

Focus

## Materie prime: navigando in acque pericolose

I mesi estivi, caratterizzati da incertezza, volatilità e tensioni commerciali, dovrebbero scoraggiare la domanda di materie prime cicliche ma favorire gli acquisti di beni rifugio, fra cui brilleranno oro e metalli preziosi. I gravi rischi geopolitici in Medio Oriente potrebbero nuovamente alimentare spinte rialziste sugli energetici.

## Petrolio: occhi sul Medio Oriente

Una nuova guerra in Medio Oriente spaventa i mercati, ma l'offerta mondiale è al momento adeguata a compensare eventuali cali della produzione iraniana. La fisiologica reazione dei prezzi a shock inattesi non va confusa con l'effettiva scarsità sul mercato fisico.

## Mercati energetici: il nodo delle scorte

Anche se le consegne di gas naturale liquefatto sono state abbondanti, le scorte europee sono ancora inferiori alla media stagionale. Le tensioni in Medio Oriente e lo stop delle spedizioni di gas russo attraverso l'Ucraina potrebbero mantenere elevati i prezzi del gas anche in estate.

## Metalli preziosi: l'oro è la seconda valuta di riserva

Nel 2024, la quota dell'oro nelle riserve ufficiali mondiali è cresciuta al 20%, superando l'euro, fermo al 16% del totale. L'oro è quindi la seconda valuta di riserva al mondo, secondo solo al dollaro americano.

## Metalli industriali: volatilità nei mesi estivi

Attualmente, il mercato fisico è più preoccupato della disponibilità di offerta che dei rischi al ribasso sulla domanda. Nel nostro scenario di base ci attendiamo che quasi tutti i metalli non ferrosi chiudano l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali, anche se l'evoluzione del quadro tariffario potrebbe alimentare ulteriormente la volatilità nei mesi estivi.

## Agricoli: ancora ai margini delle guerre commerciali

Le dispute commerciali rappresenteranno un'importante fonte di volatilità nei prossimi mesi anche per le materie prime agricole.

Giugno 2025

Nota Trimestrale

Research Department

Rates, FX & Commodities  
Research

Daniela Corsini, CFA  
Economista - Materie Prime

## Materie prime: navigando in acque pericolose

I mesi estivi, caratterizzati da incertezza, volatilità e tensioni commerciali, dovrebbero scoraggiare la domanda di materie prime cicliche ma favorire gli acquisti di beni rifugio, fra cui brilleranno oro e metalli preziosi. I gravi rischi geopolitici in Medio Oriente potrebbero nuovamente alimentare spinte rialziste sugli energetici.

Stiamo vivendo una fase storica eccezionale, una discontinuità dai precedenti equilibri economici, politici, geopolitici. L'incertezza sulle politiche economiche che saranno implementate ha raggiunto i massimi da sempre: ben oltre i picchi della Grande Crisi Finanziaria del 2009 e della pandemia del 2020. Per analizzare un contesto così complicato, può essere utile separare le dinamiche di lungo periodo da quelle di breve, analizzando per prime le forze che plasmeranno gli equilibri di lungo termine nel tentativo di immaginare quale sarà il punto di arrivo di questo processo di transizione. Cosa ci riserva il futuro?

### Verso un mondo più polarizzato e regionalizzato

È molto probabile che la **polarizzazione** fra i paesi maggiormente legati agli Stati Uniti e quelli più dipendenti dalla Cina sarà ben più netta rispetto ai primi due decenni di questo secolo.

Assisteremo a una crescente **regionalizzazione** del commercio e, sperabilmente, a una ripresa delle manifatture nei paesi occidentali. Ciò implicherà la duplicazione (o moltiplicazione) di alcune filiere, soprattutto per alcuni beni ritenuti strategici nei settori della difesa e della tecnologia, e per alcune materie prime essenziali. Tali processi potrebbero inizialmente causare un temporaneo aumento della domanda di commodity necessarie per costruire nuove infrastrutture produttive e logistiche, accompagnato da periodici episodi di scarsità su scala regionale di alcuni beni che genereranno pressioni al rialzo sui prezzi di materie prime e beni intermedi. Una volta completata questa riorganizzazione delle filiere, potrebbero invece manifestarsi fenomeni di eccesso di offerta e pressioni al ribasso sui prezzi.

Le aziende, e i governi, perseguiranno una maggiore **diversificazione** di fornitori e forse anche di tecnologie, ove possibile. È esemplificativo in questo senso il processo di transizione che sta affrontando il sistema energetico in Europa: si desidera una pluralità di nuovi fornitori e di fonti energetiche per rendere le reti più resilienti a shock inattesi, mentre resta a nostro avviso insufficiente la spinta verso una maggiore integrazione dei sistemi energetici nazionali, data la forte predominanza di interessi nazionalistici di breve periodo.

Per tutti i settori, ma ancora una volta soprattutto per il settore energetico, l'**opzionalità** resterà un importante vantaggio competitivo: poter scegliere come, quando e da chi assicurarsi beni ed energia permetterà alle singole aziende e alle varie economie nel loro complesso di dimostrarsi più resilienti di fronte a sfide future quali cambiamenti climatici, maggiore frequenza di eventi meteorologici estremi, minore stabilità delle relazioni internazionali e soprattutto rischi logistici. Infatti, la crescita dei volumi di commercio rende essenziale il buon funzionamento delle infrastrutture più importanti per i trasporti e la lavorazione finale (porti, aeroporti, cavi sottomarini, gasdotti, oleodotti, terminali di liquefazione e rigassificazione) e dei choke points, ovvero delle "strette" lungo le rotte più trafficate che, se bloccate, potrebbero potenzialmente mettere in ginocchio intere catene di fornitura. Per petrolio e gas, il collo di bottiglia più importante è lo Stretto di Hormuz: appena 39 km da cui transitano circa un quinto del petrolio e un quarto del gas naturale liquefatto (GNL) consumati ogni giorno al mondo.

Se saggiamente implementati, i processi di regionalizzazione e diversificazione potrebbero avere esiti positivi: **in futuro, un mondo più polarizzato potrebbe rivelarsi anche più bilanciato in termini di struttura economica regionale e più resiliente a shock inattesi.**

### Asset allocation strategica per le materie prime

**In un simile scenario, l'asset allocation strategica nel comparto delle materie prime dovrebbe favorire metalli industriali e preziosi, attesi sovraperformare gli energetici nel lungo periodo.** Infatti, la duplicazione delle filiere dovrebbe portare a un iniziale aumento della domanda di

**È in corso una difficile transizione verso un mondo più polarizzato...**

**...ma, sperabilmente, anche più bilanciato in termini di struttura economica regionale e più pronto a sopportare shock inattesi**

**metalli** industriali, essenziali per la costruzione delle infrastrutture. La prosecuzione della transizione energetica, necessaria per diversificare le fonti di generazione e ridurre la dipendenza dalle importazioni in Europa e Asia, implicherà una crescente domanda di rame, alluminio, e argento, e quindi mercati persistentemente in deficit per questi metalli.

Specularmente, i prezzi delle tradizionali fonti **fossili** potrebbero aver ormai superato i massimi storici e avviarsi verso un lento, ma inesorabile declino. Dalla fine di questo decennio in poi, i mercati di petrolio, gas naturale e carbone potrebbero rimanere strutturalmente in surplus poiché la produzione mondiale potrebbe persistentemente superare i consumi.

Al contrario, la domanda mondiale di **oro** da parte del settore finanziario dovrebbe sostenere ulteriori rialzi delle quotazioni nel lungo periodo: le banche centrali, soprattutto nei paesi emergenti, vogliono diversificare ulteriormente le riserve strategiche; gli investitori desiderano proteggere i patrimoni dai rischi di inflazione e svalutazione delle fiat currency, a fronte dei crescenti dubbi sulla sostenibilità dei debiti pubblici in espansione. Inoltre, la domanda di beni rifugio quali oro e argento dovrebbe mantenersi vivace per la maggiore polarizzazione dello scacchiere internazionale e le persistenti tensioni geopolitiche, gravi soprattutto in Medio Oriente.

I prezzi delle **materie prime agricole** saranno probabilmente soggetti a rischi al rialzo. Da un lato, una maggiore regionalizzazione del commercio potrebbe implicare maggiori costi di produzione e trasporto. Dall'altro, il cambiamento climatico e la maggior frequenza di eventi meteorologici estremi potrebbero generare problemi all'offerta e innescare periodici episodi di scarsità, a fronte di un aumento continuo della domanda mondiale, complice il miglioramento degli stili di vita nei paesi emergenti. In tal senso, i forti rincari registrati negli ultimi due anni da caffè e cacao sono stati emblematici: un'imprevedibile successione di anomalie climatiche ha causato gravi difficoltà alla produzione mondiale, ed è stato necessario erodere le scorte per soddisfare i consumi. Solo dopo mesi di alti prezzi stanno finalmente emergendo segnali che il ribilanciamento potrebbe essere avviato, anche se il processo è molto lento e caratterizzato da temporanee inversioni di rotta.

### **I mesi estivi saranno complicati, ma un graduale calo dell'incertezza potrebbe portare a uno scenario più favorevole entro fine anno**

**Il processo di transizione verso un nuovo ordine economico e politico sarà sicuramente complicato, ed è sfidante immaginarsi il percorso migliore per arrivarvi evitando danni collaterali** quali recessioni, crisi del debito e nuovi conflitti, soprattutto dato l'atteggiamento particolarmente aggressivo adottato dall'attuale amministrazione americana nei confronti dei principali partner commerciali.

Secondo la teoria economica, tariffe punitive e conseguenti ritorsioni aumentano il rischio di un eccessivo rallentamento degli Stati Uniti e di un possibile calo strutturale della crescita potenziale nel resto del mondo. Inoltre, diventano più rilevanti i rischi che l'inflazione diventi persistente e l'espansione dei debiti pubblici incontrollata.

Questi rischi potenziali sono acuiti dall'incertezza: preoccupano infatti sia l'imprevedibilità delle politiche commerciali americane, sia le reazioni delle banche centrali a uno scenario macroeconomico estremamente complesso e variabile.

Nel nostro scenario di base sulle materie prime, **manteniamo una visione relativamente ottimista**: riteniamo che l'amministrazione repubblicana sia ben consapevole che **dazio effettivo ai massimi dal 1930 danneggerebbe** notevolmente **sia la crescita economica americana, sia gli utili delle aziende**, con gravi ripercussioni sui corsi azionari e sui redditi disponibili delle famiglie. Inoltre, **il presidente Trump non può correre nessuno di questi rischi, soprattutto alla luce delle prossime elezioni di mid-term** che si terranno fra meno di diciotto mesi e potrebbero portare un netto recupero dei Democratici sia alla Camera che al Senato, limitando fortemente la capacità di azione dell'attuale esecutivo. Ipotizziamo quindi che l'atteggiamento molto aggressivo adottato in questi primi mesi possa essere spiegato dalla volontà di accelerare le trattative e

**Incertezza e protezionismo amplificano i rischi su crescita, inflazione e debito...**

**...ma l'amministrazione Trump ne è consapevole**

arrivare più velocemente a nuovi accordi commerciali che prevedano livelli tariffari meno dannosi per le economie interessate.

**Interpretiamo la caotica successione di proclami altisonanti, tariffe punitive, sospensioni e rinvii come una strategia volta ad aumentare la pressione contro i partner commerciali, ma al contempo blindare una finestra, pur breve, dedicata esclusivamente ai negoziati.**

Al momento, sono sospesi sino al 9 luglio sia i dazi bilaterali contro tutti i paesi tranne la Cina, annunciati durante l'inaffabile "Liberation day" (il 2 aprile), sia le tariffe del 50% imposte all'Europa e annunciate il 23 maggio. Se i vari paesi non raggiungeranno un accordo con gli Stati Uniti entro il termine del 9 luglio, torneranno in vigore le tariffe annunciate il 2 aprile (quindi circa il 20% per l'Europa).

