

INTESA  **SANPAOLO**

Una nuova corsa all'oro

Daniela Corsini, Rates, FX & Commodities Research
21 marzo 2025

Uno scenario macroeconomico costellato da rischi idiosincratici, e asimmetrici

Crescita annua del PIL

	2022	2023	2024	2025p	2026p
Stati Uniti	2.5	2.9	2.8	1.7	2.0
Area Euro	3.6	0.5	0.8	0.8	1.1
Germania	1.4	-0.1	-0.2	0.1	1.0
Francia	2.6	1.1	1.1	0.7	1.2
Italia	5.0	0.8	0.5	0.7	1.0
Spagna	6.2	2.7	3.2	2.5	1.9
OPEC	5.2	2.1	2.5	3.2	3.8
Europa orientale	-1.0	2.6	3.2	2.0	2.2
America Latina	4.1	2.0	2.3	2.8	2.7
Giappone	0.9	1.5	0.1	1.3	0.9
Cina	3.1	5.4	5.0	4.6	4.3
India	7.0	8.8	6.7	6.4	6.5
Mondo	3.5	3.2	3.2	3.0	3.2

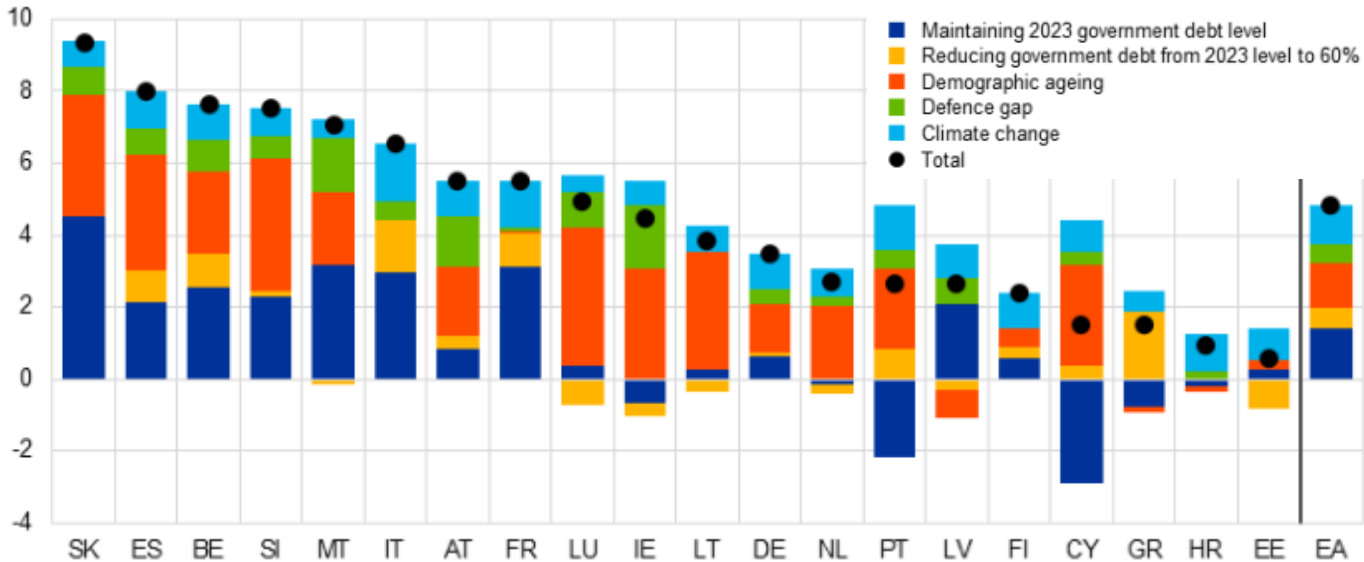
Fed: due tagli da 25 bps nel 2025, **tassi di riferimento al 4.00% (upper bound)**

BCE: due tagli da 25 bps nel 1° semestre 2025, **tassi di riferimento al 2.00%**

Nota: dati corretti per i giorni lavorativi. Aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi. L'Europa orientale comprende Est Europa (EE), Europa centro-orientale (CEE) ed Europa Sud-Orientale (SEE). Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo - Research Department

