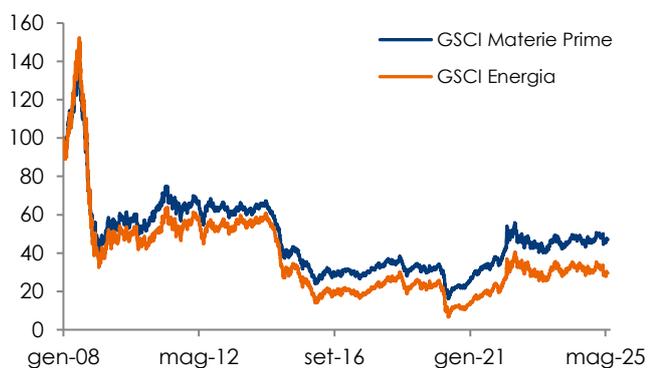
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: l'incertezza frena il petrolio e spinge il gas naturale

Le numerose trattative e i primi accordi sottoscritti riducono le tensioni nel breve ma, nel concreto, si limitano a rimandare il riassetto definitivo del commercio mondiale a dopo l'estate.

Le trattative e i primi accordi commerciali siglati hanno ridotto i timori sullo scenario economico mondiale e migliorato le aspettative sulla domanda di materie prime, almeno nel breve termine. L'intesa USA-Cina, benché sia solo un accordo parziale che sposta di 90 giorni i dazi reciproci, è servita ad alimentare la fiducia degli investitori sull'efficacia degli stimoli del Governo cinese volti a rilanciare l'economia del primo consumatore al mondo di risorse di base. Provando ad analizzare i singoli comparti, l'aumento dell'offerta dell'OPEC+ probabilmente frenerà i prezzi del petrolio anche nella restante parte dell'anno, in un momento storico in cui la domanda di energia, seppur in crescita, appare meno robusta che in passato, complice il rallentamento economico in atto. La nuova strategia dei produttori rischia di portare il mercato petrolifero in surplus già nel corso del 2025, se non ci saranno ripensamenti. Il ripristino delle scorte europee di gas naturale, dopo i consumi invernali, unito alle difficoltà di rifornimento terranno alta la tensione sul metano durante il periodo estivo. Se è vero che l'avvio delle trattative commerciali e dei primi accordi ha smussato la tensione creata dai dazi, i timori sul bilancio statunitense rischiano di alimentare ancora la pressione sull'oro che, pur non escludendo nuovi massimi, dovrebbe però rallentare sul finale d'anno. Infine, la "guerra commerciale" innescata da Trump ha impattato sui metalli industriali ma il parziale accordo con Pechino dovrebbe smussare i timori sulla crescita cinese e aumentarne la domanda nella seconda parte dell'anno. Resta il rincaro delle granaglie e, più in generale, delle derrate alimentari, un allarme sottolineato anche dalla FAO che teme possibili conseguenze di ordine sociale nelle aree più povere del mondo. Dazi e cambiamenti climatici resteranno i due elementi di maggior tensione rialzista per tutto il comparto agricolo.

Trattative commerciali, accordi e minacce: Europa e Giappone restano i nodi da sciogliere. Stati Uniti e Cina, lo scorso 14 maggio, hanno raggiunto un accordo per abrogare una parte delle rispettive tariffe commerciali introdotte dopo il 2 aprile. Nella sostanza, la Casa Bianca ha esteso anche alla Cina la sospensione per 90 giorni della misura sui dazi 'reciproci'. Quest'ultimo provvedimento riporta il dazio aggiuntivo da applicarsi al 10%, sospendendo il +34% precedentemente deciso. Il parziale accordo coi cinesi lascia aperte invece le trattative con Europa e Giappone. Le recenti minacce di Trump all'Europa (dazi al 50% sui prodotti europei dal 1° giugno) dà la misura della tensione esistente nella trattativa fra le due parti. Mentre l'Unione Europea cerca di trovare un accordo che non penalizzi la grossa fetta di export diretto verso gli Stati Uniti, la Casa Bianca rimarca come il dialogo in corso sembri voler semplicemente allungare i tempi della discussione, senza la reale volontà di trovare un'intesa finale. Sul fronte orientale, il Giappone è nel pieno delle trattative con gli Stati Uniti e potrebbe minacciare un rialzo dei tassi di interesse domestici (fortemente giustificato dalla recente dinamica dei prezzi) che riduca ulteriormente i vantaggi derivanti dal "carry trade", ovvero l'indebitamento a tassi bassi (Giappone) per investire a rendimenti più alti (USA). Qualora accelerasse il processo di rialzo dei tassi nipponici, a fronte di un calo negli USA che finisse per ampliare il deprezzamento del dollaro contro lo yen (o, in altri termini, supportasse l'apprezzamento della moneta giapponese), i guadagni da "carry trade" rischierebbero di contrarsi fino a tramutarsi in perdite per gli investitori di Wall Street. Un rischio che, probabilmente, l'attuale Amministrazione americana non vorrebbe correre, anche se le dichiarazioni ufficiali smentiscono qualsiasi approfondimento della questione con le controparti asiatiche, come accaduto in occasione del recente G7 dei ministri economici in Canada.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.05.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.634,2	-0,6	13,5	139,0
GSCI Energia	589,5	-7,4	9,1	195,6
WTI (\$)	61,5	-14,2	-15,3	79,1
Brent (\$)	64,8	-13,2	-15,8	79,1
Gas Naturale (\$)	3,3	-8,2	52,9	85,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'OPEC+ conferma l'immissione di una maggior produzione rispetto a quanto concordato inizialmente, a partire dal 1° giugno, e non esclude la stessa strategia anche in luglio.

Nella videoconferenza tenuta lo scorso 3 maggio l'OPEC+ ha sorprendentemente deciso di estendere anche a giugno gli incrementi produttivi di maggio, +411.000 barili al giorno, confermando così un cambio radicale nella propria strategia di offerta. Il piano iniziale, finalizzato ad eliminare gradualmente i precedenti tagli, prevedeva un aumento di soli 137.000 barili. La mossa effettuata dai produttori accelera ulteriormente (dopo la sorpresa di maggio) il ritorno sul mercato dei 2,2 milioni di barili al giorno volontariamente esclusi, azzerando rapidamente i tagli effettuati solo da alcuni paesi: Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman. Se il nuovo ritmo di aumento dell'offerta, ribadito anche per il mese di giugno, fosse mantenuto costante anche per i prossimi mesi – ipotesi che non viene esclusa come emerge dalle recenti indiscrezioni sul mese di luglio – l'OPEC+ potrebbe portare a termine la sua strategia già a settembre di quest'anno, rispetto a luglio del 2026 come previsto in precedenza. L'Arabia Saudita e la Russia, i principali produttori all'interno dell'Alleanza e leader decisionali, hanno evidentemente valutato che i benefici derivanti dall'esercitare una maggiore quota di mercato superino i rischi di calo dei prezzi. Il significato di un aumento così ampio, in questo momento, desta più di una perplessità: da un lato, potrebbe segnalare una maggiore fiducia nella futura domanda di greggio, visto il rasserenarsi del clima sul fronte delle trattative commerciali ma, al contempo, ribadisce la forte volontà competitiva dei membri dell'alleanza nei confronti dei produttori non-OPEC+. I leader dell'OPEC+ si vedranno in videoconferenza il 31 maggio per decidere quale livello di offerta rendere disponibile dal mese di luglio. Una decisione che verrà presa dopo le osservazioni che emergeranno dal meeting JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee), l'incontro fra i tecnici dei paesi produttori, previsto per il 28 maggio.

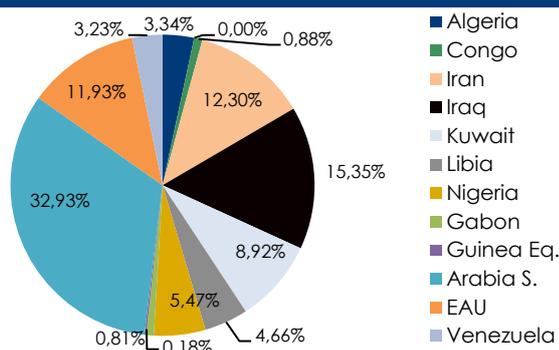
Russia, Iran e Venezuela: tre vicende da seguire con attenzione. Russia, Iran e Venezuela sono i tre fattori geopolitici chiave per il mercato petrolifero. Il delicato rapporto fra Stati Uniti e **Russia** e le conseguenze per il mercato petrolifero e del gas naturale sono due elementi strettamente correlati all'esito delle trattative sul conflitto in Ucraina. I tempi della risoluzione si allungano e la questione sembra aver perso priorità nell'agenda della nuova amministrazione Trump, scalzata da una serie di altre problematiche più urgenti. Le recenti sanzioni decise da Gran Bretagna ed Unione Europea dimostrano che, anche qualora si raggiungesse un accordo di pace, difficilmente le sanzioni occidentali alla Russia verrebbero eliminate celermente, restando saldamente vincolate alla tenuta degli accordi. Nel nostro scenario, anche se le sanzioni venissero gradualmente rimosse, l'aumento dei volumi di prodotto russo sul mercato globale risulterebbero comunque limitati con effetti marginali sull'equilibrio di domanda e offerta. L'altro tema chiave, fondamentale anche nelle future strategie di una parte dei produttori arabi di petrolio, sono le sanzioni americane al programma nucleare dell'**Iran**. Il repentino cambio di rotta dell'amministrazione Trump, che ha negato (dopo aver lasciato intendere di poterla tollerare) la