La Cina, primo obiettivo dell'amministrazione Trump, dovrebbe beneficiare sino al 12 agosto di una tariffa media ridotta al 30%, a fronte di un dazio medio di circa 145% imposto in precedenza. Se entro tale data non si siglerà un nuovo accordo commerciale, i dazi contro la Cina salirebbero in media al 54% (quindi attestandosi su un livello superiore al 34% annunciato il 2 aprile).

A livello settoriale, il quadro si complica ulteriormente perché sono tuttora in vigore, e non saranno probabilmente abrogate, tariffe ben più elevate imposte sul settore automobilistico e su altri beni, fra cui spiccano pannelli fotovoltaici, semiconduttori, fentanyl, alluminio e acciaio (su cui i dazi sono stati raddoppiati dal 25% al 50% a partire dal 4 giugno per tutti i paesi esportatori tranne il Regno Unito, che ha già siglato un accordo commerciale con gli USA). Sono invece attualmente esentati dai dazi bilaterali le importazioni di beni di valore unitario inferiore agli 800 dollari, e merci del settore tecnologico (sino al 9 luglio). Nuove tariffe potrebbero essere annunciate nei prossimi mesi sul settore farmaceutico e metallurgico, rame raffinato in primis.

**È molto probabile quindi che i prossimi mesi estivi saranno caratterizzati da incertezza sulle politiche commerciali, e di conseguenza da volatilità sui mercati finanziari**, influenzati dai flussi di annunci, commenti e notizie che le parti negoziali lasceranno trapelare per rafforzare la propria posizione nelle trattative.

Purtroppo, l'imprevedibilità delle normative commerciali che saranno in vigore fra uno, tre o sei mesi continuerà ad erodere la fiducia di consumatori e imprese, frenando consumi e investimenti. Inoltre, stanno aumentando le aspettative di rialzo dei prezzi, soprattutto negli Stati Uniti: l'inflazione attesa a uno o cinque anni è attualmente ai massimi dagli anni '90, disancorata dai dati macroeconomici, che stanno ancora mostrando una prosecuzione del processo di disinflazione, grazie al continuo calo del CPI dopo il picco del 3% toccato in gennaio.

Questa scollatura fra attese di inflazione e dati rilevati è particolarmente temuta dalle banche centrali perché potrebbe rendere inefficaci o addirittura controproducenti le misure di politica monetaria. Ad esempio, se la Federal Reserve decidesse di mantenere invariati i tassi di interesse di riferimento al 4,50% almeno sino a settembre, a causa di un mercato del lavoro ancora resiliente e del rilevato, ma ancora lento e incompleto, processo di disinflazione, i rischi al ribasso sulla crescita economica, alimentati dal raffreddamento del commercio e degli investimenti, potrebbero essere amplificati dall'aspettativa di prezzi al consumo in rialzo. Portate all'estremo, queste dinamiche potrebbero innescare una spirale stagflattiva, caratterizzata da contrazione dell'attività economica, ma inflazione positiva: il peggior incubo per una banca centrale.

**Nel nostro scenario di base riteniamo che la Federal Reserve saprà comunicare efficacemente le proprie strategie e riuscirà a traghettare l'economia americana oltre questi mesi difficili:** la crescita, pur inferiore al potenziale, resterà comunque positiva e l'interruzione, o più probabilmente l'inversione, del processo di disinflazione sarà soltanto temporanea. Il nostro ottimismo è giustificato sia dalla buona tenuta dell'economia americana registrata sinora, nonostante i gravi shock che si sono susseguiti in questi mesi, sia dall'aspettativa che **il punto**

**Fra luglio e agosto, l'impianto tariffario è destinato a cambiare...**

**...alimentando ulteriormente incertezza, e volatilità sui mercati...**

**...e complicando notevolmente il lavoro delle banche centrali**

**d'arrivo delle politiche americane possa essere un nuovo assetto commerciale mondiale e non uno stato permanente di guerra commerciale.**

### **Asset allocation tattica per le materie prime**

I mesi estivi, caratterizzati da incertezza, volatilità e tensioni commerciali, dovrebbero penalizzare le materie prime cicliche. Infatti, la prospettiva di una **crescita economica più lenta**, accompagnata da **limitata propensione agli investimenti** da parte delle imprese e da **scarsa propensione ai consumi** delle famiglie, sommate alle **aspettative di elevata inflazione**, **dovrebbero scoraggiare la domanda di materie prime energetiche e di metalli industriali.**

Al contrario, oro e metalli preziosi potrebbero beneficiare di questa fase di mercato e recuperare terreno. **L'oro potrebbe toccare nuovi massimi** nel 3° trimestre, complici le scadenze delle esenzioni tariffarie del 9 luglio (dazi bilaterali, inclusa Europa) e del 12 agosto (per la sola Cina), ed i bassi volumi estivi che favoriscono ampi movimenti di riposizionamento dei portafogli nell'eventualità di picchi temporanei di avversione al rischio e ricerca di beni rifugio. **Anche argento e platino potrebbero registrare incrementi significativi delle quotazioni**, ritestando i massimi pluriennali grazie alla crescente domanda di exchange traded funds (ETFs) da parte degli investitori e ai processi di sostituzione in corso nel settore della gioielleria, soprattutto in Asia, poiché i prezzi record raggiunti dal metallo giallo stanno incentivando l'utilizzo di altri metalli preziosi più economici.

Per quanto riguarda il **petrolio**, le spinte ribassiste alimentate dal ciclo macroeconomico e dalle politiche energetiche dell'OPEC+, impegnata nello smantellamento progressivo dei tagli volontari, dovrebbero essere controbilanciate da tensioni geopolitiche, una produzione inferiore alle attese in Nord America, basse scorte e persistenti limitazioni alle esportazioni di greggio russo e iraniano. Quindi, è ragionevole attendersi che il petrolio Brent possa rimanere ancora per qualche tempo in un intervallo di 60-85 dollari. Il greggio potrebbe mantenersi nella parte alta di questo range (70-85 dollari) quando prevarranno i timori di interruzioni inattese dell'offerta, o addirittura superarlo nell'ipotesi di ulteriori escalation in Medio Oriente. Al contrario, potrebbe spostarsi nella parte bassa (60-70 dollari) quando si ravviveranno le preoccupazioni relative a guerre commerciali e rischi recessivi. Riteniamo che una media di 70 dollari possa essere un livello di equilibrio sia nel 2° semestre 2025 che nel 2026.

I mercati del **gas naturale** potrebbero mostrare maggior volatilità a causa delle fluttuazioni non coordinate di domanda e offerta. Negli Stati Uniti, il benchmark Henry Hub potrebbe crescere verso una media di 3,65 dollari per MMBtu nel 2025 e 4,00 dollari per MMBtu nel 2026, guidato da maggiori esportazioni di GNL. In Europa, sarà critico il processo di riempimento dei depositi di gas in vista del prossimo inverno, a fronte dell'assenza dei flussi dalla Russia attraverso l'Ucraina, dei rischi di temporanei cali dell'offerta dalla Norvegia per manutenzioni e di possibili ritardi nelle consegne di GNL a causa della concorrenza asiatica e di un'attiva stagione degli uragani nel Golfo del Messico. Prevediamo che il benchmark TTF possa attestarsi attorno a una media di circa 40 euro per MWh nel 2025, crescendo da una media di circa 38 euro nel 3° trimestre ad una media di circa 42 euro nel 4° trimestre. Purtroppo, i rischi restano sbilanciati al rialzo.

Il comparto dei **metalli industriali** ha subito le maggiori distorsioni a causa delle tariffe statunitensi, sia implementate che minacciate. In tal senso, il mercato del rame è esemplificativo: nel tentativo di evitare una tariffa del 25% sulle importazioni di metallo raffinato, gli operatori hanno profondamente alterato i flussi sui mercati fisici e l'allocazione mondiale di scorte, attraendo metallo verso gli Stati Uniti drenandolo dalle scorte in Europa. Permane incertezza sulle prospettive della domanda mondiale nei prossimi mesi, ma l'offerta resterà limitata, complici interruzioni inattese in importanti miniere ed un sottoinvestimento strutturale. Per questi motivi ci attendiamo che quasi tutti i metalli di base chiuderanno l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali, anche se l'evoluzione del quadro tariffario potrebbe alimentare ulteriormente la volatilità nei mesi estivi.

**In estate, incertezza e tensioni commerciali eroderanno la domanda di energetici e industriali...**

**...ma favoriranno ancora oro e preziosi**

**Il petrolio oscillerà nell'intervallo 60-85 dollari, a causa di rischi geopolitici e tensioni commerciali.**

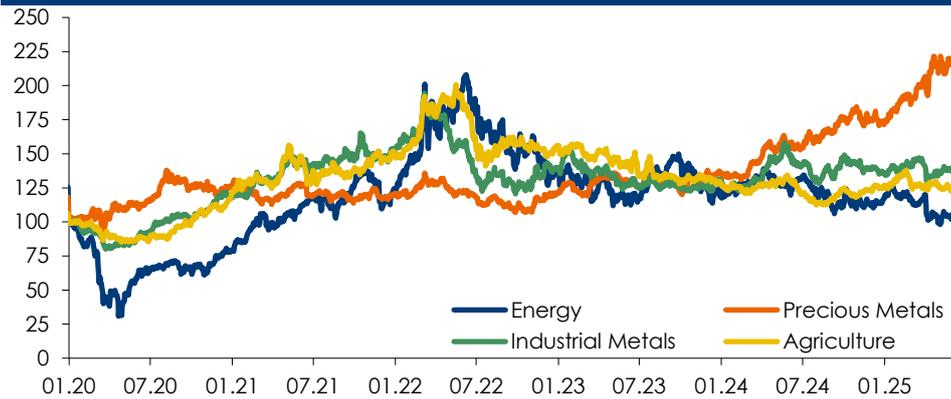
**Nei mercati del gas, prevalgono rischi al rialzo sui prezzi.**

**Timori di nuove tariffe e uno strutturale sottoinvestimento hanno sinora limitato i ribassi dei metalli...**

Sinora, le **merci agricole** hanno sofferto pressioni ribassiste per l'aspettativa che un rallentamento della crescita mondiale potesse riflettersi in un calo dei consumi. Riteniamo quindi che, se nei mesi estivi si allentassero le preoccupazioni relative alle guerre commerciali, i prezzi delle materie prime agricole potrebbero rapidamente recuperare terreno e chiudere l'anno su livelli superiori rispetto al 1° trimestre 2025. La principale eccezione a questo scenario complessivamente positivo è rappresentata da cacao e caffè, poiché gli alti prezzi raggiunti da questi coloniali dovrebbero favorire il lento processo di aggiustamento fra domanda e offerta, portando ad una riduzione del loro deficit nel corso dei prossimi trimestri.