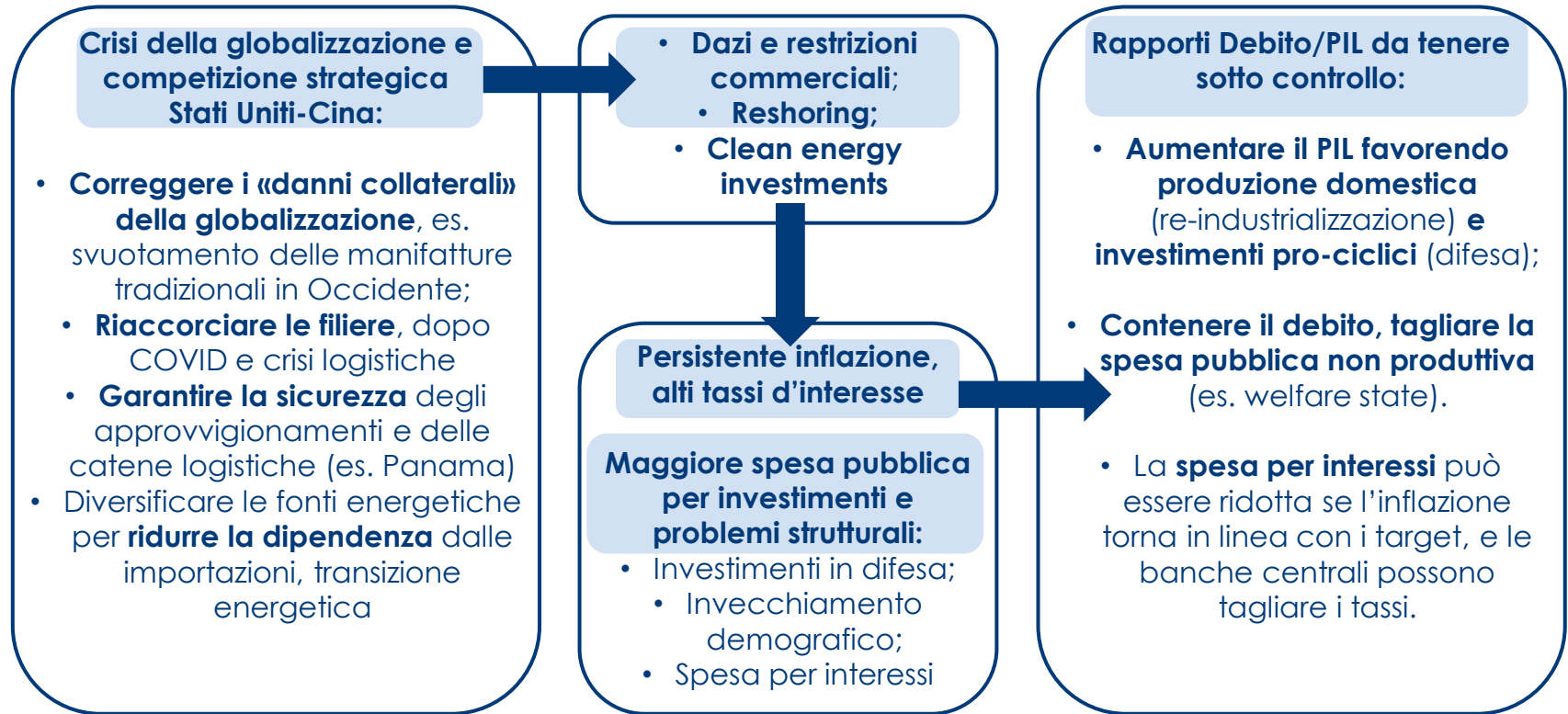
Nel breve periodo, occhi sull'inflazione. Nel medio-lungo periodo, sulla crescita (e sostenibilità) dei debiti pubblici

Sforzi fiscali necessari in risposta a sfide specifiche in % del PIL



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo - Research Department, Rapporto sull'invecchiamento 2024, European Commission Debt Sustainability Monitor 2023, simulazioni NGFS Fase IV, IMF Fiscal Monitor ottobre 2023, calcoli NATO, Eurostat e BCE. Note: Il grafico mostra il miglioramento necessario del rapporto tra saldo primario strutturale e PIL per portare il rapporto debito/PIL al 60% entro il 2070, includendo il finanziamento di eventuali spese aggiuntive per invecchiamento, difesa e clima.