disponibilità ad accettare l'arricchimento di uranio per scopi civili da parte di Teheran, ha di fatto inasprito i colloqui fra le parti, allontanando l'ipotesi di un rapido aumento dell'offerta iraniana di greggio sul mercato, come conseguenza di una maggior collaborazione. La mediazione dell'Oman sembra aver in qualche modo riaperto il dialogo, reso decisamente più teso dai recenti attacchi militari israeliani nelle vicinanze proprio di alcune strutture riconducibili al programma nucleare. Quello che appare evidente è che la conclusione definitiva e un accordo fra le parti sono lontani, visto che uno degli elementi fondamentali per la riuscita di questi colloqui resta la cancellazione di alcune sanzioni statunitensi all'Iran, che per il momento non sono prese in considerazione. Infine, il **Venezuela** è l'altra questione aperta e fonte di ulteriore tensione. Se l'aumento dell'offerta veicolata dai produttori riuniti nell'alleanza OPEC+ ha ridotto il costo delle forniture petrolifere, ad evitare cali maggiori delle quotazioni è intervenuto il sostanziale stop alle esportazioni di petrolio venezuelano. La licenza di Chevron, per operare in Venezuela, è revocata ufficialmente a partire dal 27 maggio, come confermato dal Segretario di Stato Rubio, smentendo le indiscrezioni che ipotizzavano una possibile ulteriore proroga delle attività (già concessa da Trump in occasione del "Liberation Day"), resa possibile nei mesi scorsi su iniziativa della precedente amministrazione Biden.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di maggio, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), si evidenzia come la domanda di greggio rivolta all'OPEC+ sia stimata in aumento da 42,6 mb/g nel 2025 (+0,4 mb/g su base annua, invariata rispetto al mese scorso) a 42,9 mb/g nel 2026 (+0,4 mb/g su base annua, rivisto al rialzo dai 42,8 mb/g del mese scorso). La domanda globale di petrolio dovrebbe crescere, dal livello record di 105,0 milioni di barili al giorno (mb/g) del 2025 (+1,3 mb/g su base annua, invariata rispetto al mese scorso) a un nuovo massimo storico di 106,3 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g su base annua, invariata rispetto al mese scorso). Per quanto riguarda la produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, si prevede un calo marginale a 54,0 mb/g nel 2025 (comunque +0,8 mb/g su base annua ma rivisti al ribasso rispetto ai 54,1 mb/g stimati il mese scorso) e un recupero a 54,8 mb/g nel 2026 (+0,8 mb/g su base annua, rivisti al ribasso rispetto ai 55,0 mb/g stimati in precedenza). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono aumentate di circa 10,3 milioni di barili, attestandosi a 2.740 milioni di barili, corrispondenti a circa 60,3 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di maggio (**OMR**), ha previsto un quadro debole per il 2025 e il 2026, a causa della revisione al ribasso delle stime di domanda globale di carburanti legata alle difficoltà economiche e viste le vendite record di veicoli elettrici che ne frenano l'utilizzo. L'impiego di greggio globale è stato ampliato ma solo marginalmente per quest'anno, coi consumi che potrebbero rallentare nel 4° trimestre. La IEA sottolinea che le nuove stime sono frutto delle incertezze derivanti dalla "guerra commerciale" scatenata da Trump ma che non tengono conto del miglioramento del sentiment di mercato dopo gli accordi con Regno Unito e Cina e le numerose trattative in corso. Secondo le nuove stime dell'IEA, si prevede che la domanda globale crescerà a 103,2 mb/g nel 2024 (rivista al rialzo da 102,8 mb/g nella stima del mese scorso), a 103,9 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g su base annua, rivista al rialzo da 103,5 mb/g), per poi raggiungere i 104,7 mb/g nel 2026, un nuovo record storico (+0,8 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 104,2 mb/g). L'offerta non OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,2 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso) a 71,5 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g a/a, invariata) e a 72,3 mb/g nel 2026, un nuovo record (+0,8 mb/g a/a, rivisto al ribasso rispetto ai 72,4 mb/g delle stime del mese scorso). Infine, la "call on OPEC crude", ovvero il volume di greggio che l'OPEC deve produrre per mantenere l'equilibrio del mercato, è prevista in aumento, a 27,4 mb/g nel 2024 (-0,7 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 27,1 mb/g il mese scorso), a 26,7 mb/g nel 2025 (ma -0,4 mb/g a/a, anche se rivisto al rialzo da 26,4 mb/g stimati il mese scorso). L'IEA avverte che i rischi per il mercato petrolifero restano elevati e incerti e prevede un surplus di offerta rispetto alla domanda di circa 310.000 b/g (inferiore al surplus stimato ad aprile: +411.000). Un ulteriore inasprimento delle sanzioni contro Venezuela, Iran e Russia potrebbe compensare alcuni di questi aumenti.

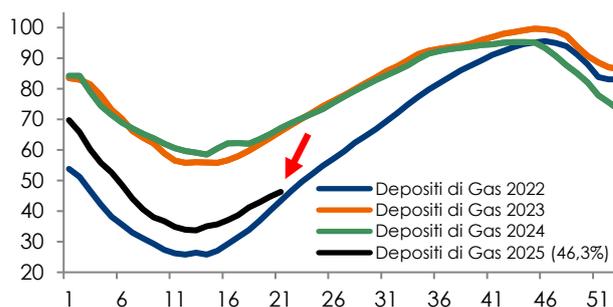
Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di maggio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, sono state aggiornate le stime per il 2024, il 2025 e il 2026. Purtroppo, l'EIA avverte che le prospettive macroeconomiche incorporano i dati statunitensi annunciati il 2 aprile, ma non la sospensione temporanea di 90 giorni dei dazi concessa ad alcuni paesi. Pertanto, si basa su dazi significativamente inferiori sui prodotti cinesi rispetto a quelli attualmente in vigore e dazi significativamente più elevati sui paesi soggetti alla sospensione temporanea di 90 giorni. Inoltre, il modello non incorpora l'aumento della produzione OPEC+ annunciato il 3 maggio, che sarà implementato a giugno, e le previsioni attuali prevedono che la produzione OPEC+ rimanga al di sotto dell'attuale obiettivo. Considerate tutte queste specifiche, si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 102,7 mb/g nel 2024 (invariato) a 103,7 mb/g nel 2025 (+1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 103,6 mb/g del mese scorso) e a 104,6 mb/g nel 2026 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 104,7 mb/g del mese scorso), segnando comunque un nuovo record. Si stima che l'offerta non-OPEC aumenterà da 70,4 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso) a 71,6 mb/g nel 2025 (+1,2 mb/g a/a, invariato) e a 72,7 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, invariato), segnando anch'esso un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 26,7 mb/g nel 2024 (previsione invariata rispetto al mese scorso), per poi aumentare a 26,9 mb/g nel 2025 (+0,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 26,7 mb/g del mese scorso) e restare stabile a 26,9 mb/g nel 2026 (rivisto al rialzo dai 26,8 mb/g del mese scorso).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.04.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



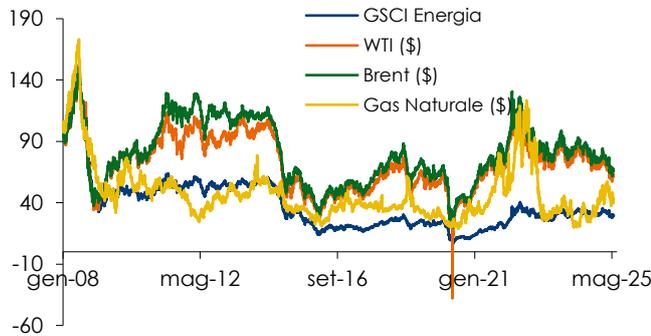
Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 25.05.2025

Gas europeo in bilico fra nuove regole sulle riserve e mancato accordo sul conflitto in Ucraina.