**...mentre per le merci agricole ha prevalso il timore di un rallentamento della crescita mondiale**

#### Performance dei principali settori delle materie prime (dic. 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni di prezzo per i principali future sulle commodity in valuta di quotazione, scenario di base, performance da inizio anno (YTD) e rendimenti attesi nel 2025 e 2026 in percentuale**

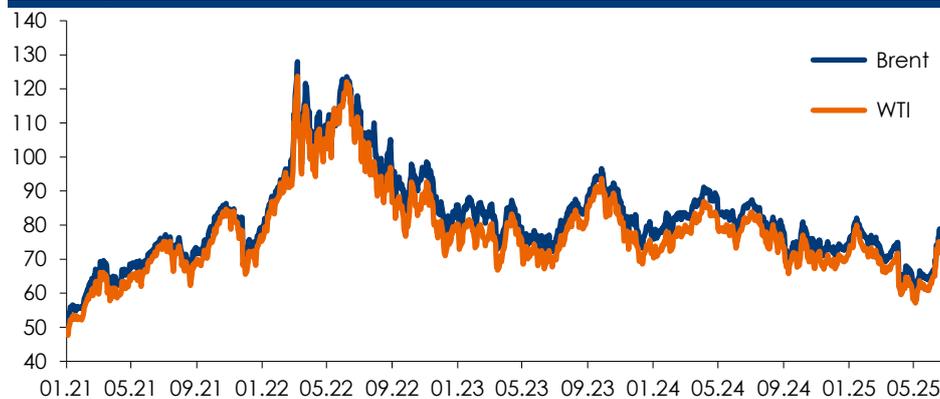
Al 13.06.2025	3T25	4T25	2025	2026	2027	% YTD	% 2025	% 2026
ICE BRENT (USD/barile)	70.0	70.0	70.2	70.0	71.0	-5	-12	0
NYMEX WTI (USD/barile)	68.0	68.0	67.6	67.0	67.0	-3	-11	-1
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.5	3.8	3.7	4.0	4.3	2	52	9
JKM GNL (USD/MMBtu)	11.0	12.0	12.3	10.0	8.5	-12	3	-18
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	38.0	42.0	40.4	30.6	24.0	-22	17	-24
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	39.0	43.0	41.9	31.6	25.0	-17	17	-25
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	113.7	120.5	119	101.6	92.6	-18	11	-14
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	83.7	95.5	87	76.6	72.6	-29	11	-12
EUA (EUR/tonnellata)	73.0	76.0	73.3	85.0	98.0	3	6	16
LME ORO (USD/oz)	3,425	3,300	3,215	3,050	3,100	32	35	-5
LME ARGENTO (USD/oz)	35.0	33.0	33.3	33.0	34.0	25	18	-1
LME PLATINO (USD/oz)	1,096	1,150	1,060	1,205	1,225	36	11	14
LME PALLADIO (USD/oz)	1,010	1,070	1,005	1,155	1,195	16	2	15
LME RAME 3M (USD/ton)	9,700	9,900	9,615	10,125	10,500	10	4	5
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,600	2,760	2,610	2,900	3,000	-2	6	11
LME NICHEL 3M (USD/ton)	15,745	16,250	15,795	16,625	17,000	-1	-7	5
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,920	3,085	2,885	3,235	3,300	-12	3	12
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	1,985	2,040	1,995	2,087	2,350	2	-5	5
LME STAGNO 3M (USD/ton)	32,600	33,000	32,450	33,000	33,000	12	7	2
SGX FERRO (USD/ton)	100	102	101	105	105	-8	-8	4
LME HRC Nord America (USD/ton)	910	910	880	885	840	24	13	1
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	635	640	624	625	600	6	0	0
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	460	465	460	470	470	-7	-11	2
LME REBAR (USD/ton)	560	570	562	565	555	-4	-4	1
LME SCRAP (USD/ton)	350	360	353	355	360	-2	-8	1
COMEX LITIO (USD/kg)	9.2	9.4	9.2	9.5	10.0	-13	-24	4
COMEX COBALTO (USD/lb)	16.0	15.5	14.7	15.0	15.0	41	20	2
CBOT MAIS (USc/bu)	465	470	465	475	485	-5	10	2
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	570	605	565	627	645	-2	-1	11
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,110	1,185	1,090	1,210	1,225	7	-1	11
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	67	70	67	70	71	-5	-12	4
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	500	540	515	610	620	-9	-10	18
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	19.0	21.0	19.2	23.0	23.5	-16	-7	20
MDE-OLIO DI PALMA (MYR/mt)	3,900	4,000	4,150	4,100	4,175	-16	-2	-1
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	360	340	360	300	280	8	53	-17
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	4,100	3,800	4,570	3,670	4,300	-12	7	-20
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	11,000	10,200	10,085	7,440	6,500	-16	23	-26
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	7,500	7,300	7,265	5,760	5,100	-30	11	-21
CBOT-RISO (USD/mt)	13.0	13.0	13	13.0	14.0	-4	-20	-2
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	300	310	300	334	350	-7	-11	11
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	48	45	46	46	47	37	4	-1

Fonte: stime Intesa Sanpaolo, dati storici Bloomberg

## Petrolio: occhi sul Medio Oriente

Una nuova guerra in Medio Oriente spaventa i mercati, ma l'offerta mondiale è al momento adeguata a compensare eventuali cali della produzione iraniana. La fisiologica reazione dei prezzi a shock inattesi non va confusa con l'effettiva scarsità sul mercato fisico.

### Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Il 4 aprile**, appena due giorni dopo l'infausto Liberation Day, quando si stavano intensificando i timori di guerre commerciali e rischi recessivi, **l'OPEC+ ha annunciato un'inattesa accelerazione del progetto di smantellare parte dei tagli volontari alla produzione**, scatenando il panico sul mercato: il petrolio Brent ha rotto il supporto chiave di 68 dollari, in vigore dal lontano 2 dicembre 2021, per il timore che l'incremento di offerta di idrocarburi e la contemporanea contrazione del consumo mondiale avrebbero spinto il mercato in ampio surplus. Nei giorni immediatamente successivi, il Brent ha continuato a scendere, raggiungendo un minimo di 58,40 dollari il 9 aprile, il livello più basso mai registrato dal febbraio 2021.

Come ipotizzavamo nel precedente scenario trimestrale, **la rottura del supporto di 68 dollari ha effettivamente aperto la strada a una correzione più profonda dei prezzi future del greggio verso l'intervallo di 55-60 dollari, corrispondente ai costi marginali medi del petrolio di scisto (shale oil).**

Successivamente, la proroga delle tariffe bilaterali contro Cina ed Europa nonché l'esenzione temporanea di alcuni settori hanno favorito un recupero verso una media di circa 65 dollari. Tuttavia, le prospettive di uno stabile ritorno al di sopra della soglia dei 68 dollari restavano decisamente remote a causa dell'evoluzione della politica petrolifera dell'OPEC+. Infatti, il processo di riassorbimento dei tagli volontari<sup>1</sup> sta procedendo a ritmo accelerato: da aprile in poi l'incremento mensile è sempre stato confermato a ben 411 mila barili al giorno, una netta accelerazione dai +138 mila barili al giorno annunciati in marzo.

Se gli aumenti di produzione continuassero a questo ritmo anche nei mesi estivi, a settembre 2025 l'OPEC+ avrebbe completamente cancellato questi tagli volontari, riportando sul mercato circa 2,2 milioni barili al giorno (mb/g) di produzione. **In assenza di interruzioni inattese**, questo rialzo della produzione porterebbe ad **un eccesso di offerta di circa 0,8 mb/g nel 2025 e di 0,6 mb/g**

**In aprile, gli annunci di tariffe punitive da parte degli USA e di progressivi incrementi dell'offerta OPEC+ hanno portato a un inatteso crollo dei prezzi del greggio...**

**...per l'aspettativa di un mercato ampiamente in surplus sia nel 2025 che nel 2026**

<sup>1</sup> Questi tagli volontari erano in vigore da novembre 2023, ammontavano ad un totale di 2,2 milioni di barili al giorno ed erano stati implementati soltanto da otto paesi: Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria, e Oman. Altre restrizioni all'offerta OPEC+ che restano in vigore almeno sino a dicembre 2026 ammontano a circa 3,66 mb/d e sono rappresentate da 2,00 mb/d di tagli obbligatori alla produzione, in vigore dal 2020 e il cui onere è condiviso da tutti i paesi OPEC+, e da 1,65 mb/d di altri tagli volontari alla produzione in vigore dall'aprile 2023, attuati solo da Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria, Oman.

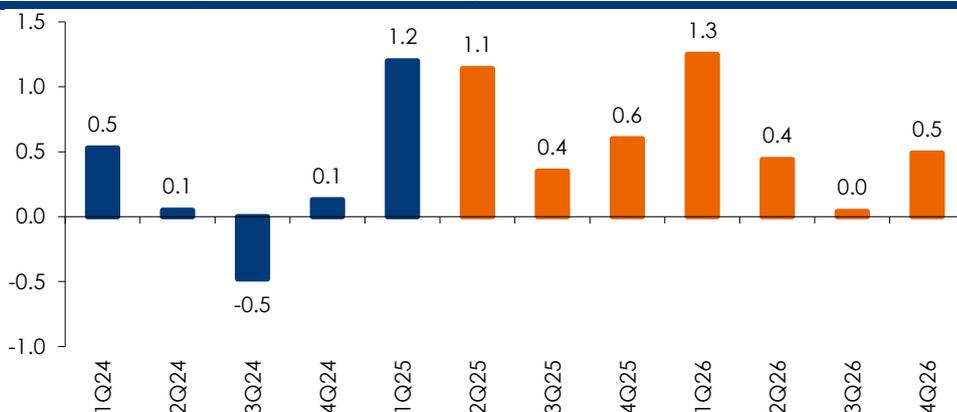
nel 2026, secondo le ultime stime pubblicate dall'US Energy Information Administration (EIA). Sarebbe **il biennio peggiore dal 2020-2021**.

#### Stime di domanda e offerta, Short-Term Energy Outlook, U.S. Energy Information Administration

Giugno 2025 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di GNL	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2024	102.7	70.4	13.2	5.7	26.7	26.7	0.1
2025	103.5	71.6	13.4	5.7	27.0	26.2	0.8
Variazione a/a	0.8	1.3	0.2	0.0	0.3	-0.5	
2026	104.6	72.2	13.4	5.8	27.1	26.5	0.6
Variazione a/a	1.1	0.6	-0.1	0.1	0.1	0.3	

Nota: (\*) Call on OPEC crude = Consumo mondiale - Offerta non-OPEC - Offerta OPEC di GNL; (\*\*) Bilancio di mercato = Offerta OPEC di greggio - Call on OPEC crude. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

#### Bilancio del mercato petrolifero mondiale in mb/g, secondo le stime dell'U.S. EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Sino a inizio giugno, sembrava quindi che il prezzo del petrolio fosse destinato a rimanere fra i 60 e i 68 dollari per un periodo prolungato, preda dell'incertezza sull'evoluzione delle politiche commerciali americane e quindi degli impatti negativi su crescita e inflazione mondiali, quando è scoppiata **una nuova guerra in Medio Oriente: il 13 giugno Israele ha lanciato un attacco aereo contro l'Iran**, che ha immediatamente risposto lanciando missili e droni contro città e infrastrutture israeliane. Quel giorno, il Brent ha toccato un picco di 78,50 dollari, il massimo da gennaio. **Il 22 giugno, anche gli Stati Uniti sono entrati nel conflitto**, bombardando i siti nucleari di Fordow, Natanz, and Isfahan. All'apertura dei mercati, **il 23 giugno, il Brent ha toccato in apertura un picco di 81,40 dollari, il massimo da luglio 2024**. Fortunatamente, la successiva ritorsione dell'Iran contro una base militare USA in Qatar è stata ben anticipata e ha avuto danni limitati. **Il 24 giugno** gli Stati Uniti hanno annunciato un cessate il fuoco, sinora accettato solo da Israele. Sembra quindi che gli **scenari estremi di ulteriori escalation** siano **ormai scongiurati** e quindi che le preoccupazioni relative a possibili interruzioni dell'offerta possano allentarsi. Per questo motivo il Brent ha rapidamente corretto, toccando il livello di **68 dollari** per la prima dopo quasi due settimane di guerra.