Come ci siamo arrivati? Da un problema all'altro



Livelli record di incertezza sulle politiche economiche: tutta colpa dello «strategic chaos» di Trump?

Economic Policy Uncertainty in forte rialzo



Fonte: EPU, LSEG Datastream

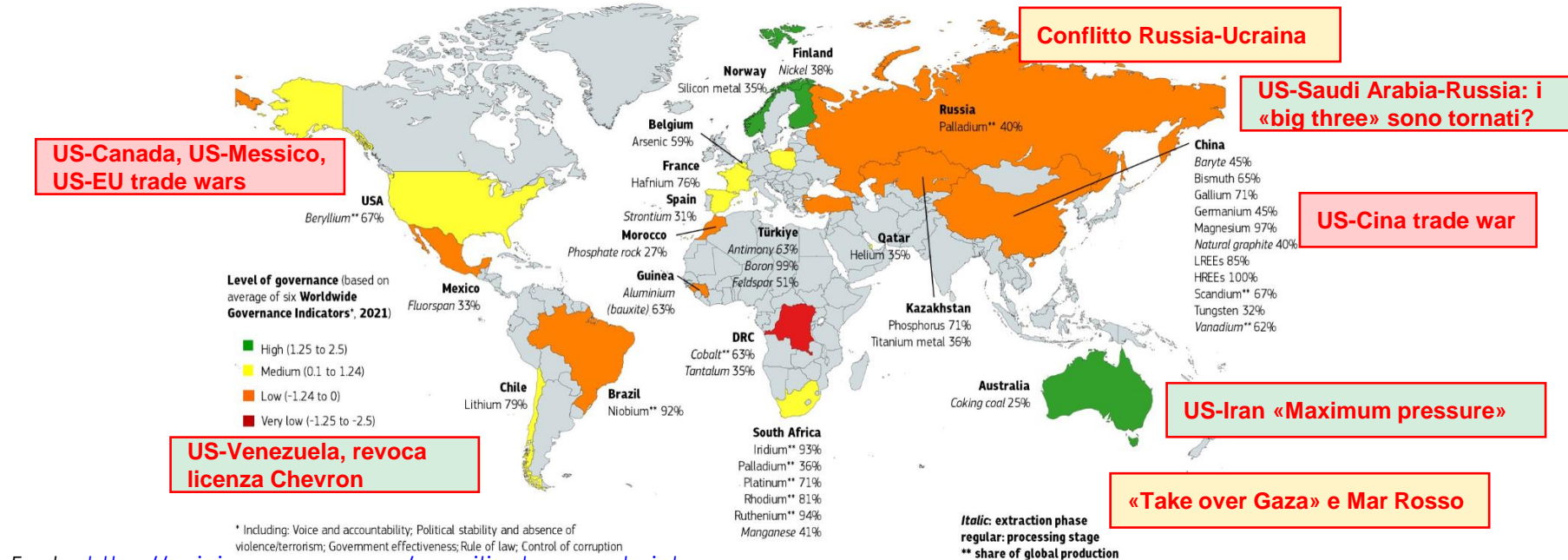
VIX: da un minimo di 14.6 post-insediamento a **oltre i 25** dopo le tariffe di marzo

Oro: da 2,600 USD/oz a inizio anno al **record di 3,057 USD/oz** il 20.03.2025

Crypto: nuovo **record del Bitcoin** il 20.01.2025; creata una **US Crypto Reserve**

Dopo appena due mesi di presidenza Trump, ci sono molti fronti aperti

EU: principali fornitori di Critical Raw Materials (CRM) nel 2023 e livelli di governance