Si complica lo scenario per il gas europeo, stretto fra la mancata risoluzione della questione ucraina, le nuove sanzioni alla Russia e la proposta di modifica delle regole di ripristino delle scorte nell'Unione Europea. La nuova tornata di sanzioni alla Russia, decisa da Europa e Regno Unito a seguito del protrarsi dei colloqui sulla pace in Ucraina, allontana l'ipotesi di una rapida soluzione della guerra che, unita alla crisi in Medio Oriente, amplia le tensioni sulle forniture di metano, nel pieno della fase di approvvigionamento dei depositi dopo i consumi invernali. Nel tentativo di ridurre la pressione sui prezzi, il Parlamento Europeo ha approvato la proposta della Commissione che vorrebbe abbassare l'obiettivo di riempimento dei depositi di gas dal 90% all'83%, da raggiungersi in qualsiasi momento tra il 1° ottobre e il 1° dicembre di ogni anno. Il precedente regime sarebbe comunque terminato a dicembre 2025. Al netto di alcune flessibilità introdotte, gli Stati membri sarebbero comunque chiamati a garantire, in maniera vincolante, il riempimento degli stoccaggi almeno al 75% entro il termine stabilito. La proposta ha visto un iter accelerato proprio a causa delle speculazioni finanziarie che scommettevano sulla difficoltà di rispettare l'attuale obiettivo obbligatorio del 90%. Il pessimismo emerso fra gli operatori rispetto al raggiungimento di tale soglia, unito al blocco alternato delle forniture per manutenzione, a cui si è sommata l'ipotesi (per ora rimandata) di sanzionare anche il metano liquefatto di origine russa (poi rigassificato), hanno aumentato la pressione sui prezzi del gas nel pieno degli acquisti estivi. Tensioni sui prezzi alimentate anche dalla volontà, esplicitamente espressa dalla

Commissione Europea, di azzerrare le forniture dalla Russia entro il 2027, in una fase estremamente delicata per il sistema degli approvvigionamenti europeo. Nonostante uno scenario irto di difficoltà, le utility europee procedono nel riaccumulo dei depositi che dai minimi di marzo, sotto la soglia del 35%, si attestano ora al 46,3% (dati al 25.05.2025).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.05.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	589,5	-9,6	2,5	-2,2	-7,4
WTI (\$)	61,5	-10,3	-10,5	-20,8	-14,2
Brent (\$)	64,8	-10,7	-11,0	-21,1	-13,2
Gas Naturale (\$)	3,3	-14,6	-2,8	32,3	-8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: il ribasso dei prezzi dell'ultimo mese e il deciso cambio di strategia dei produttori OPEC+ giustificano la cautela. Scenario incerto anche sul gas naturale fra mancato accordo sul conflitto in Ucraina e nuove regole europee sugli stoccaggi. Il ribasso delle quotazioni petrolifere, registrato anche nelle ultime settimane, è la conseguenza diretta del netto cambio di strategia dei produttori. Se il rasserenarsi del clima sul commercio globale, con l'avvio delle trattative e i primi accordi, aveva ridotto le paure sulla futura domanda di energia, la decisione dell'OPEC+ di accelerare l'eliminazione dei tagli volontari, ampliando la disponibilità di offerta petrolifera, ha impattato in negativo sui prezzi del petrolio. Benché il mercato stia probabilmente sottovalutando alcuni rischi rialzisti, come il basso livello delle scorte strategiche statunitensi, lo stop all'export del Venezuela, le sanzioni all'industria energetica russa e il mancato accordo sul programma nucleare iraniano, il nostro approccio resta improntato alla cautela, almeno nel breve termine. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale ma abbassiamo leggermente le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Sul fronte del gas europeo, l'avvio del rifornimento dei depositi, dopo i consumi estivi, sta avvenendo in un contesto più complicato di quanto ci aspettavamo, fra mancato accordo sull'Ucraina, nuove regole europee e difficoltà di approvvigionamento, col risultato di aumentare la pressione rialzista sul metano.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.05.25	2025	2025	2025	2026	2027
WTI (\$)	61,5	63,5	64,0	65,5	64,7	67,0
Brent (\$)	64,8	67,0	67,0	66,0	68,5	70,0
Gas Naturale (\$)	3,3	3,7	3,8	4,0	3,9	3,9

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

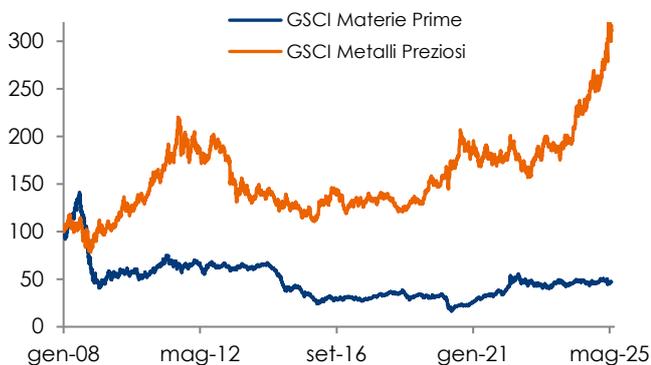
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.05.25	2025	2025	2025	2026	2027
WTI (\$)	61,5	62,0	64,0	66,0	67,0	67,0
Brent (\$)	64,8	65,0	67,0	70,0	70,0	71,0
Gas Naturale (\$)	3,3	3,5	3,5	3,8	4,0	4,3
TTF (€/MWh)	36,5	35,0	38,0	42,0	30,6	24,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: fra trattative commerciali e tensioni geopolitiche

Si complica il quadro sui Preziosi: l'avvio delle trattative commerciali e i primi accordi hanno ridotto i timori derivanti dai dazi, bilanciati dalle paure per la tenuta dei conti USA. Le tensioni in Medio Oriente e il mancato accordo sull'Ucraina tengono invece alta l'avversione al rischio che alimenta la domanda di beni rifugio. La nuova tornata di sanzioni alla Russia, decisa da Europa e Regno Unito, allontana l'ipotesi di una rapida soluzione della guerra in Ucraina che, unita alla crisi in Medio Oriente, continua a spingere al rialzo gli asset difensivi come l'oro, tornato sopra i 3.300 dollari l'oncia. La tensione e la volatilità create da Trump coi dazi hanno ampliato l'avversione al rischio e aumentato l'appel dei beni rifugio ma con una differenza rispetto al recente passato: gli investitori hanno repentinamente abbandonato il dollaro, la vera vittima della guerra commerciale, spingendo a nuovi massimi storici l'oro (a 3.500 dollari). I timori sulla tenuta del bilancio statunitense, visto il piano fiscale che vorrebbe implementare Trump, sono ancora un elemento di tensione che arriva dagli Stati Uniti. E' indubbio però che l'avvio delle trattative ha parzialmente smussato le tensioni, rasserenando il clima e riducendo la pressione rialzista sull'oro, che dovrebbe restare in area 3.300 dollari l'oncia a fine anno. Benché si sia complicato il quadro sui Metalli preziosi, nel loro insieme, questo non modifica il nostro Outlook Neutrale per il 2025, nonostante i nuovi massimi che potrebbe ancora registrare l'oro. Resta valida l'idea che i metalli con usi più industriali possano recuperare ancora nel breve, spinti dagli investimenti per la difesa che, inevitabilmente, necessita di automezzi con motori a combustione termica; tornerà quindi la richiesta di catalizzatori per benzina e diesel, che restano candidati a un maggior recupero nel medio termine, quando l'ulteriore domanda che arriverà dalla transizione 'green' premerà sui prezzi.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

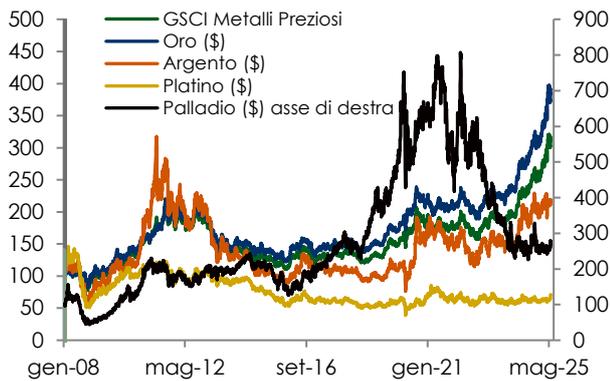
	Valore 23.05.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.634,2	-0,6	13,5	139,0
GSCI Met. preziosi	3.683,8	26,1	67,7	85,6
Oro (\$)	3.357,5	27,4	72,5	96,6
Argento (\$)	33,5	14,4	43,7	93,7
Platino (\$)	1.097,5	20,8	7,0	31,4
Palladio (\$)	999,4	9,3	-29,9	-48,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Immutata la previsione di consolidamento per il comparto dei Preziosi nel corso del 2025. L'oro rallenta leggermente la sua dinamica in scia all'avvio di molte trattative commerciali e alla stipula dei primi accordi che hanno smussato i timori generati dalle politiche implementate dalla seconda amministrazione Trump, nonostante i dubbi sollevati dal piano fiscale annunciato e sull'impatto per i conti pubblici americani, mentre tornano a destare preoccupazione i possibili sviluppi geopolitici in Russia e Medio Oriente. Il persistere di queste tensioni probabilmente spingerà il prezzo dell'oro a nuovi record. Nel medio-lungo, invece, tenderanno a calare gli acquisti delle banche centrali di metallo fisico da imputare a riserva, determinanti negli scorsi trimestri nell'alimentare il rialzo dell'oro. Anche recentemente il World Gold Council (WGC) ha ribadito di ritenere probabile una riduzione degli acquisti nel corso di tutto il 2025. Per tali ragioni, ribadiamo che l'oro dovrebbe consolidare in area 3.300 dollari alla fine del 2025. Sull'**argento**, continuerà a persistere una maggior volatilità rispetto all'oro a causa delle scarse riserve presso il London Metal Exchange (LME) ma questo non ci impedisce di confermare un profilo di previsione più contenuto per i prossimi trimestri. Confermiamo la nostra visione positiva per **platino e palladio** grazie all'atteso recupero della domanda mondiale, caratterizzata però da una