Resta interessante sottolineare che in questo conflitto, a differenza dei precedenti interventi militari e delle conseguenti ritorsioni, **per la prima volta sono stati presi di mira diversi impianti energetici**. Da un lato, Israele ha colpito infrastrutture legate all'impianto di lavorazione del gas naturale onshore Phase 14 e una piattaforma di produzione nel giacimento di South Pars, costretta a bloccare temporaneamente l'operatività. Inoltre, ha danneggiato diversi depositi di carburante sia nel nord che nel sud del Paese, nel tentativo di sabotare il sistema energetico domestico dell'Iran, innescare una scarsità di carburante a livello nazionale e amplificare i disagi causati dagli attacchi (e, idealmente, il malcontento contro il governo). Dall'altro lato, L'Iran ha

**In giugno, il petrolio è tornato ai massimi da quasi sei mesi in coincidenza con lo scoppio della guerra fra Israele e Iran...**

risposto colpendo la raffineria e la centrale elettrica di Haifa, nel nord di Israele, dimostrando di essere pronto a reagire prendendo di mira siti produttivi ed energetici.

Tuttavia, solo una minima parte dei missili e dei droni iraniani ha colpito il suolo israeliano grazie alla capacità di intercettazione aerea di Israele e alla cooperazione degli Stati Uniti. Al contrario, **la superiorità militare israeliana e statunitense è evidente**: gran parte dei missili e droni israeliani hanno colpito i propri obiettivi, spesso con una precisione quasi chirurgica, e i servizi segreti hanno mostrato una notevole capacità di infiltrazione nel tessuto sociale iraniano; gli Stati Uniti hanno strumenti militari superiori a qualunque altro paese al mondo.

Il divario in termini di capacità offensiva è ulteriormente amplificato dal **crescente isolamento internazionale dell'Iran**. Infatti, negli ultimi due anni gli storici alleati regionali che sostenevano gli interessi del regime nelle numerose proxy wars sono stati notevolmente indeboliti ( Hamas a Gaza, Hezbollah in Libano, Houthis in Yemen) o addirittura spazzati via (come per il regime di Assad in Siria). A livello globale, i più potenti alleati dell'Iran, Russia e Cina, sono ora distratti da altre questioni più urgenti (rispettivamente, guerra in Ucraina e trattative commerciali con gli Stati Uniti) e hanno chiaramente mostrato di non voler essere coinvolti direttamente nel conflitto.

Al momento, riteniamo che, **passata la fase iniziale di interventi militari ad alta intensità, un obiettivo auspicabile per tutti gli attori coinvolti sia raggiungere un accordo sul nucleare. Il Brent potrebbe quindi tornare a oscillare tra 60 e 75 dollari, con una media di 70 dollari nel 3° e 4° trimestre del 2025, e probabilmente anche nel 2026**. Tale livello di prezzo sarebbe ancora inferiore a quanto registrato nei corrispondenti mesi dello scorso anno, e quindi avrebbe ancora un impatto disinflattivo sia per l'economia americana che europea.

**...ma se il premio al rischio si riassorbisse, il Brent dovrebbe tornare in un intervallo di 60-75 dollari.**

Infine, è importante sottolineare che il mercato globale del greggio è adeguatamente rifornito, ed è in grado di affrontare temporanei cali di produzione in Medio Oriente. **La fisiologica reazione dei prezzi a shock inattesi non va confusa con l'effettiva scarsità sul mercato fisico**. Ricordiamo che:

**La fisiologica reazione dei prezzi a shock inattesi non va confusa con l'effettiva scarsità sul mercato fisico.**

- La **riduzione graduale dei tagli volontari** attuata da 8 membri dell'OPEC+, capitanati dall'Arabia Saudita, ha aggiunto finora circa 1,0 mb/g ai mercati globali, e probabilmente se ne aggiungeranno 0,4 mb/g ogni mese fino a settembre, quando il taglio volontario di 2,2 mb/g sarà completamente eliminato. Questi volumi sarebbero da soli più che sufficienti a coprire un blocco totale delle esportazioni iraniane, attualmente pari a 1,7 mb/g.
- Sino a dicembre 2026 sono previsti restare in vigore **altri tagli dell'OPEC+** che stanno artificialmente tenendo lontano dal mercato ben 3,66 mb/g (vedi nota a pagina 8). Ovviamente, se necessario tali tagli potrebbero essere rapidamente smantellati e sarebbero più che adeguati a controbilanciare eventuali ulteriori perdite di volumi legate al conflitto.
- La US Energy Information Administration (EIA) stima una **capacità di riserva**, o spare capacity, dei soli membri OPEC pari a 4,4 mb/g nel 2025, quindi se necessario l'OPEC potrebbe non solo cancellare tutti i tagli in vigore sinora, ma anche aumentare ulteriormente il proprio target cumulato di produzione.
- L'International Energy Agency (IEA) dispone di **riserve di emergenza**. Ogni paese che aderisce all'accordo dovrebbe detenere volumi di greggio e prodotti almeno pari a 90 giorni di importazioni<sup>2</sup>. Tutti i principali paesi, inclusi Stati Uniti e Cina, dispongono di ulteriori riserve strategiche nazionali di cui possono autonomamente disporre per immettere rapidamente

<sup>2</sup> Maggiori dettagli sono disponibili alla pagina web <https://www.iea.org/data-and-statistics/data-tools/oil-stocks-of-iea-countries>

volumi di carburante sul mercato interno ed evitare picchi delle quotazioni domestiche in caso di temporanei episodi di scarsità.

- **La produzione mondiale sta comunque continuando a crescere**, trainata da Guyana e Brasile. L'EIA stima una crescita di offerta globale di 1,6 mb/g quest'anno e 0,7 mb/g il prossimo, mentre l'IEA prevede +1,8 mb/g nel 2025 e +1,1 mb/g nel 2026, guidata dai paesi non-OPEC+ (+1,4 mb/g quest'anno e +0,8 mb/g l'anno prossimo).
- **Gli stessi Stati Uniti potrebbero produrre più di quanto stimato** a inizio giugno se il prezzo di mercato mandasse il segnale corretto ai produttori di shale oil. Sottolineiamo infatti che il settore energetico statunitense avrebbe rischiato di contrarsi se i prezzi del greggio WTI fossero rimasti fra i 50 e i 60 dollari per un periodo prolungato: sotto i 60 dollari non è conveniente trivellare nuovi pozzi, mentre è decisamente profittevole farlo con un petrolio stabile nell'intervallo di 65-70 dollari, o addirittura su livelli superiori. Inoltre, la brevità del ciclo produttivo dello shale oil e la possibilità di bloccare i prezzi di vendita tramite strategie di hedging potrebbero rendere conveniente lo sviluppo di nuovi pozzi anche se i rialzi delle quotazioni petrolifere fossero limitati a un breve orizzonte temporale di circa 6-9 mesi.

## Mercati energetici: il nodo delle scorte

Anche se le consegne di gas naturale liquefatto sono state abbondanti, le scorte europee sono ancora inferiori alla media stagionale. Le tensioni in Medio Oriente e lo stop delle spedizioni di gas russo attraverso l'Ucraina potrebbero mantenere elevati i prezzi del gas anche in estate.

L'Europa aveva affrontato l'inverno 2024/25 con depositi di gas molto pieni, quasi ai record storici. Purtroppo, un mix di consumi più elevati del previsto e di importazioni inferiori alle attese ha portato ad un rapido svuotamento dei depositi. A fine marzo, termine ufficiale della stagione dei prelievi, il livello di riempimento degli stoccaggi era molto inferiore alla media stagionale, ma ancora superiore ai minimi toccati negli anni della crisi gas. A metà giugno, la percentuale di riempimento era addirittura tornata in linea con il 2022, secondo anno della crisi gas e primo anno della guerra in Ucraina.

Infatti, i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe (GIE) mostrano che **al 15 giugno i depositi europei erano pieni appena al 53,8%**, in linea con il 53,3% registrato nel 2022. Solo il 2021 è stato peggiore, con siti di stoccaggio pieni solo al 43,1%. Inoltre, è impressionante notare la distanza dalla media a cinque anni del 63,9% e dai livelli registrati negli ultimi due anni, quando nello stesso periodo dell'anno il riempimento era già superiore al 70% (e precisamente 73,0% nel 2024 e 73,4% nel 2023).

### Com'è stato possibile in appena nove mesi passare da livelli record di scorte ai minimi degli ultimi anni?

Da un lato, l'**aumento dei consumi domestici** è stato guidato sia da condizioni meteorologiche più sfavorevoli (un inverno più rigido dei due precedenti, ma anche una prolungata assenza di vento che ha ridotto la generazione eolica in Germania), che da una minore elasticità della domanda ai prezzi, dovuta alla scarsa percezione della persistente fragilità del nostro sistema energetico.

Dall'altro lato, **l'offerta è stata molto inferiore al biennio precedente** a causa di problemi imprevisti nei flussi norvegesi e del mancato rinnovo dell'accordo di transito fra Russia e Ucraina, che ha portato all'improvviso stop delle forniture russe spedite attraverso la rete ucraina, a partire dal 1° gennaio 2025. Ricordiamo che in termini di volumi, la perdita del transito ucraino ha rappresentato circa un dimezzamento delle forniture via tubo dalla Russia, poiché ora l'unico gasdotto che ora trasporta gas russo ai clienti europei è TurkStream.

Fortunatamente, **le consegne di GNL si sono mantenute abbondanti** ed in alcune settimane i volumi di importazione hanno registrato i massimi da sempre grazie alla crescita dell'offerta mondiale e allo debole domanda in Asia. Infatti, la Cina sta comprando pochissimo GNL, prediligendo l'utilizzo di altre fonti domestiche quali carbone e nucleare, a fronte di una persistente debolezza dell'economia che ovviamente limita anche i consumi di gas naturale. Addirittura, la Cina ha talvolta rivenduto carichi di GNL, per approfittare di convenienti differenziali di prezzo fra il mercato interno e quello internazionale. Anche la domanda di GNL in India si è rivelata meno forte del previsto, complice un avvio anticipato della stagione dei monsoni, che tradizionalmente si accompagna a un calo dei consumi di energia per raffrescamento (e quindi di gas per generazione elettrica).

È importante sottolineare che **per l'Europa le scorte di gas sono essenziali per affrontare la stagione fredda**: i volumi medi mensili di importazioni e la produzione domestica non sono sufficienti per far fronte al picco di consumo invernale, quando la domanda di energia e gas per riscaldamento è ai massimi stagionali. Con il passare degli anni, è possibile che nella stagione invernale sarà meno rilevante il ruolo degli stoccaggi se si verificheranno simultaneamente varie condizioni: se aumenterà l'offerta mondiale di GNL e i terminali di importazione europei lavoreranno a pieno regime; se aumenterà la percentuale di rinnovabili e nucleare nel mix di generazione a scapito del gas; se effettivamente il consumo di carburanti fossili diminuirà in linea con i target europei di RePowerEU. Sino ad allora, ogni estate dovremo accumulare gas in vista

**Maggiori consumi e minore offerta hanno messo sotto pressione le riserve europee.**

dell'inverno successivo. E anche in questo futuro lontano, una costante dipendenza da continui approvvigionamenti di GNL renderà i prezzi europei vulnerabili a oscillazioni internazionali, incluse inattese interruzioni dell'offerta e variabilità dei consumi asiatici.

Andando ad esaminare i dati dei singoli stati, emerge che **alcuni paesi sono stati particolarmente diligenti nel preservare o riaccumulare scorte**. Ad esempio, al 17 giugno le riserve di **Italia e Francia** erano decisamente più piene della media europea, attestandosi al 66,5% e al 62,1% di riempimento, rispettivamente. **Al contrario, i depositi erano particolarmente vuoti in Germania e Olanda**: appena il 46,3% e il 42,8% di riempimento, rispettivamente, ben inferiori a una media pesata per i volumi del 54,4%. Preoccupa inoltre che il governo tedesco sia maggiormente aperto all'ipotesi di sovvenzionare gli acquisti estivi delle utilities e abbia abbassato i propri obiettivi nazionali di riempimento al 70%, vs. il 90% raccomandato dall'Unione Europea.