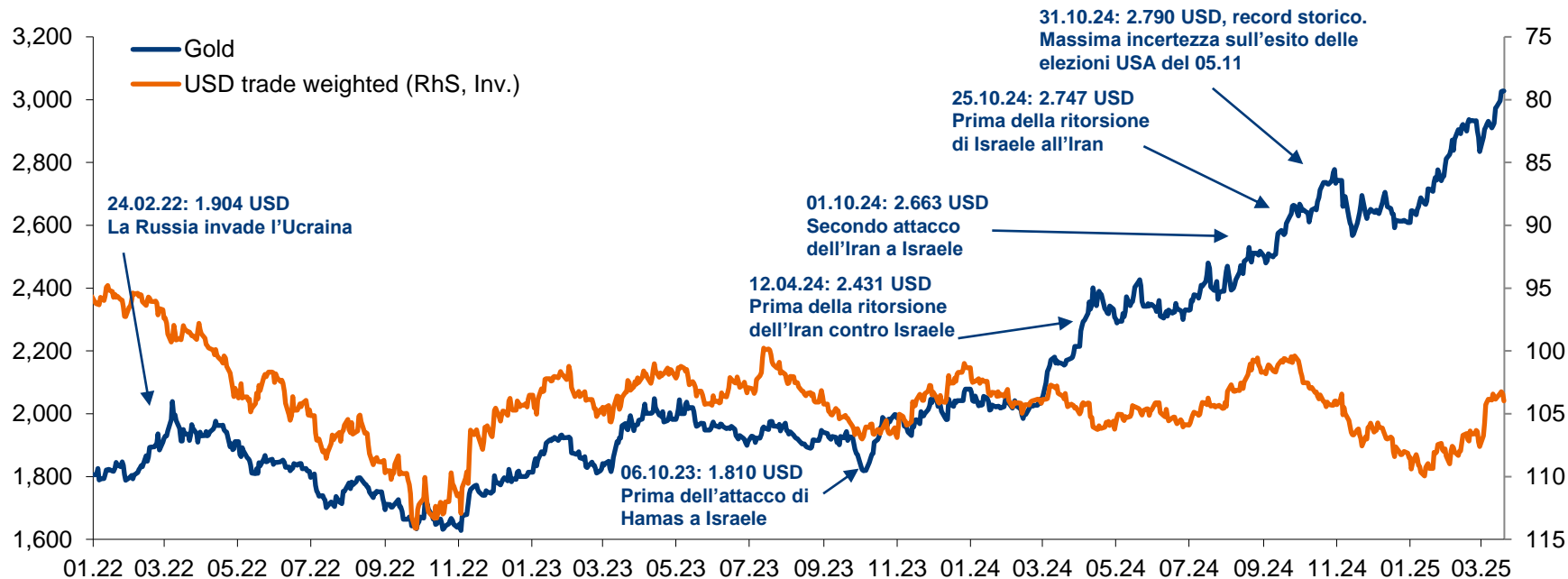


* Including: Voice and accountability; Political stability and absence of violence/terrorism; Government effectiveness; Rule of law; Control of corruption

Fonte: <https://rmis.jrc.ec.europa.eu/eu-critical-raw-materials>

Cosa spinge il rialzo dell'oro? 1) Aspettative di politica monetaria; 2) Rischi politici e geopolitici...

Oro (USD/oncia) vs. dollaro americano pesato per il commercio (scala destra, invertito)