diversa composizione dei fattori di supporto. Pensiamo che la richiesta di questi metalli, nell'immediato, possa arrivare più dai piani di stimolo promossi in Cina e dalla domanda di automezzi militari (motori termici a benzina, dotati di marmitte contenenti palladio, e a gasolio, con catalizzatori contenenti platino) come conseguenza del piano europeo di ampliamento della spesa per la difesa, che dal cambiamento in atto nel settore Auto e dall'elettrificazione dei trasporti.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.05.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.683,8	15,3	25,1	39,4	26,1
Oro (\$)	3.357,5	16,4	27,3	42,6	27,4
Argento (\$)	33,5	6,4	11,4	5,2	14,4
Platino (\$)	1.097,5	15,0	18,0	4,0	20,8
Palladio (\$)	999,4	8,5	2,1	0,5	9,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale sui Preziosi; la pressione rialzista sull'oro resta presente nonostante si sia modificato il quadro dei fattori che incidono sul comparto ma che non modifica la nostra prospettiva di consolidamento (su livelli alti) delle quotazioni. Il nostro scenario di previsione incorpora la novità dei minori timori legati alla "guerra commerciale", bilanciati però dalle preoccupazioni per il bilancio USA, mentre l'ampliarsi dell'avversione al rischio sui mercati sembra maggiormente legato alle tensioni geopolitiche, viste le difficoltà nel trovare un accordo sull'Ucraina, oltre al ritorno delle tensioni in Medio Oriente, che hanno nuovamente stimolato la domanda di beni rifugio. Nonostante siano leggermente cambiati la composizione e il peso delle componenti dello scenario sull'oro, la pressione rialzista resta presente ma meno robusta rispetto ai mesi scorsi; questo non preclude tuttavia il verificarsi di nuovi massimi storici. Anche lo scenario sul dollaro è parzialmente variato: la valuta americana, che ha subito in pieno i possibili riflessi negativi delle politiche economiche del nuovo Governo statunitense, ha leggermente recuperato in coincidenza delle minori tensioni su dazi e tariffe. Minori preoccupazioni sul commercio e quindi sul ciclo economico americano e, di riflesso, mondiale, che potrebbero rassicurare la Fed e spingerla a riprendere il processo di ribasso del costo del denaro. Per tutte queste ragioni e visti i nuovi record registrati dal metallo aureo, alziamo le previsioni per tutto il 2025 e per i prossimi due anni ma ribadiamo il nostro Outlook Neutrale sul comparto, dato il generale consolidamento (solo marginali rialzi) delle altre componenti del settore.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.05.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.357,5	3.100,0	3.075,0	3.000,0	3.000,0	2.850,0
Argento (\$)	33,5	33,0	33,7	35,0	34,7	34,0
Platino (\$)	1.097,5	1.000,0	1.027,2	1.049,1	1.117,5	1.200,0
Palladio (\$)	999,4	960,0	970,0	980,0	1.000,0	965,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.05.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.357,5	3.220	3.425	3.300	3.050	3.100
Argento (\$)	33,5	32,5	32,5	33,0	33,0	34,0
Platino (\$)	1.097,5	972	1.025	1.095	1.185	1.225
Palladio (\$)	999,4	958	1.010	1.070	1.155	1.195

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: l'accordo USA-Cina non riduce l'incertezza

La sospensione di 90 giorni delle tariffe reciproche fra USA e Cina riduce le tensioni fra i due paesi ma non elimina l'incertezza sui Metalli industriali.

Nonostante l'accordo parziale (con la sospensione per 90 giorni dei dazi reciproci) raggiunto fra Stati Uniti e Cina abbia ridotto la tensione fra i due paesi e rassicurato sulle forniture di materiale, permane il clima di incertezza sul comparto dei Metalli industriali e si confermano i tre fattori a sostegno del possibile recupero dei prezzi: le tensioni commerciali, l'erosione delle scorte e l'aumento della spesa militare. Il mercato ha ormai metabolizzato la decisione dell'amministrazione Trump di introdurre dazi del 25% sull'acciaio e del 10% sull'alluminio, con possibile estensione anche al rame raffinato, non appena terminerà l'approfondimento del Dipartimento del Commercio su quali siano le nazioni che lo esportano verso gli Stati Uniti. Questa incertezza continua ad alimentare il rapido calo delle scorte di rame disponibili sui mercati, come ribadito anche questo mese dalle due principali borse, il COMEX e l'LME, che stanno registrando un notevole calo delle riserve fisiche. Il vero problema resta infatti stabilire quale sia la reale quantità di offerta disponibile sul mercato (semilavorata o di produzione mineraria) più che la contrazione della domanda, specie in una fase in cui l'aumento delle spese militari, soprattutto in Europa, rischia di far crescere la richiesta di tutti i metalli pesanti. Non a caso, mentre si attende l'accordo commerciale con gli Stati Uniti, l'Europa resta intenzionata a sostenere ed espandere le proprie capacità industriali, in particolare nel settore dell'acciaio e dei metalli industriali attraverso il suo Action Plan on Steel and Metal, proposto nelle scorse settimane dalla Commissione Europea. Il piano mira a ridurre gli elevati costi energetici contrastando la concorrenza sleale e al contempo promuovendo la competitività e accelerando la decarbonizzazione di queste industrie. Una volontà che è una diretta conseguenza del cambiamento della linea politica degli Stati Uniti nei confronti della difesa degli alleati europei, che ha portato al varo del piano di riarmo comunitario (ReArm Europe). La quota europea di produzione di acciaio mondiale è scesa a meno dell'8%, mentre la produzione primaria di alluminio si attesta solo al 3,8%, riduzioni aggravate anche dal rincaro dei costi dell'elettricità derivante dalla crisi del gas di un paio di anni fa. Parallelamente paesi come la Cina e l'India hanno ampliato la loro capacità produttiva anche grazie a sussidi distortivi varati dai rispettivi Governi. Benché l'Europa riesca ancora a soddisfare gran parte della domanda interna di acciaio (90%) e rame (83%), più critica è la situazione per l'alluminio (46%) e il nickel (25%), in vista proprio della crescente domanda derivante dalla spesa per la difesa che dovrà completarsi entro il 2030. La forte erosione delle scorte e il massiccio aumento della spesa per la difesa potrebbero continuare a sostenere i prezzi, al netto delle minori tensioni dal lato commerciale.

Cina: la sospensione di 90 giorni dei dazi reciproci è un primo segnale di intesa. Lo scorso 14 maggio è entrato in vigore l'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina che riduce la maggior parte dei dazi, dopo i colloqui svoltisi qualche settimana fa a Ginevra. Le parti si impegnano a sospendere per 90 giorni una parte delle loro tariffe punitive. In base all'accordo, gli Stati Uniti hanno accettato di ridurre i dazi sui prodotti cinesi al 30%, mentre la Cina abbasserà i propri al 10%, con una riduzione di oltre 100 punti percentuali. Una delle massime priorità dell'amministrazione Trump resta quella di colmare il deficit commerciale degli Stati Uniti con Pechino, che lo scorso anno ha raggiunto la cifra record di 263 miliardi di dollari. Una delle prime conseguenze dell'accordo è stata la rimozione del divieto alle compagnie aeree cinesi di ricevere le consegne di jet Boeing, un segnale evidente della volontà di rasserenare i rapporti. Nonostante la parziale intesa, recentemente la Cina ha criticato l'accordo commerciale siglato tra Regno Unito e Stati Uniti affermando di temere che possa essere usato per escludere i prodotti cinesi dal sistema di approvvigionamento britannico, ostacolando così le relazioni fra Londra e Pechino. Il timore è che Trump finisca per utilizzare i negoziati bilaterali con i vari partner commerciali degli Stati Uniti per fare pressioni affinché escludano le forniture cinesi dalle rispettive catene di approvvigionamento, isolando commercialmente Pechino.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.05.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.634,2	-0,6	13,5	139,0
GSCI Industriali	1.707,5	3,7	11,1	66,9
Rame (\$)	9.610,0	9,6	18,6	81,7
Alluminio (\$)	2.463,5	-3,4	10,6	63,5
Zinco (\$)	2.680,0	-9,3	13,2	34,7
Nickel (\$)	15.594,0	1,7	-25,9	27,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: si amplia la volatilità delle quotazioni nonostante il recupero delle ultime settimane; ci attendiamo una blanda debolezza nei trimestri centrali dell'anno, rimandando il recupero a fine anno e poi nei successivi due. Superati i timori sulla domanda in caso di forte rallentamento del ciclo mondiale, causato dalla nuova tornata di dazi di Trump, i prezzi del rame hanno registrato un discreto aumento nelle ultime settimane di contrattazione, sostenuti dal costante calo delle scorte in atto ormai da oltre quattro settimane e dall'indebolimento del dollaro statunitense. La tregua commerciale fra Stati Uniti e Cina ha allontanato lo spettro di una recessione globale rafforzando le aspettative di domanda di metalli, e in particolare di rame, in un quadro di riduzione delle riserve, scarsi investimenti minerari e offerta rigida. Tuttavia, i rialzi sono in qualche modo frenati dall'incertezza sul futuro dei negoziati commerciali, visto che anche nel caso cinese si tratta solo di una tregua di 3 mesi. Al termine della sospensione un accordo più articolato e definitivo andrà definito per forza, al fine di scongiurare un nuovo round di ribassi alimentati dall'incertezza. Non a caso, sono ricominciate le minacce del presidente Trump verso i paesi che non negoziano in buona fede e che allungano i tempi delle trattative, rimandando un'intesa sulle tariffe. A sostenere il recupero dei prezzi in atto hanno contribuito anche le aspettative sulla domanda in Cina, il maggior consumatore di rame al mondo, dopo le ultime misure di stimolo varate e l'impegno del Governo nel perseguire il rilancio del ciclo economico. Un quadro che dovrebbe lievemente indebolire le quotazioni nei prossimi due trimestri, rimandando la maggior pressione rialzista alla parte finale dell'anno.