### Che prospettive per il prossimo inverno?

Secondo le nostre simulazioni, **le scorte europee potrebbero raggiungere un picco dell'82% prima del prossimo inverno** (con un intervallo di confidenza compreso fra 75% e 85%). **Sarebbe il risultato peggiore dal 2021, quando i depositi toccarono un massimo di riempimento di appena il 77,3% il 21 ottobre.**

La nostra cautela è giustificata dal **timore che le spedizioni di GNL potrebbero non essere sufficienti** a soddisfare i robusti consumi estivi e contemporaneamente riempire i depositi ad un ritmo più sostenuto della media storica, a fronte del permanente crollo delle spedizioni di gas russo via tubo.

Anche se si raggiungesse un auspicabile cessate il fuoco in Ucraina e si avviassero seri negoziati di pace, è improbabile che i gasdotti bloccati negli ultimi anni possano essere riavviati. Infatti, **la Commissione Europea desidera troncare definitivamente gli acquisti di gas naturale e GNL dalla Russia** per evitare di mettere nuovamente a repentaglio la sicurezza energetica europea. A tal fine, il 17 giugno la Commissione ha presentato un disegno di legge che vieterebbe di stipulare nuovi contratti per il gas russo a partire dal 2026, proibirebbe gli acquisti a breve termine sul mercato spot a partire dal 17 giugno del prossimo anno e addirittura eliminerebbe gradualmente i volumi di importazione di gas russo (via TurkStream e GNL) entro la fine del 2027. Tutti i contratti russi a lungo termine dovrebbero essere rescissi entro quella data, ponendo fine a tutte le importazioni di gas dalla Russia. Neppure Ungheria e Slovacchia, paesi senza sbocco sul mare e ancora molto dipendenti dalle importazioni di energia dalla Russia, beneficerebbero di ulteriori esenzioni.

Ovviamente non è scontato che la proposta diventi legge, poiché necessita ancora dell'approvazione del Parlamento Europeo tramite maggioranza semplice e la ratifica del Consiglio Europeo tramite maggioranza qualificata. Tuttavia, suggerisce una chiara volontà politica di distaccarsi ulteriormente dall'ex-fornitore di fiducia escludendo l'ipotesi di un riavvio delle forniture russe via tubo anche qualora si concretizzasse l'improbabile fine del conflitto in Ucraina.

### Previsioni di prezzo

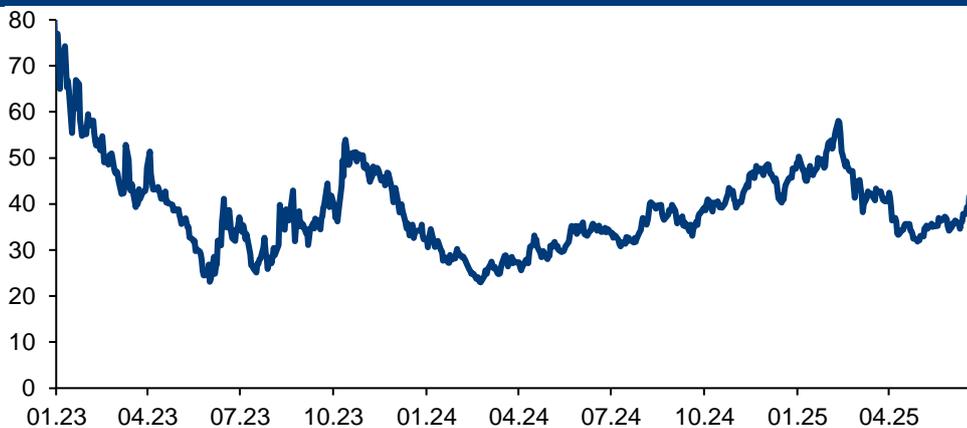
Data l'incertezza sull'adeguatezza degli approvvigionamenti nella stagione estiva e le gravi tensioni in Medio Oriente, stimiamo che **il prezzo del gas naturale TTF**, benchmark europeo, potrebbe mantenersi in un intervallo di 50-30 euro per MWh nella stagione estiva. La notevole ampiezza del trading range individuato è spiegata dall'attesa che la volatilità possa restare elevata nei prossimi mesi. Il prezzo medio **dovrebbe aumentare da meno di 35 euro nel 2024 a circa 40 euro nel 2025, per poi diminuire nuovamente verso 31 euro nel 2026**. Guardando alle stime trimestrali, ci aspettiamo un prezzo medio di circa 38 euro nel 3° trimestre, e di 42 euro nel 4° trimestre 2025.

**Molto diverso è invece lo scenario negli Stati Uniti**, dove l'export di GNL dovrebbe aumentare nei prossimi trimestri, grazie al completamento di nuovi terminali di esportazione, probabilmente

**Il prezzo del gas resterà probabilmente elevato sino a fine anno.**

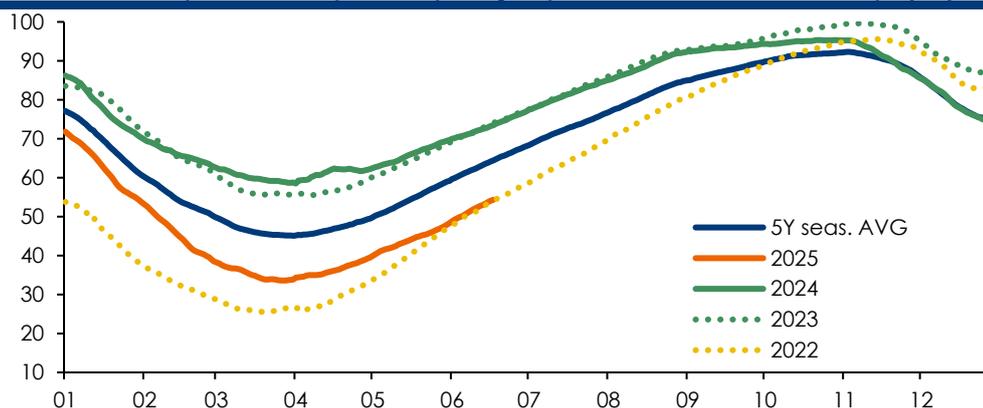
erodendo le scorte domestiche e trascinando al rialzo le quotazioni del benchmark Henry Hub. Il nostro scenario di base prevede per il gas americano un prezzo medio di circa 3,7 USD/MMBtu nel 2025 e di circa 4,00 USD/MMBtu nel 2026.

**Prezzo del gas naturale TTF, contratto future sul primo mese, in EUR/MWh**



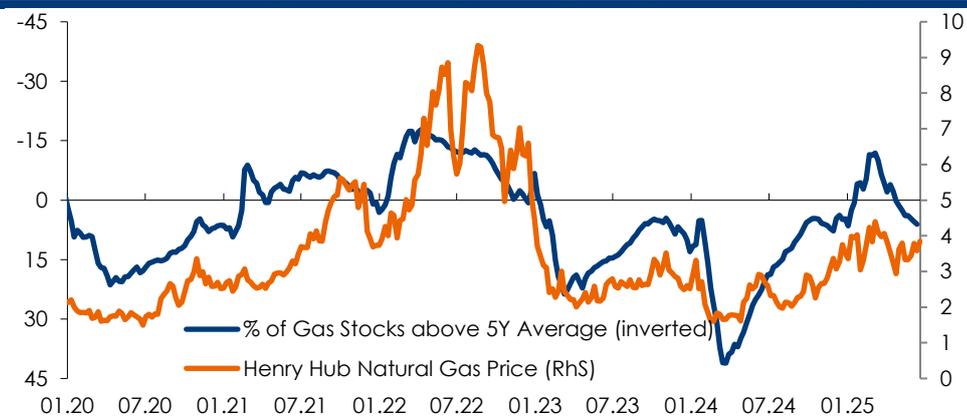
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Percentuale di riempimento dei depositi europei di gas riportata da Gas Infrastructure Europe (GIE)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Percentuale di scorte al di sopra della media e prezzo del gas Henry Hub in USD/MMBtu (scala destra)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Metalli preziosi: l'oro è la seconda valuta di riserva al mondo

Nel 2024, la quota dell'oro nelle riserve ufficiali mondiali è cresciuta al 20%, superando l'euro, fermo al 16% del totale. L'oro è quindi la seconda valuta di riserva al mondo, dopo il dollaro americano.

**Il 22 aprile l'oro ha raggiunto il livello più alto da sempre, a quota 3.500 dollari l'oncia**, ancora una volta guidato dall'incertezza sulle politiche commerciali che saranno implementate dalla seconda amministrazione Trump e dai possibili sviluppi geopolitici in Russia e Medio Oriente.

Nonostante la guerra in Iran si stia aggravando e possa innescare conseguenze drammatiche per gli equilibri politici ed economici mondiali, sospingendo **al rialzo la domanda di beni rifugio**, è interessante notare come **invece i prezzi dell'oro fatichino a guadagnare terreno e a raggiungere nuovi record**. Infatti, a poche ore dall'attacco senza precedenti degli Stati Uniti contro le basi nucleari iraniane l'oro ha raggiunto "solo" quota 3.395 dollari, rimanendo quindi circa 100 dollari al di sotto del suo record storico.

Questa scarsa reattività dell'oro è probabilmente dovuta a una combinazione di fattori che hanno un impatto negativo sul metallo giallo:

- Le tensioni in Medio Oriente, e soprattutto il timore, poi realizzatosi, di un intervento diretto degli Stati Uniti nell'area ha permesso un modesto rafforzamento del dollaro americano. Probabilmente, in questa fase di mercato **quando le tensioni geopolitiche sono particolarmente intense il dollaro ricopre più efficacemente dell'oro il ruolo di bene rifugio**, e quindi un dollaro più forte esercita pressioni al ribasso sull'oro, data la tradizionale correlazione negativa fra questi due asset. Diverso è probabilmente il discorso quando prevalgono le preoccupazioni relative alle tensioni commerciali, perché in quel caso riemergono i timori di un possibile rallentamento dell'economia americana a causa delle restrizioni commerciali, tornando a favorire l'oro a scapito del biglietto verde.
- Nella riunione di giugno, la Federal Reserve ha mantenuto invariata la politica monetaria, suggerendo che una posizione attendista potrebbe essere prolungata per diversi mesi. Ciò implica che i **tassi di interesse** si manterranno **ancora elevati** e aumenteranno i costi di detenzione di attività non fruttifere come l'oro.
- Infine, **il momentum dell'oro si è affievolito** dopo i guadagni stellari registrati negli ultimi due anni. Infatti, prezzi vicini ai massimi storici potrebbero temporaneamente scoraggiare gli investitori nell'aprire nuove posizioni lunghe.

Tuttavia, manteniamo una **visione positiva sull'oro nel breve periodo**. **Riteniamo ancora che il metallo prezioso possa raggiungere nuovi massimi nel 3° trimestre, quando l'incertezza sulle politiche commerciali toccherà il suo picco**, complici le scadenze del 9 luglio e del 12 agosto (maggiori dettagli a pagina 4), **e le tensioni in Medio Oriente continueranno a preoccupare i mercati data l'imprevedibilità degli esiti del conflitto**.

Successivamente, una volta superata questa fase di estrema incertezza commerciale e politica, l'oro dovrebbe perdere terreno. Ci aspettiamo una contrazione delle quotazioni da **una media di circa 3.215 dollari nel 2025 a 3.050 dollari nel 2026**, guidata da minore domanda di beni rifugio, grazie a un auspicabile allentamento delle tensioni, ma anche per un probabile raffreddamento dei consumi di oro nel settore della gioielleria (prima componente della domanda mondiale) a causa dei prezzi elevati della materia prima che già hanno portato alcuni operatori a sostituire il più costoso metallo giallo con argento e platino, più economici, ma parimenti apprezzati dai consumatori finali.