0,00%

Fed funds da 0,00% nel 03.22 a 5,50% nel 07.23

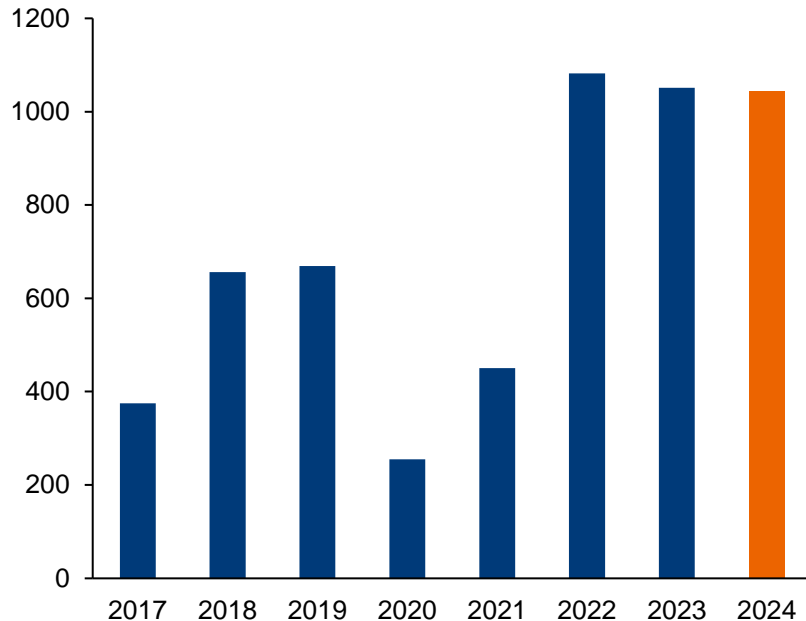
Fed funds a 5,50% sino al 09.24

4,50% al 03.25

Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

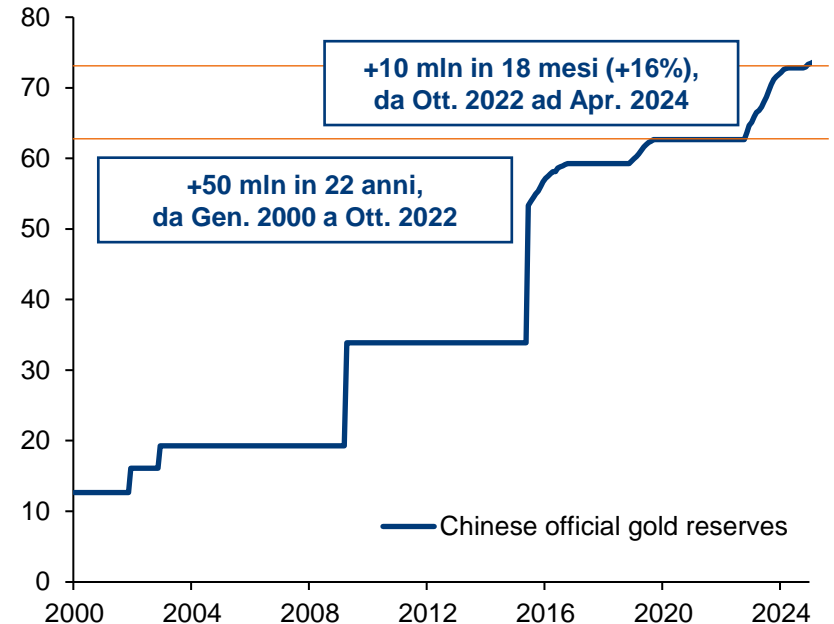
...e 3) Acquisti record dalle banche centrali

Acquisti di oro delle banche centrali, in tonnellate



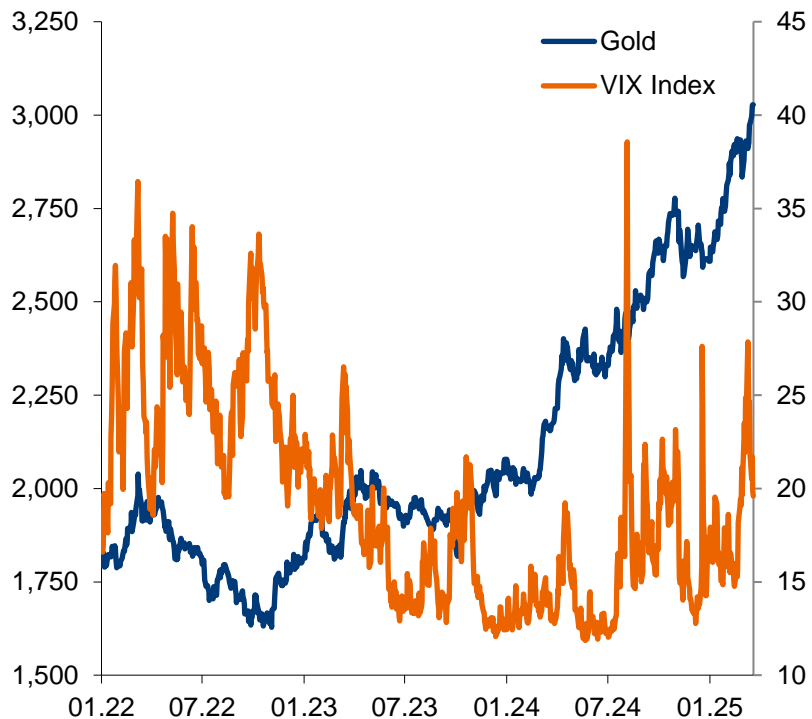
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo - Research Department su dati IMF, WGC, Bloomberg