Alluminio: confermiamo una previsione di marginale tensione rialzista per i prezzi dell'alluminio nella seconda parte dell'anno, rimandando il maggior recupero al prossimo biennio. Non cambiano i fondamentali del comparto: il mercato globale dell'alluminio dovrebbe rimanere bilanciato almeno per i prossimi anni, la domanda potrebbe crescere intorno al 2,0% fino al 2040, alimentata dai settori dell'edilizia e delle costruzioni e, ovviamente, dal cambiamento dei trasporti in vista della loro alimentazione elettrica. Come detto più volte, l'offerta primaria avrà una crescita lenta, intorno all'1,5% annuo, ma sarà parzialmente compensata dalla produzione di riciclo, in aumento annuo di oltre il 4%. Un quadro che conferma il nostro scenario di blanda consolidamento per quest'anno, con gli investitori attenti alle evoluzioni degli accordi commerciali e alla domanda proveniente dalla Cina, il principale produttore e consumatore mondiale di alluminio. Attenzione particolare anche a un maggior inasprimento delle regole sull'emissione di anidride carbonica nei processi siderurgici. Gli sforzi per ridurre l'impatto inquinante della produzione di alluminio procedono lentamente, sebbene l'Europa prosegua l'implementazione delle penalizzazioni sull'ingresso di manufatti siderurgici che non rispettino i vincoli sulle emissioni di anidride, con un impatto sull'intero mercato piuttosto limitato. Si riconferma uno scenario caratterizzato dai medesimi elementi dello scorso mese. Ci attendiamo una blanda pressione rialzista sull'alluminio per fine anno, in attesa di un chiarimento sull'impatto delle tariffe di Trump, rimandando il maggior recupero al prossimo biennio.

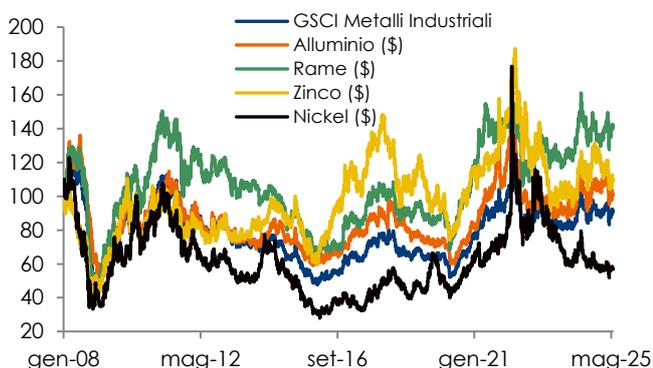
Zinco: le condizioni del mercato fisico restano sostanzialmente immutate, spingendoci a confermare le nostre previsioni.

Dopo i minimi di inizio mese e il recupero dei prezzi che ha riportato lo zinco nuovamente in area 2.700, le quotazioni del metallo sembrano stabilizzarsi. I fondamentali del mercato non sono cambiati: la maggior parte degli analisti segnala che il rallentamento della domanda da parte delle industrie utilizzatrici dei prodotti finiti o semilavorati sta impedendo un maggior recupero dei prezzi dello zinco. Il mercato fisico di zinco raffinato e piombo continua a scontare una previsione di surplus per quest'anno, come ribadito anche recentemente dall'ILZSG (International Lead and Zinc Study Group). L'offerta globale di zinco raffinato supererà la domanda di 93.000 tonnellate; quest'ultima aumenterà dell'1%, raggiungendo i 13,64 milioni di tonnellate. Il parziale accordo fra Stati Uniti e Cina ha ridotto le tensioni commerciali, di fatto rimandando di 90 giorni l'intesa definitiva, ma non ha inciso ovviamente sui fondamentali del comparto che restano quelli precedenti: scarsa domanda e mercato fisico tendenzialmente ben fornito. Alla luce di una situazione sostanzialmente immutata, non modifichiamo le nostre previsioni che segnalano la costante presenza di una certa pressione rialzista sui prezzi.

Nickel: l'INSG (International Nickel Study Group) si aspetta un surplus di offerta sul mercato fisico entro fine anno.

Dopo due anni consecutivi di eccesso di offerta, l'International Nickel Study Group ribadisce che il mercato fisico del nickel rischia di registrare un surplus ancora maggiore nel 2025, come descritto nell'analisi diffusa a fine aprile. A fronte di una produzione in aumento e di una domanda in calo, l'INSG stima un surplus di 198.000 tonnellate metriche (MT) quest'anno, dopo le 179.000 tonnellate del 2024 e le 170.000 del 2023. La produzione mondiale raggiungerà le 3,735 milioni di tonnellate quest'anno, superando le stime di consumo che si attestano a 3,537 milioni di tonnellate. I prezzi del nickel, una componente fondamentale per l'acciaio inossidabile e le batterie dei veicoli elettrici (EV), hanno sofferto a causa del crescente eccesso di offerta. Dopo aver perso oltre il 7% nel 2024, i prezzi hanno continuato a mostrare forte volatilità da inizio anno, complici la "guerra commerciale" scatenata da Trump, i dubbi sul recupero del ciclo cinese e le scelte in materia fiscale dell'Indonesia, il soggetto dominante all'interno del mercato del nickel. Il Governo indonesiano ha aumentato le royalty applicate alle maggiori industrie esportatrici di minerali presenti nel paese, col rischio di minori profitti e tagli alla produzione. L'imposta passerà da un'aliquota fissa del 10% a un intervallo fra il 14% e il 19%, rimodulabile sulla base dell'andamento delle quotazioni del metallo. Non muta il nostro scenario: nel breve ci attendiamo ancora una blanda tensione sui prezzi, visto il recente recupero, mentre nel medio-lungo periodo la pressione rialzista dovrebbe farsi maggiore, in scia alla domanda derivante dalla transizione ecologica.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.05.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.707,5	-1,0	0,7	-8,4	3,7
Rame (\$)	9.610,0	0,5	7,2	-7,8	9,6
Alluminio (\$)	2.463,5	-8,4	-6,1	-6,0	-3,4
Zinco (\$)	2.680,0	-7,4	-9,7	-11,1	-9,3
Nickel (\$)	15.594,0	0,5	-2,4	-22,4	1,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook resta Moderatamente Positivo: al netto delle minori tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina, dopo il parziale accordo, i fondamentali del comparto non sono cambiati. Le quotazioni dei Metalli industriali hanno beneficiato delle minori tensioni commerciali, dopo il parziale

accordo fra Stati Uniti e Cina che rinvia di 90 giorni i dazi reciproci. Le distorsioni sui mercati fisici, legate alle tariffe statunitensi e sostenute dalla speculazione finanziaria, non sono però scomparse, e premeranno ancora al rialzo sulle quotazioni dei metalli, controbilanciando i minori timori per la crescita economica. Quest'ultimo aspetto ha consentito di migliorare le aspettative sulla futura domanda di metalli, in precedenza depressi dalla durezza dello scontro tariffario fomentato dal presidente Trump. Non cambia il nostro scenario di medio-lungo periodo: i mancati investimenti strutturali che permeano tutta la catena produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) restano il principale elemento di rischio, alimentando il già ampio deficit di offerta. Nonostante tardi a concretizzarsi l'aumento della domanda dovuto alla transizione energetica, questo non significa che lo squilibrio già esistente non sia un fattore di tendenziale pressione rialzista sui prezzi. Per questa serie di ragioni, manteniamo il nostro outlook Moderatamente Positivo, con una minor enfasi nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante, ma confermando la prospettiva di un maggior recupero a fine anno e poi nel prossimo biennio.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.05.25	2025	2025	2025	2026	2027
Rame (\$)	9.610,0	9.200	9.200	9.325	9.600	9.860
Alluminio (\$)	2.463,5	2.485	2.500	2.550	2.604	2.600
Zinco (\$)	2.680,0	2.680	2.700	2.780	2.763	2.756
Nickel (\$)	15.594,0	15.750	15.935	16.000	16.500	16.875

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.05.25	2025	2025	2025	2026	2027
Rame (\$)	9.610,0	9.460	9.470	9.900	10.125	10.500
Alluminio (\$)	2.463,5	2.495	2.600	2.760	2.900	3.000
Zinco (\$)	2.680,0	2.805	2.920	3.085	3.235	3.300
Nickel (\$)	15.594,0	15.700	15.745	16.250	16.625	17.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: l'incertezza su dazi e trattative alimenta la speculazione