Restiamo positivi sull'oro nel lungo periodo: **dopo anni di scarso interesse, oggi il metallo giallo è tornato ad essere un elemento essenziale nei portafogli finanziari degli investitori e un importante strumento di politica monetaria per le banche centrali**, che nell'ultimo triennio hanno comprato

**L'oro potrebbe toccare nuovi record nel 3° trimestre 2025, guidato dall'incertezza e rischi geopolitici**

volumi record di questo metallo. Infatti, dal 2022 al 2024 gli acquisti da parte del settore ufficiale hanno sempre superato le 1.000 tonnellate, il doppio rispetto alla media annuale registrata nel decennio precedente. Questa vera e propria corsa all'oro ha portato le **riserve auree globali** delle banche centrali al livello di 36.000 tonnellate, molto **vicino al massimo storico** di 38.000 tonnellate raggiunto nel 1965, durante l'era di Bretton Woods.

Considerando i valori di mercato, nel 2024 **la quota dell'oro nelle riserve ufficiali mondiali** (ovvero riserve in valuta estera e riserve auree) **è cresciuta al 20%, superando l'euro, fermo al 16%** del totale<sup>3</sup>. Oggi, l'oro è quindi la seconda valuta di riserva al mondo, preceduto dal dollaro statunitense, che detiene saldamente la quota maggiore delle riserve globali con il 46% del totale. La strada verso la de-dollarizzazione è ancora lunga.

Riteniamo che anche nei prossimi anni le banche centrali continueranno ad accumulare metallo giallo per diversificare ulteriormente le riserve e proteggersi da rischi geopolitici, anche se con volumi probabilmente inferiori al triennio record 2022-24. **Dopo la flessione attesa fra fine 2025 e il 2026, prevediamo quindi un recupero del prezzo dell'oro** che dovrebbe raggiungere nuovi massimi storici negli anni successivi.

**Nel lungo periodo, la domanda di banche centrali e investitori favorirà la prosecuzione del trend rialzista.**

### Argento, platino e palladio

Negli ultimi mesi, **sia platino che argento hanno registrato notevoli guadagni grazie all'improvviso aumento della domanda mondiale, soprattutto in gioielleria e per investimento**. Il **platino** è passato da un minimo di 899 dollari l'oncia il 7 aprile ad un massimo di 1.350 dollaro il 19 giugno, il livello più alto dal 2014, superando anche i picchi del rally post-Covid nel 2021 grazie all'inatteso balzo delle importazioni cinesi per impieghi in gioielleria.

Nello stesso periodo, l'**argento** è passato da un minimo di 28,35 dollari (registrato sempre il 7 aprile) ad un picco di 37,32 dollari il 18 giugno, il massimo dal lontano 2011, quando il metallo toccò un record di 49,80 dollari. L'argento è maggiormente guidato dalla domanda per investimento, poiché gli investitori scommettevano sulla chiusura del differenziale di rendimento che si era creato da inizio anno rispetto all'oro, complice un mercato in deficit.

Crediamo che queste spinte rialziste possano continuare ancora per qualche tempo, poiché i prezzi elevati del metallo giallo incentivano i processi di sostituzione con metalli più economici, in oreficeria e industria.

Per quanto riguarda l'**argento**, ci aspettiamo maggiore volatilità rispetto all'oro e più spazio rialzista in virtù delle scarse riserve presso il London Metal Exchange (LME). L'argento potrebbe toccare un **picco di 40 dollari** nel corso dell'anno, attestandosi su una **media di circa 33,3 dollari nel 2025 e di 33,0 dollari nel 2026**.

Per quanto riguarda i metalli preziosi ma con usi più industriali, **manteniamo una preferenza per il platino rispetto al palladio**. Nel nostro modello di base, per il **platino** prevediamo un prezzo medio di 1.060 dollari nel 2025 e di 1.205 dollari nel 2026. Per il **palladio** stimiamo un prezzo medio di 1.005 dollari nel 2025 e di 1.155 dollari nel 2026.

---

<sup>3</sup> Maggiori dettagli sono disponibili nel report annuale della Banca Centrale Europea riguardo il ruolo dell'euro come valuta internazionale di riserva: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html#:~:text=Central%20banks%20purchased%20more%20than,during%20the%20Bretton%20Woods%20era>

## Prezzi di oro e argento in USD/oz (scala di destra)



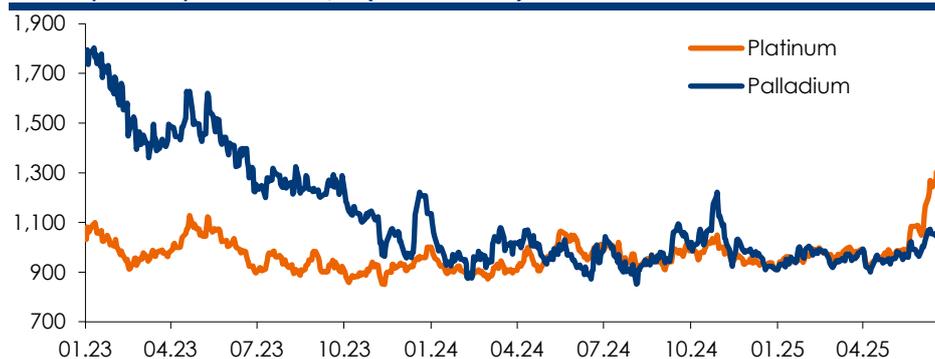
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Stime del World Gold Council, in tonnellate

	1T24	% sul totale	1T25	% sul totale	Crescita a/a %
<b>Domanda totale di oro, in tonnellate</b>	1,133		1,310		16
Consumo in gioielleria	480	42	380	29	-21
Scorte in gioielleria	58	5	54	4	-8
Lingotti e monete	317	28	325	25	3
ETF	-113	-10	227	17	---
Banche centrali	310	27	244	19	-21
Tecnologia	80	7	81	6	0
<b>Offerta totale di oro, in tonnellate</b>	1,194		1,206		1
Produzione mineraria	853.4	71	856	71	0
Hedging netto dei produttori	-8.8	-1	5	0	---
Riciclo	349.6	29	345	29	-1

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council (WGC)

## Prezzi di platino e palladio in USD/oz (scala di destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Metalli industriali: volatilità nei mesi estivi

Attualmente, il mercato fisico è più preoccupato della disponibilità di offerta che dei rischi al ribasso sulla domanda. Nel nostro scenario di base ci attendiamo che quasi tutti i metalli non ferrosi chiudano l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali, anche se l'evoluzione del quadro tariffario potrebbe alimentare ulteriormente la volatilità nei mesi estivi.

I prezzi dei principali metalli industriali hanno toccato un minimo a inizio aprile: l'annuncio di forti rialzi tariffari da parte degli Stati Uniti contro tutti i partner commerciali ha sollevato dubbi sul possibile rallentamento della crescita economica e dei consumi mondiali e quindi alimentato una profonda correzione degli asset ciclici, metalli inclusi. Successivamente, la sospensione delle tariffe ha permesso un recupero parziale delle quotazioni, che rimangono inferiori ai livelli di marzo.

Infatti, **permane l'incertezza su come evolverà l'impianto tariffario**. Da un lato, la prospettiva che dopo questi mesi di sospensione i dazi statunitensi possano tornare su livelli ben più elevati alimenta i **rischi di un rallentamento economico mondiale più profondo delle attese** e addirittura di stagflazione in alcuni paesi. Ciò è ovviamente negativo per le quotazioni dei metalli industriali, perché una più debole domanda mondiale implica **minori consumi globali di metallo**. Inoltre, le aspre tensioni fra Stati Uniti e Cina rendono particolarmente incerte le prospettive di consumo del gigante asiatico, la cui economia è ancora basata sulle esportazioni e sullo sviluppo infrastrutturale. Una guerra commerciale frenerebbe le spedizioni verso gli Stati Uniti proprio mentre il paese sta attraversando una grave crisi del settore immobiliare, con impatti già molto negativi sulla domanda domestica di metalli e acciaio per le costruzioni.

**D'altro lato, la ripetuta minaccia di introdurre dazi elevati sul comparto metallurgico sta distorcendo i mercati fisici**. Sinora, sinora l'amministrazione Trump ha raddoppiato solo per alluminio e acciaio i dazi dal 25% al 50% dal 4 giugno per tutti i paesi esportatori verso gli Stati Uniti tranne UK. Per il rame, ha spesso minacciato di introdurre tariffe del 25% ai fini di proteggere gli interessi nazionali, come previsto dalla Sezione 232 del Trade Expansion Act del 1962. Una simile misura sarebbe volta ad aumentare la produzione interna di beni ritenuti critici per la sicurezza nazionale. Ovviamente, sarebbero necessari anni perché l'offerta domestica si sviluppi adeguatamente e possa soddisfare la domanda interna. Nel mentre, le manifatture statunitensi potrebbero subire rialzi dei costi di produzione o addirittura episodi di scarsità.

Ogni volta che si teme un rialzo delle tariffe su selezionati metalli, parte un **nuovo ciclo di anticipo degli acquisti da parte di investitori ed operatori commerciali** che fanno incetta di rame, alluminio e altre merci interessate, spingendo i prezzi verso l'alto. Questa incertezza continua ad alimentare il rapido **calo delle scorte di rame disponibili presso i magazzini gestiti dalle principali borse** (LME, COMEX, SHFE) **a fronte di un accumulo di metallo presso gli utilizzatori finali**.

Da inizio anno, l'impennata della domanda statunitense di rame e il volume record delle importazioni nei porti statunitensi, finalizzate ad anticipare possibili dazi, hanno portato a un calo dell'80% delle scorte disponibili sul LME e a una preoccupante scarsità di metallo tanto che a metà giugno il prezzo dei contratti spot, con scadenza in un giorno, aveva raggiunto un premio di ben 36 dollari a tonnellata sul contratto del giorno successivo: la backwardation più ampia dallo storico supply squeeze del 2021. Infatti, livelli eccessivamente bassi di scorte disponibili presso le borse intralciano il corretto funzionamento del mercato e generano artificiose condizioni di scarsità tramite la costruzione di **posizioni speculative** volte a bloccare le forniture di metallo fisico, e aumentarne il prezzo.

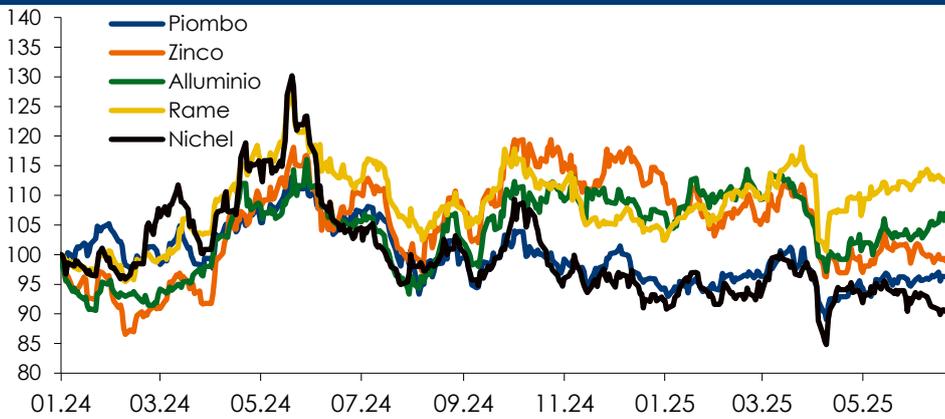
Questa corsa ad assicurarsi le forniture ha quindi amplificato i timori legati al basso livello delle scorte mondiali e ai limiti strutturali dell'offerta mineraria. Per questo motivo, nonostante l'incertezza sull'evoluzione delle dispute commerciali possa raffreddare la crescita e quindi la domanda mondiale, i prezzi di quasi tutti i principali metalli di base stanno aumentando: **il mercato fisico è molto più preoccupato della disponibilità di offerta che dei rischi al ribasso sulla**

**Nel medio periodo le guerre commerciali dovrebbero deprimere la crescita economica e le quotazioni dei metalli...**

**...ma nel breve periodo distorcono i mercati fisici, alimentando il rincaro dei prezzi.**

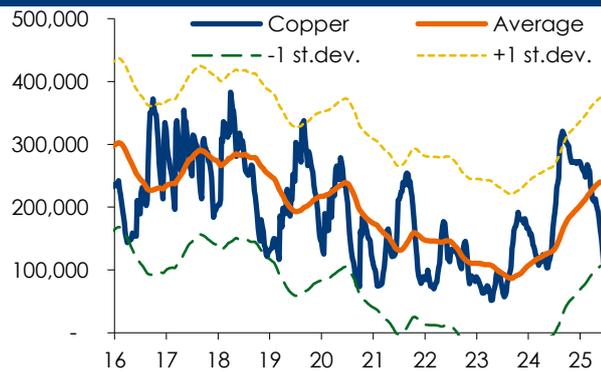
**domanda.** Nel nostro scenario di base ci attendiamo che quasi tutti i metalli non ferrosi chiuderanno l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali, anche se l'evoluzione del quadro tariffario potrebbe alimentare ulteriormente la volatilità nei mesi estivi.