Riserve di oro della PBoC in milioni di once

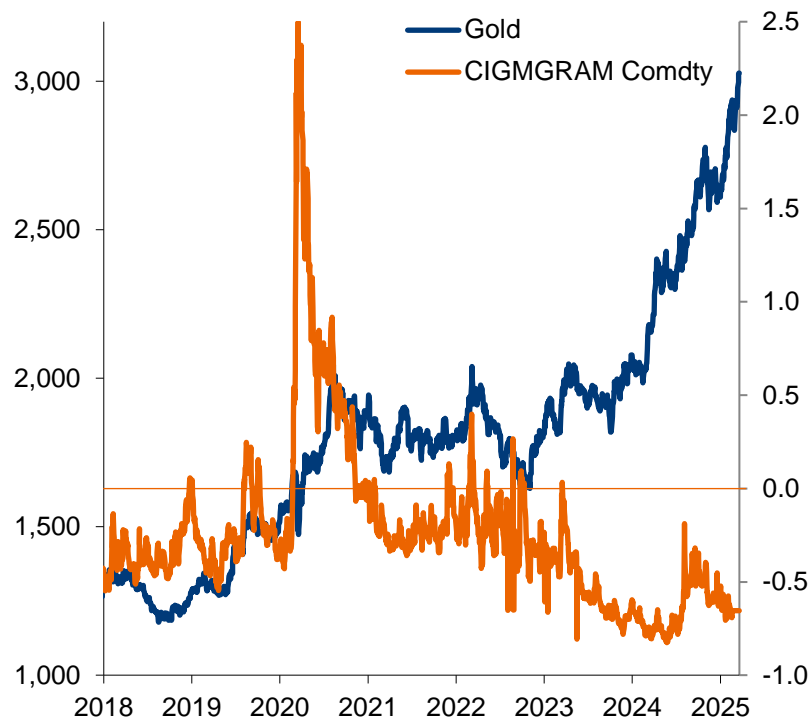


Incertezza e volatilità spingono la domanda di beni rifugio

Oro in USD/oz e VIX Index (scala destra)



Oro in USD/oz e risk aversion Index (scala destra)



Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

Gli ETF sono tornati compratori netti

Prezzo dell'oro in USD/oz e volumi di oro detenuti dagli ETF in milioni di onces (scala destra)



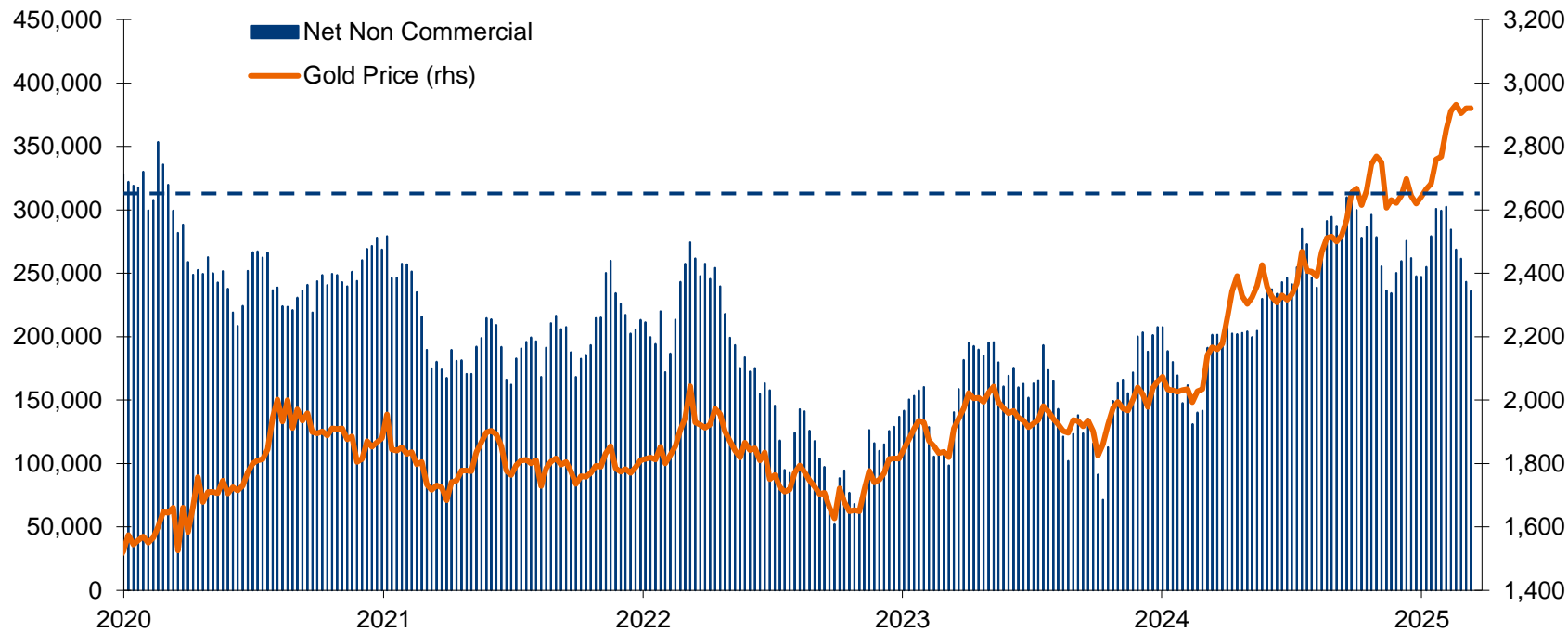
Prezzo dell'oro in USD/oz e controvalore dell'oro detenuto dagli ETF in miliardi di dollari (scala destra)



Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

In febbraio e settembre, le posizioni speculative erano vicine ai massimi da quattro anni

Oro (USD/oncia, scala destra) vs. posizioni speculative*



* Le posizioni speculative sono definite come posizioni nette lunghe non commerciali in futures e opzioni detenute da money manager e hedge fund, come riportato dall'U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) Fonte Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati CFTC e Bloomberg

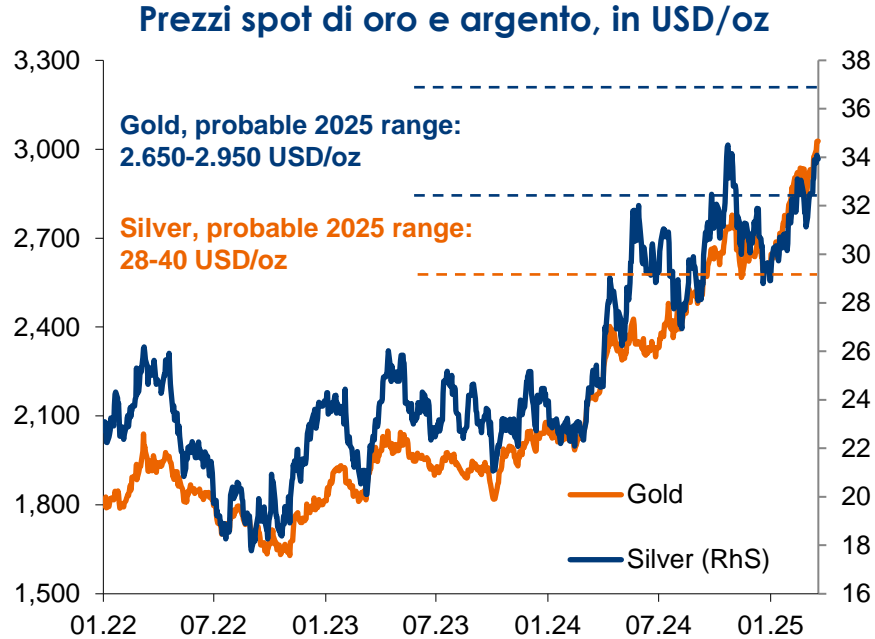
Nel 2025, gli alti prezzi potrebbero frenare la domanda in gioielleria ed aumentare l'offerta secondaria

World Gold Council, supply and demand fundamentals

	2023		2024		y/y growth
Total gold demand, in tons	4,493		4,554		1%
Jewellery consumption	2,111	47%	1,877	41%	-11%
Jewellery inventory	80	2%	126	3%	57%
Bars and coin	1,190	26%	1,186	26%	0%
ETFs	-244	-5%	-7	0%	---
Central banks	1,051	23%	1,045	23%	-1%
Technology	305	7%	326	7%	7%
Total gold supply, in tons	4,946		4,974		1%
Mine production	3,644.1	74%	3,661	74%	0%
Net producer hedging	67.4	1%	-57	-1%	-184%
Recycled gold	1,234.4	25%	1,370	28%	11%
OTC and other	453.3		421		-7%