I prodotti agro-alimentari restano in una sorta di limbo, visti i continui rinvii su dazi e tariffe; di questa fase di incertezza ovviamente approfitta la speculazione finanziaria. L'incertezza del momento rende difficile individuare quali siano i settori maggiormente colpiti nel comparto agro-alimentare, visti i continui cambi di strategie commerciali e il rinvio di tariffe e accordi. L'agricoltura resta destinata ad essere terreno di scontro visto il fortissimo disavanzo commerciale espresso dal settore agro-alimentare statunitense (per il terzo anno di fila), come sottolineato anche nel recente WASDE del Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA). Canada, Messico e molti Paesi emergenti restano nel mirino delle tariffe, date le consistenti esportazioni di derrate alimentari, frutta e verdura verso gli Stati Uniti. L'altro soggetto che Trump vuole colpire è invece l'Europa: l'export europeo verso gli Stati Uniti vale centinaia di miliardi di dollari e le tensioni in corso, al netto del recente rinvio dei dazi fino al 9 luglio, potrebbero mettere a rischio molti settori chiave del comparto agro-alimentare continentale. Si rinnova l'invito di tutte le associazioni di settore affinché l'Unione Europea intensifichi le trattative e si giunga celermente a un accordo. A margine della diatriba con gli Stati Uniti e nonostante le preoccupazioni espresse dal settore agricolo anche su questo dossier, il Parlamento Europeo ha approvato la proposta presentata dalla Commissione Europea di aumentare del 50% i dazi UE su prodotti agricoli di origine russa e bielorusca non ancora soggetti a imposte doganali. I beni colpiti includono zucchero, aceto, farina e mangimi e tutta la filiera biochimica dei prodotti per l'agricoltura: concimi, pesticidi e medicina animale. Questa decisione rientra nell'inasprimento delle sanzioni alla Russia come conseguenza delle lungaggini nelle trattative sul conflitto in Ucraina. Un altro elemento che crea tensione e preme al rialzo sui prezzi agricoli all'interno del mercato europeo. Più in secondo piano lo scontro agro-alimentare con la Cina che, rispetto a quello che accadde in occasione della prima amministrazione Trump, ha trasformato strutturalmente il suo sistema di approvvigionamento, ampliando e diversificando i paesi fornitori e diminuendo la dipendenza dagli Stati Uniti. Non a caso, Trump ha preferito prima colpire altri paesi con maggiori sbilanci nei confronti del mercato agricolo USA, rimandando a una seconda fase la disputa con la Cina sul settore alimentare.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.05.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.634,2	-0,6	13,5	139,0
GSCI Agricoli	510,7	-0,8	-5,4	72,3
Mais (\$ cent)	459,5	0,2	-20,4	44,5
Fruento (\$ cent.)	542,5	-1,6	-12,8	6,6
Soia (\$ cent)	1.060,3	6,2	-19,8	27,2
Cotone (\$ cent)	66,1	-3,3	-21,6	14,8
Cacao	9.764,0	-16,4	223,7	307,9
Zucchero	17,3	-10,2	-33,0	58,2
Caffè (Arabica)	361,0	12,9	92,6	248,5
Caffè (Robusta)	4.738,0	-5,6	74,4	309,5

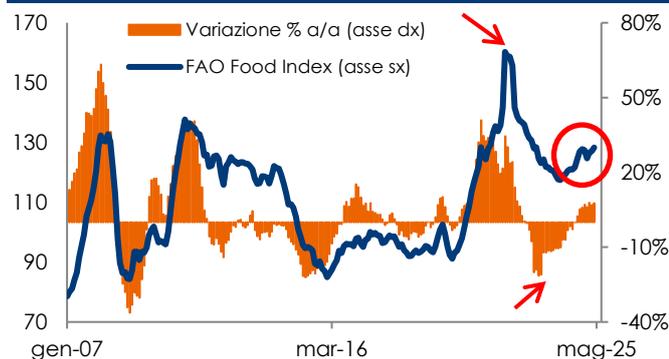
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è salito in aprile. Ad aprile, l'indice FAO dei prezzi alimentari è aumentato rispetto a marzo, raggiungendo una media di 128,3 punti, con l'incremento dei principali prezzi dei cereali, della carne e dei latticini. L'indice ha registrato una crescita del 7,6% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, e un aumento dell'1,0% rispetto a marzo. L'indice dei prezzi dei cereali ha mostrato un rialzo dell'1,2% rispetto a marzo, con i prezzi sostenuti dalla riduzione delle scorte esportabili in Russia. I prezzi del mais sono aumentati, principalmente a causa dei livelli di scorte stagionalmente più bassi negli Stati Uniti, mentre le fluttuazioni valutarie e gli aggiustamenti nelle politiche tariffarie hanno reso più incerto l'andamento dei prezzi sui mercati internazionali. Anche l'indice dei prezzi del riso è salito, grazie

alla crescente domanda di varietà aromatiche. Al contrario, l'indice degli oli vegetali è sceso del 2,3%, pur mantenendosi superiore del 20,7% rispetto a un anno fa. Il calo è stato trainato dalla diminuzione dei prezzi dell'olio di palma, a seguito della maggiore produzione stagionale nei principali paesi produttori del Sud Est asiatico, mentre i prezzi dell'olio di soia e di colza sono aumentati a causa della forte domanda di importazioni. L'indice dei prezzi della carne è aumentato del 3,2% ad aprile rispetto a marzo, con rialzi in tutte le categorie di carne, in particolare quella suina. Anche i prezzi della carne bovina sono cresciuti, soprattutto in Australia e Brasile, spinti dalla domanda stabile di importazioni e dalle limitate disponibilità per l'esportazione. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è salito del 2,4% rispetto a marzo, portando l'aumento annuale al 22,9%. Questo incremento è stato guidato dai prezzi del burro, che hanno raggiunto un nuovo massimo storico a causa del calo delle scorte in Europa. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è sceso del 3,5% rispetto a marzo, principalmente a causa delle incertezze legate allo scenario economico globale, che potrebbero influenzare la domanda nei settori delle bevande e della lavorazione alimentare, che insieme rappresentano la maggior parte del consumo mondiale di zucchero.

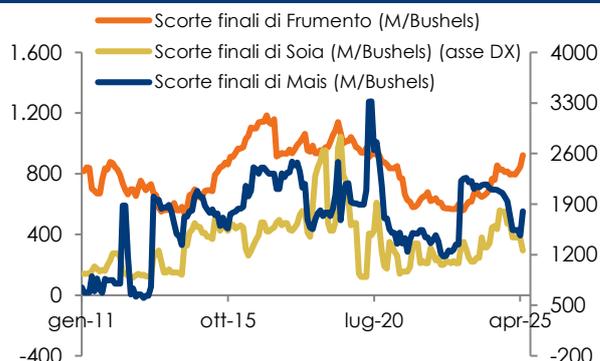
FAO: le prime previsioni per il raccolto di grano 2025 restano in linea con gli anni precedenti. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di maggio, la FAO ha leggermente rivisto al ribasso la previsione per la produzione globale di cereali nel 2024, ora stimata a 2.847,7 milioni di tonnellate, in calo marginale su base annua principalmente a causa di una riduzione dell'output mondiale di mais. La stima per la produzione mondiale di riso nel 2024/25 è stata ritoccata solo marginalmente rispetto ad aprile, attestandosi a 543,6 milioni di tonnellate, in aumento dell'1,5% rispetto alla stagione precedente, grazie a una solida espansione delle superfici coltivate. Per quanto riguarda il consumo mondiale di cereali per il 2024/25 è previsto a 2.870,3 milioni di tonnellate, con un aumento di 1,9 milioni di tonnellate rispetto al mese scorso e di 28,2 milioni di tonnellate (1,0%) rispetto al livello del 2023/24. L'utilizzo globale di grano per il 2024/25 si prevede in aumento di 1,8 milioni di tonnellate, riflettendo principalmente un maggiore utilizzo previsto in Argentina e nell'Unione Europea, portando la previsione a 797,1 milioni di tonnellate, in leggero aumento (0,1%) rispetto alla stagione precedente. Le previsioni per le scorte mondiali di cereali entro la fine della stagione 2025 sono state ulteriormente riviste al ribasso questo mese, di 5,1 milioni di tonnellate, portando la previsione a 868,2 milioni, indicando un calo di 16,6 (1,9%) rispetto ai livelli di apertura, mentre le scorte di grano e riso aumenteranno. Le ultime previsioni indicano che il rapporto tra scorte e consumo di cereali a livello mondiale nel 2024/25 si attesterà al 29,9%, in calo rispetto al 30,8% del 2023/24, ma comunque a un livello relativamente confortevole. Infine, la FAO ha leggermente ridotto le sue previsioni per il commercio mondiale di cereali nel 2024/25 a 478,6 milioni di tonnellate, il che segnerebbe una contrazione del 6,8% rispetto al 2023/24 e il livello più basso dal 2019/20. Le nuove previsioni per la produzione di grano nel 2025 si attestano a 795 milioni di tonnellate, in linea con l'anno precedente. Aumenti sono attesi in Europa, poiché il miglioramento delle condizioni meteorologiche nei paesi meridionali ha rafforzato le aspettative di resa complessive. Al contrario, in Russia, le condizioni meteorologiche avverse e una superficie coltivata ridotta dovrebbero comportare una produzione inferiore. In Nord America, è in corso la principale semina primaverile del grano in Canada, con prospettive di produzione in linea con quella dell'anno scorso. Nei paesi dell'emisfero australe sta iniziando la raccolta dei cereali secondari del 2025. Nel complesso, la produzione totale di mais è fissata al di sopra del risultato dell'anno scorso.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