**Performance da inizio 2024 dei principali metalli industriali (futures LME a 3 mesi)**



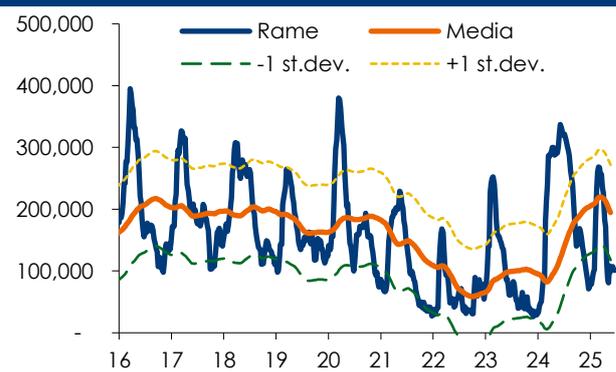
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rame: scorte al London Metal Exchange**



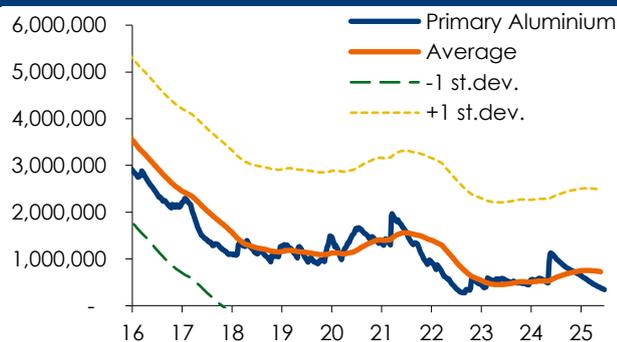
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rame: scorte allo Shanghai Futures Exchange**



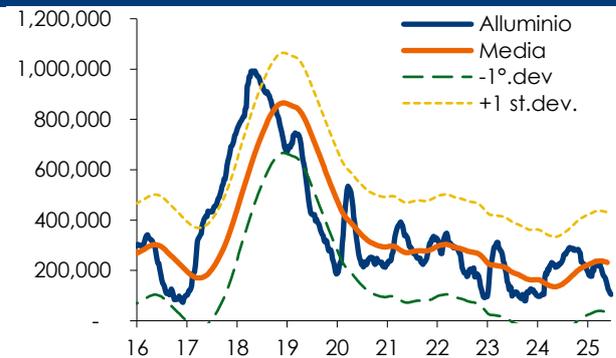
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Alluminio: scorte al London Metal Exchange**



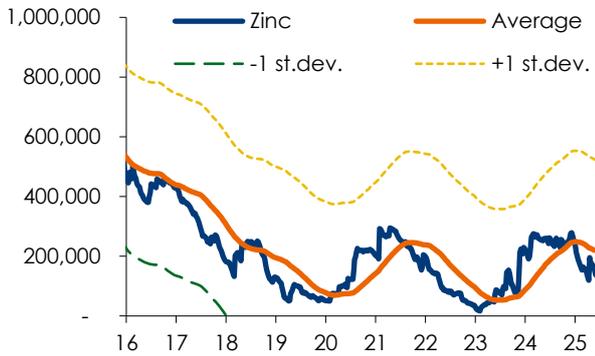
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Alluminio: scorte allo Shanghai Futures Exchange**



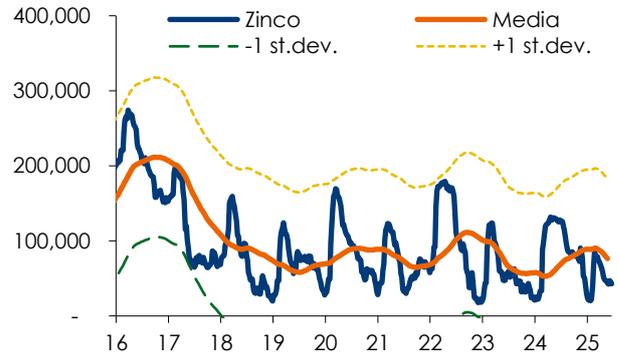
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Zinco: scorte al London Metal Exchange**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Zinco: scorte allo Shanghai Futures Exchange**



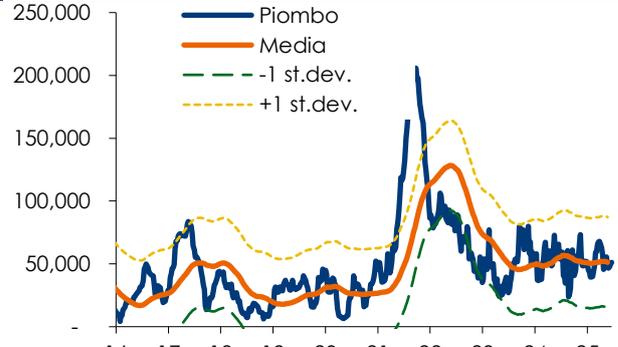
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Piombo: scorte al London Metal Exchange**



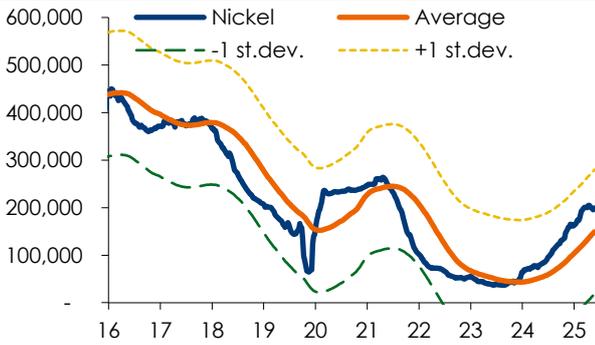
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Piombo: scorte allo Shanghai Futures Exchange**



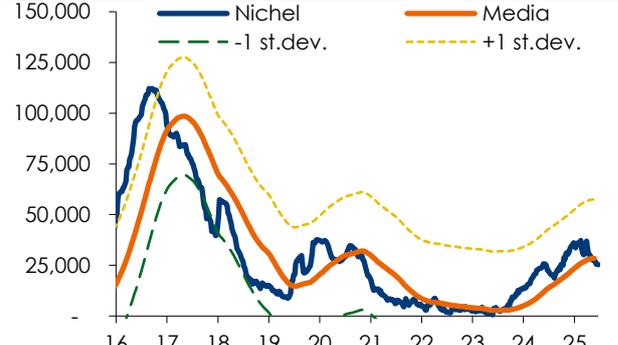
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Nichel: scorte al London Metal Exchange**



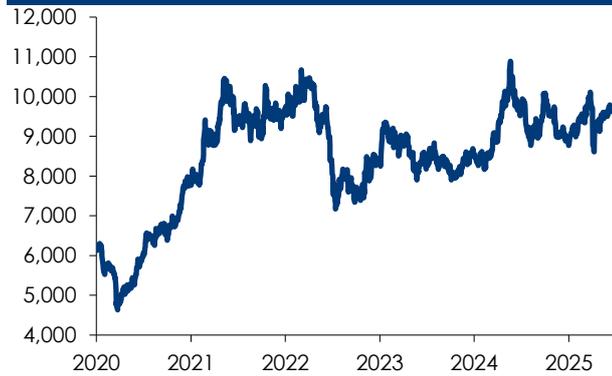
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Nichel: scorte allo Shanghai Futures Exchange**



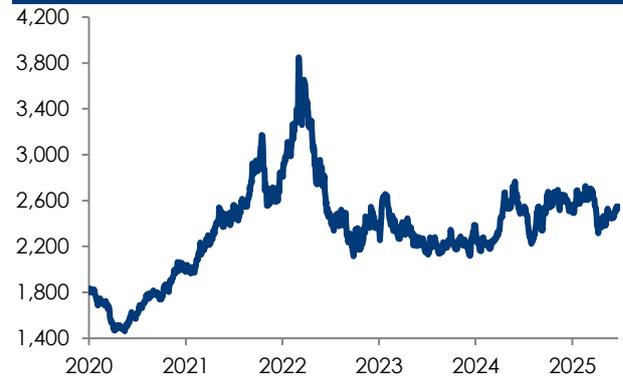
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rame: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata**



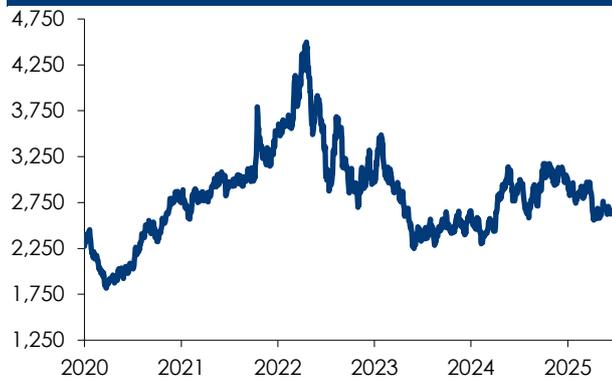
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Alluminio: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata**



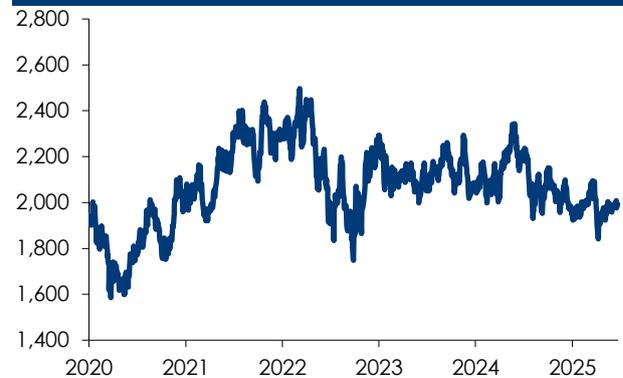
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Zinco: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata**



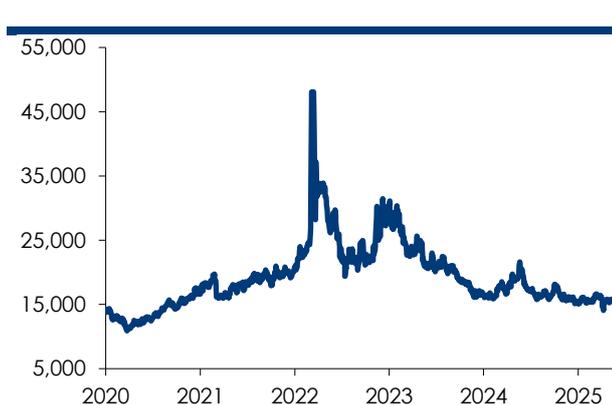
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Piombo: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata**



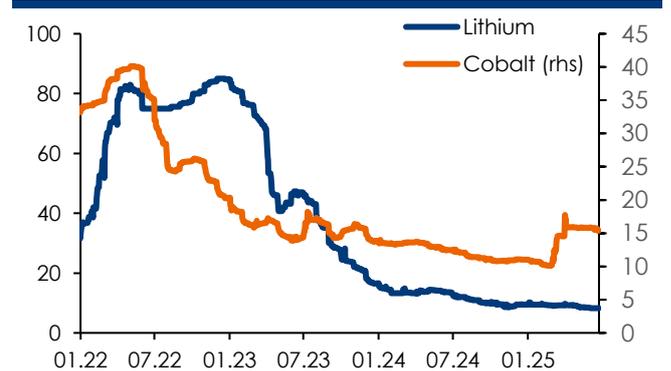
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Nichel: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata**



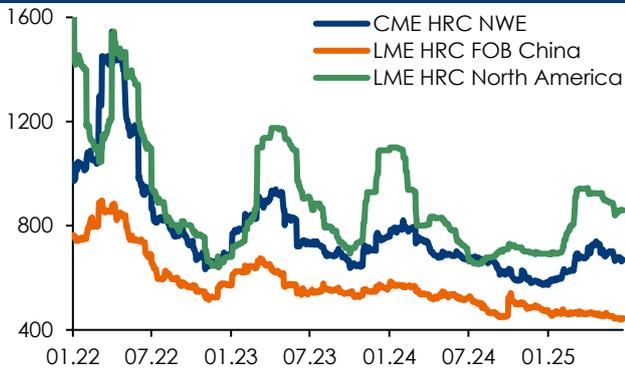
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Futures COMEX sull'idrossido di litio LiOH in USD/kg (Fastmarkets) e sul cobalto metallico in USD/lb (Fastmarkets, scala destra)**



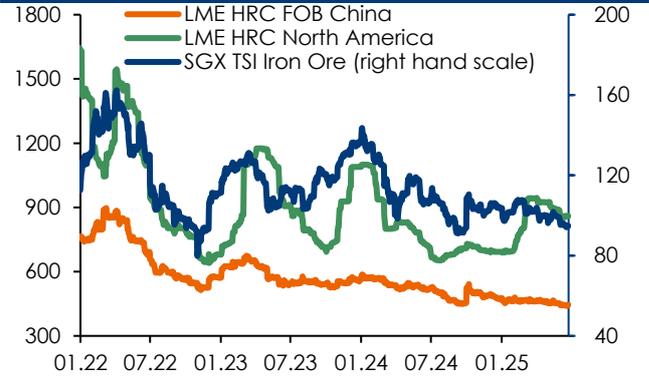
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Prezzi dei laminati a caldo (Hot rolled coil, o HRC) negli Stati Uniti, in Cina e nell'Europa nord-occidentale in USD/ton**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**HRC negli Stati Uniti, in Cina e prezzo del ferro in USD/mt**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Agricoli: ancora ai margini delle guerre commerciali

Le dispute commerciali rappresenteranno un'importante fonte di volatilità nei prossimi mesi anche per le materie prime agricole.

Da gennaio a oggi, molte le merci agricole hanno sofferto pressioni ribassiste perché l'aspettativa di raccolti adeguati si è sommata al timore che le guerre commerciali inneschino un rallentamento della crescita mondiale e quindi un calo dei consumi.

Tuttavia, **la tanto temuta contrazione della domanda non si è ancora verificata, anzi:** sia la United Nations Food and Agriculture Organization (FAO) che l'US Department of Agriculture (USDA) stimano che la domanda mondiale di cereali continuerà a crescere anche nel 2025, sulla scia di un 2024 altrettanto positivo. Nonostante la previsione di una produzione mondiale in crescita, l'USDA ribadisce l'aspettativa di un calo delle scorte finali sia di mais che di frumento proprio per la robusta espansione di consumi mondiali.

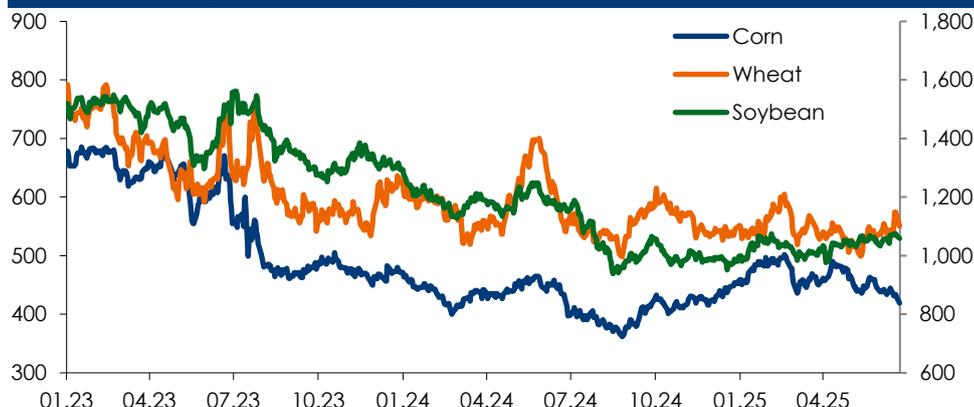
La guerra commerciale promossa da Trump non ha ancora avuto impatti concreti sul comparto agricolo che, diversamente dalla sua prima amministrazione, è stato lasciato ai margini delle dispute. Tuttavia, il settore agro-alimentare statunitense è destinato a registrare per il terzo anno consecutivo un disavanzo commerciale, ed è quindi probabile che questa apparente tranquillità possa essere presto interrotta se, alla scadenza delle sospensioni dei dazi annunciati in aprile e maggio, non si raggiunga un accordo fra gli Stati Uniti e i suoi più importanti partner commerciali quali Cina, Unione Europea, India, Canada e Messico.

Un'intensificazione delle **tensioni commerciali** e un più diretto focus sul settore potrebbe portare a ulteriori pressioni al ribasso delle quotazioni delle merci agricole per le quali gli Stati Uniti sono importanti esportatori, quali semi di soia e mais. Al contrario, ritorsioni protezionistiche da altri stati, come ad esempio l'India, potrebbero portare a temporanee spinte rialziste per le quotazioni di cotone o zucchero. È evidente che **nei mesi estivi la volatilità caratterizzerà i mercati agricoli, almeno sino a quando non ci sarà maggior chiarezza sull'impianto tariffario.**

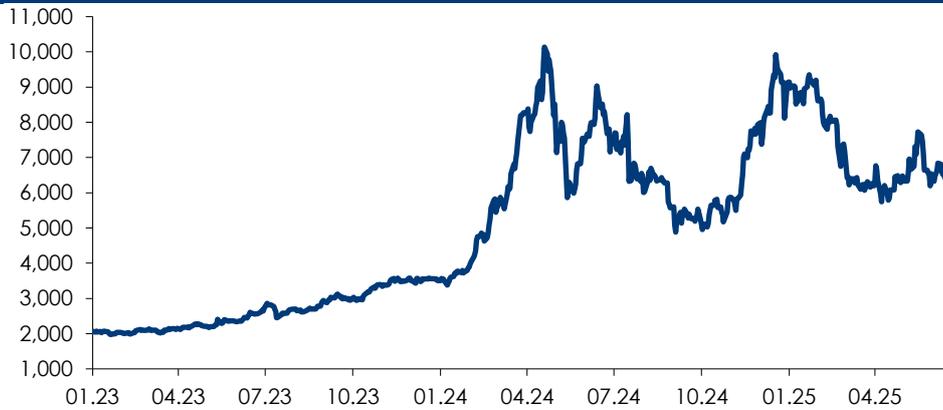
Nel nostro scenario di base **manteniamo una visione ottimista, spiegata dal rialzo dei consumi mondiali** e dall'aspettativa che si possano allentare le preoccupazioni relative alle tariffe. Confermiamo quindi la nostra aspettativa che i prezzi di gran parte delle materie prime agricole possano chiudere l'anno su livelli superiori rispetto al 1° semestre. La principale eccezione a questo scenario complessivamente positivo è rappresentata da cacao e caffè, poiché gli alti prezzi raggiunti da questi coloniali dovrebbero favorire il lento processo di aggiustamento fra domanda e offerta, portando ad una riduzione del loro deficit nel corso dei prossimi trimestri.

**Un possibile allentamento delle tensioni commerciali, accompagnato da un aumento dei consumi mondiali potrebbe favorire rialzi delle quotazioni entro fine anno.**

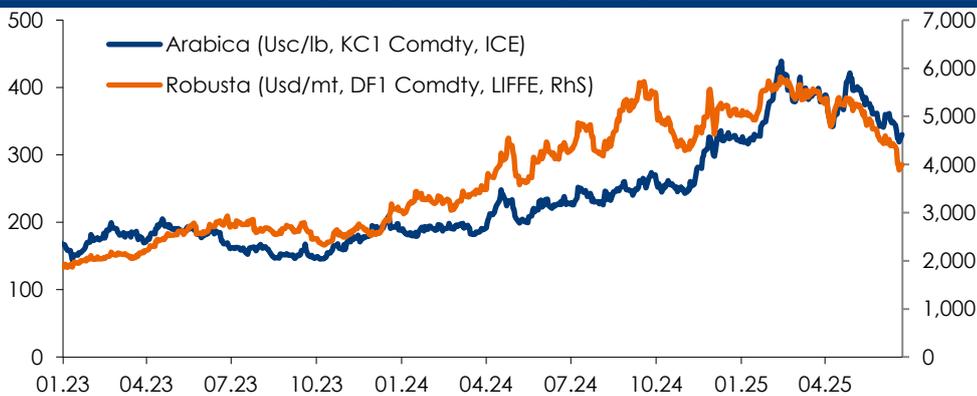
Prezzi CBOT di mais, grano e semi di soia (scala di destra), in centesimi di dollaro per bushel



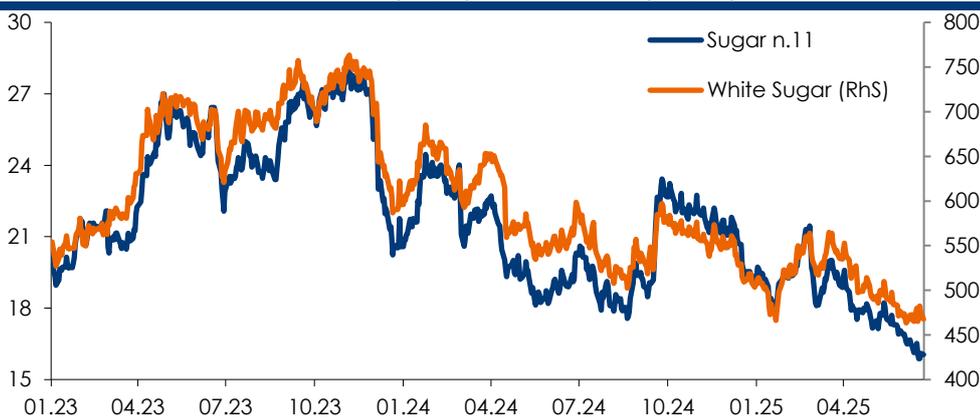
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Prezzi del cacao: Cacao LND-ICE (GBP/ton)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Prezzi del caffè: NYB-ICE Arabica (USc/lb) e LIFFE Robusta (USD/ton)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Prezzi dello zucchero: Zucchero NYB-ICE (USc/lb) vs. Zucchero ICE (USD/ton)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

## Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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.

## Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni

sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

### Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

### Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

### 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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.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. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

#### Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com