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati WGC

Dopo un possibile consolidamento nel 2025, ribadiamo l'aspettativa di un «long term bull run» per oro e argento



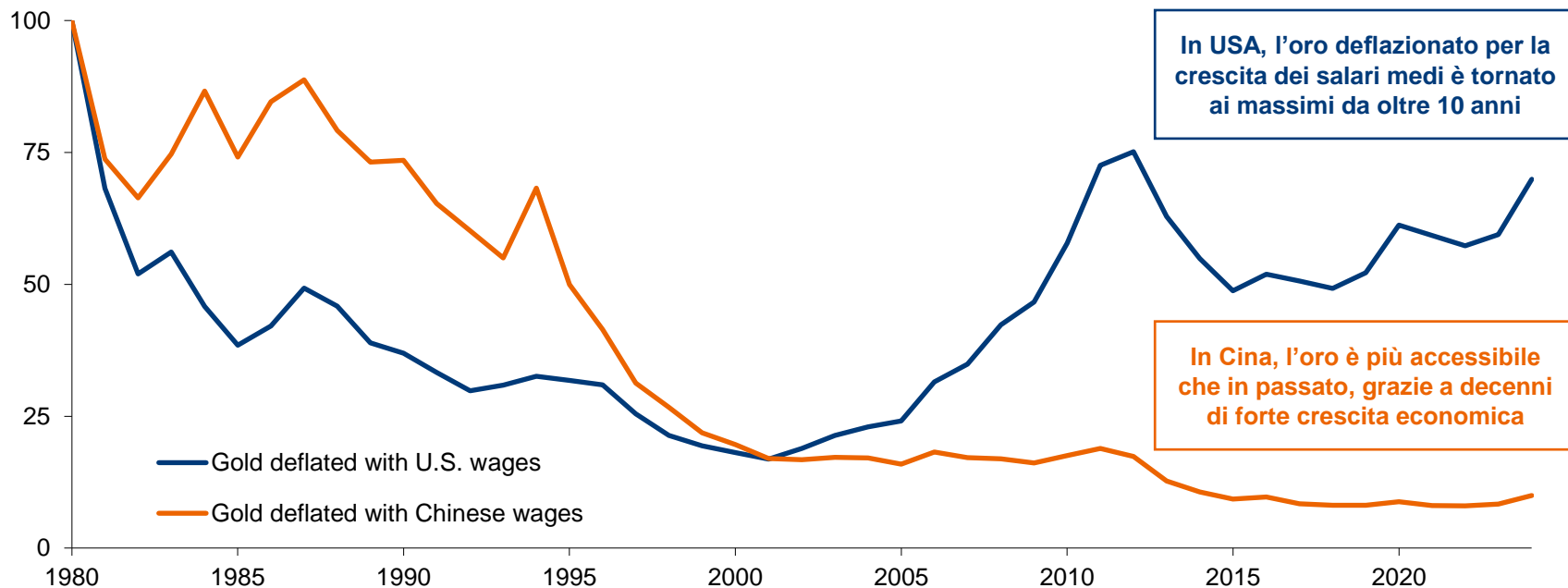
Stime Intesa Sanpaolo, prezzi medi

	2025	2026	2027	2028	
LME GOLD	USD/oz	2,765	2,800	2,900	3,000
	EUR/gr	86.0	85.0	86.0	86.9
LME SILVER	USD/oz	31.50	33.00	34.00	35.00
	EUR/gr	0.98	1.00	1.01	1.01
EUR/USD	1.03	1.06	1.08	1.11	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo - Research Department su dati Bloomberg. Stime Intesa Sanpaolo - Research Department

Una prospettiva storica: nonostante i massimi, l'oro piace a consumatori ed investitori nei paesi emergenti

Oro deflazionato per la crescita dei salari americani e cinesi



Fonte: Elaborazioni di Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg

Grazie!

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 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.

A cura di:

Daniela Corsini, Rates, FX & Commodities Research, *Intesa Sanpaolo*