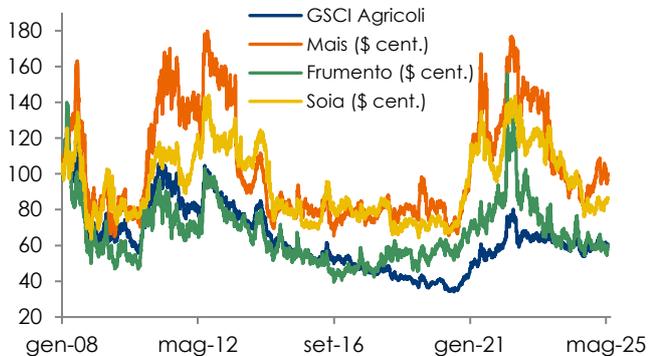
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2025)

WASDE: il report di maggio introduce le stime 2025/2026 anche se le analisi sono ritenute "parziali" a causa della totale incertezza sui dazi.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di maggio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha introdotto le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2025/26, evidenziando però la parzialità delle analisi, vista la totale incertezza sul fronte delle politiche tariffarie e degli accordi commerciali. Le previsioni globali per il **grano** per il 2025/26 indicano maggiori forniture, un aumento dei consumi e degli scambi e scorte leggermente superiori. La produzione è vista salire al livello record di 808,5 milioni di tonnellate grazie all'aumento della produzione per UE, India, Regno Unito, Cina, Argentina, Russia e Canada, che compenserà ampiamente le riduzioni per Kazakistan, Australia, Pakistan e Stati Uniti. Le scorte iniziali hanno subito una riduzione in diversi paesi, in particolare: Cina, Turchia e UE. Il consumo mondiale previsto per il 2025/26 è stimato in aumento di 4,4 milioni di tonnellate, raggiungendo il livello record di 808,0 milioni, poiché si prevede che l'uso alimentare, sementiero e industriale continuerà a crescere, mentre l'uso zootecnico e gli "usi residui" aumenteranno in maniera decisamente inferiore perché si dirigerà verso l'ampia disponibilità di cereali secondari. Il commercio globale è previsto a 213,0 milioni di tonnellate, in aumento di 6,9 milioni rispetto allo scorso anno, ma ben al di sotto del record del 2023/24 di 222,2 milioni. Sarà la UE a registrare il maggiore incremento annuo tra i principali esportatori, con un aumento di 7,5 milioni di tonnellate (a quota 34,0 milioni). La Russia rimarrà il principale esportatore globale di grano per il 2025/26 con 45,0 milioni di tonnellate, in aumento rispetto ai 43,5 milioni del 2024/25. Si prevede inoltre un aumento delle esportazioni per Argentina e Ucraina, mentre un calo per Australia, Kazakistan e Stati Uniti. Le scorte finali mondiali previste per il 2025/26 si attesteranno a 265,7 milioni di tonnellate, in aumento di 0,5 milioni rispetto allo scorso anno. Cina e Pakistan subiranno le maggiori riduzioni, mentre i maggiori aumenti si registreranno in India, Stati Uniti e UE. Secondo le nuove previsioni 2025/26, la produzione globale di **mais** raggiungerà il record di 1,265 miliardi di tonnellate, con i maggiori incrementi per Stati Uniti, Ucraina (maggior resa e superficie coltivata) e Argentina (maggior superficie coltivata), che compenseranno le minori produzioni previste per Tanzania e Canada. Anche in Brasile, l'espansione della superficie coltivata a mais migliorerà, probabilmente, le prospettive di raccolto. Si prevede che il consumo mondiale di mais aumenterà del 2%, raggiungendo il record di 1,274 miliardi di tonnellate, con un consumo superiore alla produzione per il secondo anno consecutivo. Le importazioni di mais dovrebbero salire dell'1%, trainate dagli aumenti di Cina, Vietnam, UE, Venezuela e Iran, a compensare parzialmente le diminuzioni in Zimbabwe, Zambia e Turchia. Le scorte finali per il 2025/26 sono viste in calo di 9,5 milioni di tonnellate, a 277,8 milioni di tonnellate, ovvero il possibile minimo dalla stagione 2013/14. Per il 2025/26, si prevede un aumento delle scorte nei principali paesi esportatori: Argentina, Brasile, Russia, Ucraina e Stati Uniti in particolare, mentre si stima un calo in Brasile. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata aumentare a 1.549,5 milioni di tonnellate. Il consumo mondiale è stimato in crescita a

1.560,6 milioni di tonnellate. Le esportazioni sono riviste al rialzo a 238 milioni di tonnellate. Le scorte finali sono attese in diminuzione a 305,3 milioni di tonnellate. Per il mercato della **soia**, la produzione mondiale, per la stagione 2025/26 è vista crescere del 3%, raggiungendo i 366,5 milioni di tonnellate, grazie ai maggiori apporti di Cina, Stati Uniti, Brasile, Egitto, Pakistan, Argentina, Bangladesh, Thailandia e Vietnam. Nello specifico, la crescita maggiore nelle esportazioni di farina di semi oleosi riguarderà probabilmente proprio la farina di soia per Stati Uniti e Argentina. Si prevede che le esportazioni globali di soia aumenteranno del 4%, raggiungendo i 188,4 milioni di tonnellate, grazie al maggior contributo di Brasile, Argentina, Paraguay e Uruguay (+8,5 milioni di tonnellate) più che compensando le minori esportazioni statunitensi. Le importazioni di soia della Cina sono viste aumentare di 4 milioni di tonnellate rispetto al dato della scorsa stagione (108 milioni) a quota 112 milioni. Le scorte finali mondiali sono attese in aumento di 1,2 milioni di tonnellate, raggiungendo i 124,3 milioni, principalmente grazie alle maggiori scorte di Brasile e Argentina, parzialmente compensate dalle minori scorte statunitensi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.05.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	510,7	-2,8	2,2	-5,4	-0,8
Mais (\$ cent.)	459,5	-6,5	8,0	-1,0	0,2
Frumento (\$ cent.)	542,5	-8,1	-0,3	-22,3	-1,6
Soia (\$ cent.)	1.060,3	2,0	7,8	-14,4	6,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: la costante incertezza che grava sul comparto agricolo continua a sostenere il robusto consolidamento dei prezzi delle granaglie, complice l'apporto distorsivo della speculazione finanziaria. Resta sostanzialmente immutato il quadro di breve termine sugli agricoli. La fase di tensione legata alle incertezze e ai timori sulle possibili conseguenze della guerra commerciale sul comparto agricolo globale continua ad invitare alla cautela. Parimenti, non cambia il nostro quadro previsivo di medio-lungo termine, che vedrà le granaglie restare sotto pressione. Il pericolo maggiore resta quello legato alle conseguenze del cambiamento climatico che rischia di incidere sui volumi e sulla resa dei raccolti, in una fase in cui la domanda di alimenti resta robusta, stimolata dall'espansione demografica che rimane immune al (blando) rallentamento economico in corso. Continuiamo ad attenderci un fisiologico storno per caffè e cacao per l'anno prossimo, non appena il rincaro dei prezzi si scaricherà a valle della filiera produttiva, incidendo sulla domanda industriale e sui consumi finali. In conclusione, la costante incertezza su tariffe e dazi non cambia lo scenario che rende difficile stimare l'impatto sui prezzi dovuto alle attuali turbolenze. La quasi totale assenza di chiarezza sulle trattative e sulle tariffe fra Stati Uniti, Europa e Cina è il fattore che terrà alte le pressioni su tutto il comparto agricolo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 23.05.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	459,5	467,5	465,0	450,0	447,5	460,0
Frumento (cent. \$)	542,5	550,0	545,0	550,0	581,5	600,0
Soia (cent. \$)	1.060,3	1.000,0	975,0	960,0	989,4	975,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 23.05.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	459,5	452	465	470	475	485
Frumento (\$ cent.)	542,5	545	595	605	627	645
Soia (\$ cent.)	1.060,3	1.055	1.110	1.190	1.210	1.225

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

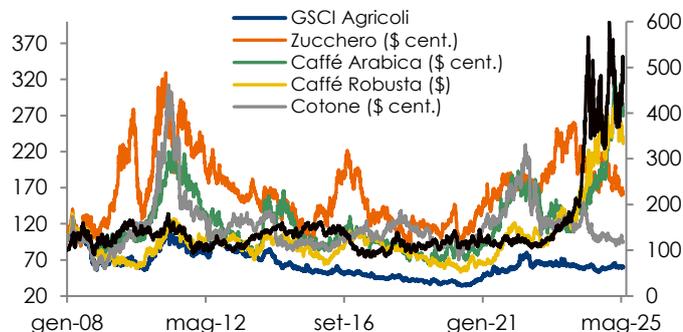
Il ritorno delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente controbilancia le minori preoccupazioni sulle tariffe, dopo l'avvio di molte trattative e la stipula di alcune intese. Se la speculazione finanziaria continua ad incidere, sembrano ridursi parzialmente i timori sulla crescita economica globale e sulla domanda di derrate alimentari, come conseguenze dell'introduzione dei dazi, sostenendo il marginale rialzo delle soft commodity, senza minare la nostra previsione di fisiologico storno delle quotazioni per cacao e caffè l'anno prossimo.

Cotone: il rapporto WASDE di maggio rivede al rialzo la produzione, il consumo e il commercio, mentre le scorte finali sono riviste al ribasso. Nel rapporto WASDE di maggio la produzione, il consumo e il commercio, relativi alla stagione 2024/2025, sono rivisti al rialzo rispetto alle previsioni di aprile, mentre le scorte finali sono riviste al ribasso. Grazie alle eccellenti rese del raccolto precoce, il raccolto previsto per l'Australia è aumentato di 200.000 balle, che rappresentano gran parte dell'aumento della produzione. Pertanto, la produzione mondiale sale a 121,07 milioni di balle. Il consumo e le importazioni aumentano di 300.000 balle ciascuno per Pakistan e Vietnam, mentre le importazioni dalla Cina si riducono di 500.000 balle. Di conseguenza, il consumo globale e le importazioni si attestano rispettivamente a 116,68 e 42,48 milioni di balle. Le scorte finali si sono ridotte di oltre 450.000 balle, raggiungendo quota 78,40 milioni, per un rapporto scorte finali/consumo del 67,1%. L'offerta mondiale per la stagione 2025/26 è in aumento di circa l'1,5% rispetto al 2024/25, poiché incremento delle scorte iniziali supera il calo della produzione. Il consumo globale è cresciuto dell'1,2%, raggiungendo i 118,08 milioni di balle, poiché gli aumenti in Bangladesh, India, Turchia e Vietnam (complessivamente +1,40 milioni di balle) hanno più che compensato un calo di 500.000 balle in Cina, con variazioni più contenute altrove. Si prevede che le esportazioni aumenteranno di oltre il 5%, raggiungendo i 44,83 milioni di balle, poiché sia negli Stati Uniti che in Brasile ci sarà un incremento di oltre 1 milione di balle ciascuno. Le scorte finali rimangono sostanzialmente invariate rispetto al 2024/25, attestandosi a 78,38 milioni di balle. Si conferma un quadro di incertezza sul mercato del cotone, che ci spinge a una previsione di consolidamento per quest'anno e a una stima di maggior rialzo dei prezzi nel medio-lungo termine.

Zucchero: le aspettative di surplus per il mercato globale dello zucchero frenano il rialzo dei prezzi. La scorsa settimana il FAS (Foreign Agricultural Service), l'agenzia che si occupa dei mercati agricoli internazionali interna all'USDA (il Dipartimento dell'agricoltura americana), ha stimato che la produzione mondiale di zucchero per il 2025/26 possa aumentare del +4,7% a/a, raggiungendo il record di 189,318 milioni di tonnellate, con un surplus globale di 1,18 milioni di tonnellate (+7,5% a/a rispetto all'eccesso di offerta della scorsa stagione). La produzione di zucchero del Brasile per il 2025/26 è vista salire del 2,3% su base annua, raggiungendo il record di 44,7 milioni di tonnellate. La produzione indiana di zucchero per la medesima stagione è stimata in rialzo di +25% a/a, raggiungendo i 35,3 milioni di tonnellate, favorita dalla notevole irrigazione fornita dalle recenti piogge monsoniche e dall'aumento della superficie coltivata a canna e barbabietola. Il mercato aveva già iniziato a scontare una miglior resa del raccolto indiano dalla metà di aprile, quando il Ministero dell'Agricoltura del paese aveva previsto un monzone superiore alla norma quest'anno, con precipitazioni totali pari al 105% della media storica degli ultimi anni (la stagione monsonica in India inizia a giugno e termina a settembre). Infine, il FAS stima che anche la produzione di zucchero thailandese per il 2025/26 possa aumentare del +2% a/a, raggiungendo i 10,3 milioni di tonnellate. Si riconferma quindi un quadro

di tensione sui fondamentali dello zucchero per la stagione in corso, che potrebbe limitare il rialzo dei prezzi lungo tutto l'orizzonte previsivo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.05.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	510,7	-2,8	2,2	-5,4	-0,8
Cotone	66,1	0,0	-7,7	-19,1	-3,3
Cacao	9.764,0	9,3	9,7	20,4	-16,4
Zucchero	17,3	-18,9	-19,1	-5,3	-10,2
Caffè (arabica)	361,0	-9,8	18,3	67,4	12,9
Caffè (robusta)	4.738,0	-17,1	-5,0	17,0	-5,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: migliori stime sui raccolti e ripristino delle scorte potrebbero frenare i prezzi del caffè. Le migliori prospettive di raccolto nei principali paesi produttori e il parziale ripristino delle scorte certificate in entrambi i mercati di scambio (New York e Londra) continuano a rendere incerto lo scenario, sebbene il quadro globale su consumi e commercio rimanga sostanzialmente invariato rispetto allo scorso mese. L'ottimismo espresso da molti analisti sul prossimo raccolto brasiliano suggerisce che il mercato mondiale del caffè per la stagione 2025/26 possa risultare più in equilibrio di quanto si pensi. Non a caso i prezzi del caffè di entrambe le varietà sono calati all'inizio di aprile, dopo i massimi raggiunti all'inizio di quest'anno, per poi riprendersi in scia alle previsioni espresse dalla Banca Mondiale (World Bank) nel suo ultimo Commodity Markets Outlook. Le stime contenute nel rapporto indicano che, dopo la salita a circa 170 milioni di sacchi nel 2023/24, la produzione globale di caffè potrebbe aumentare ulteriormente, raggiungendo i 173 milioni di sacchi nel 2024/25, pur rimanendo al di sotto dei livelli record del 2020/21. Per la stagione 2025/26 la World Bank appare decisamente meno ottimista del mercato: il rischio che le scarse precipitazioni e le temperature superiori alla media a cavallo fra la fine dell'anno e il 2026 possano influire negativamente sul raccolto in Brasile, il principale produttore di caffè al mondo, è molto alto. Uno scenario, secondo la Banca Mondiale, che sarà solo parzialmente mitigato dalla maggior produzione di Arabica prevista in Colombia, il secondo produttore mondiale dopo il Brasile. Possibile invece la frenata della varietà Robusta, visto il deciso calo dei prezzi in Vietnam (primo produttore al mondo) a causa della scarsa attività commerciale delle ultime settimane dovuta alle tensioni tariffarie, a cui si sono sommate le maggiori forniture da parte degli altri produttori: Brasile e Indonesia. Ancora una volta il quadro sul caffè resta carico di incertezze, ma nel breve potrebbe comunque favorire un consolidamento dei prezzi di entrambe le varietà. Nel medio-lungo periodo continuiamo ad aspettarci un fisiologico storno delle quotazioni che ipotizziamo ormai da qualche mese.

Cacao: i prezzi sono aumentati leggermente a maggio, dopo il calo di inizio anno all'interno di un quadro ancora incerto. I prezzi del cacao hanno recuperato leggermente questo mese, dopo il ribasso di inizio anno. Questo nonostante la domanda globale sia diminuita e l'anomalo rincaro abbia superato i costi di produzione, mentre le aspettative di eccesso di offerta hanno contribuito a frenare solo parzialmente la corsa dei prezzi. Il rallentamento delle esportazioni di cacao della Costa d'Avorio ha alimentato le preoccupazioni relative agli approvvigionamenti, a cui si sono sommati i timori sulle condizioni meteo in tutta l'Africa occidentale, sostenendo il rialzo dei prezzi. Circa il 35% del territorio di Ghana e Costa d'Avorio permane in condizioni di siccità nonostante le recenti piogge sulla costa occidentale africana. Non si è registrato un calo della resa del cacao a causa delle scarse precipitazioni, soprattutto in Costa d'Avorio, ma la qualità del cacao di entrambi i paesi produttori è peggiorata. Sebbene il raccolto non sia scarso, anzi potrebbe essere superiore del 10% rispetto allo scorso anno, si ampliano i timori per il

potenziale calo della domanda di prodotti realizzati con cacao di bassa qualità, col risultato di premere al rialzo sulle quotazioni di mercato poiché le aziende cercheranno a tutti i costi di assicurarsi le migliori forniture. Un aumento dei prezzi che sarà rallentato solo parzialmente dalla crescita delle esportazioni di cacao dalla Nigeria (terzo produttore al mondo), che ha attenuato marginalmente le preoccupazioni relative all'offerta. Il rincaro del costo del cacao grezzo si trasferirà inevitabilmente lungo la filiera commerciale, prima impattando sui costi dei prodotti intermedi e poi su quelli finiti. Quando questa prospettiva si concretizzerà, potremo assistere a un'ulteriore discesa della domanda mondiale, che contribuirà a frenare le quotazioni del cacao nel lungo periodo.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 23.05.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,1	66,3	67,9	70,9	72,8	74,0
Cacao	9.764,0	8.134	7.750	7.400	7.150	6.750
Zucchero	17,3	19,0	19,5	20,3	20,5	23,4
Caffè (Arabica)	361,0	380,0	360,0	340,0	320,0	300,0
Caffè (Robusta)	4.738,0	5.400	4.500	4.200	4.020	4.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 23.05.25	2° trim. 2025	3° trim. 2025	4° trim. 2025	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,1	66,0	67,0	70,0	70,0	71,0
Cacao	9.764,0	10.210	11.000	10.200	7.440	6.500
Zucchero	17,3	18,0	20,0	22,0	23,0	23,5
Caffè (Arabica)	361,0	385	360	340	300	280
Caffè (Robusta)	4.738,0	5.050	5.000	4.920	4.540	4.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese 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 29.04.2025.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Certificazione Analisti

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

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

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi