

Focus

Materie prime: asset strategici del XXI secolo

Nei prossimi anni, il controllo di materie prime, filiere produttive e catene logistiche sarà un vero e proprio vantaggio strategico nello scacchiere geopolitico.

Focus: Stati Uniti, Cina e materie prime

Due paesi a confronto: uno ha appena dichiarato lo stato di emergenza energetica nazionale, l'altro è leader nell'energia pulita.

Petrolio: la Russia sta tornando?

Nelle ultime settimane, il sentiment sul mercato petrolifero si è nettamente deteriorato a causa della prospettiva di un'imminente tregua tra Russia e Ucraina, delle nuove tariffe imposte dall'amministrazione Trump e della decisione dell'OPEC+ di procedere alla graduale riduzione dei tagli volontari. Tuttavia, il mercato sta probabilmente trascurando alcuni rischi rialzisti, come il basso livello delle scorte statunitensi, la possibilità di nuove escalation in Medio Oriente e l'eventualità che le sanzioni contro il settore energetico russo non siano rimosse in tempi brevi.

Mercati energetici: i depositi europei sono troppo vuoti

In neppure sei mesi, quasi il 60% delle scorte europee di gas è stato letteralmente bruciato a causa dell'aumento dei consumi domestici e del crollo delle spedizioni di gas dalla Russia. Per soddisfare i target di riempimento, servirebbero volumi circa doppi rispetto a quanto necessario appena un anno fa.

Metalli preziosi: una nuova corsa all'oro

La minaccia di nuove tariffe sulle importazioni americane d'oro ha scatenato una vera e propria corsa all'oro per importare metallo negli Stati Uniti prima dell'introduzione di questi possibili dazi.

Metalli industriali: le tariffe distorcono i mercati

Le quotazioni dei metalli sono state spinte al rialzo dall'introduzione di nuovi dazi e dai piani europei e cinesi di aumentare strutturalmente la spesa in difesa.

Agricoli: i dazi potrebbero guidare rialzi dei prezzi

Anche le materie prime agricole sono oggetto di dispute commerciali, che potrebbero causare rialzi dei prezzi e temporanee interruzioni degli approvvigionamenti per alcuni prodotti freschi. Tuttavia, i timori di riduzione della domanda mondiale sono probabilmente eccessivi, alla luce di uno scenario macroeconomico che resta complessivamente positivo, nonostante alcuni rischi idiosincratici ed asimmetrici.

Marzo 2025

Nota Trimestrale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: asset strategici del XXI secolo

Nei prossimi anni, il controllo di materie prime, filiere produttive e catene logistiche sarà un vero e proprio vantaggio strategico nello scacchiere geopolitico.

Anche l'osservatore più distratto non può far a meno di notarlo: le materie prime sono onnipresenti nel flusso di notizie spesso contraddittorie che sta affollando i nostri quotidiani da quando il Presidente Trump è stato rieletto alla Casa Bianca.

Preoccupa l'inflazione americana? Il recente rialzo è stato trainato dal comparto alimentare, e per arginare il caro-vita la nuova amministrazione vuole abbassare il costo dei carburanti e aumentare la produzione domestica di petrolio e gas verso nuovi record.

Lo spettro di nuove guerre commerciali, sia con alleati storici come Canada, Messico ed Europa, sia con rivali di lunga data come la Cina, alimenta pressioni ribassiste sulle borse e ravviva le preoccupazioni per la sicurezza degli approvvigionamenti: ai primi sentori di rialzi dei dazi, negli USA è ripartita una nuova corsa ad accaparrarsi metalli industriali, merci agricole e materie prime energetiche, che ha alimentato un premio per i contratti quotati sul Comex di New York rispetto al LME di Londra e ha distorto le dinamiche delle scorte presso le principali borse merci.

Si discute sul probabile incremento del debito americano per finanziare le politiche pro-cicliche di Trump? I riflettori si accendono quindi sulla disponibilità di oro effettivamente detenuto a Fort Knox, e sulla possibilità di rivalutarne il valore a bilancio, ancora bloccato a un misero 42 dollari l'oncia, a fronte dei circa 3.000 dollari correnti.

Si parla di tregua nel conflitto Russia-Ucraina? Il settore energetico europeo sta sperando che un possibile "cessate-il-fuoco" si accompagni a maggiori esportazioni di gas russo verso l'Europa, essenziali per evitare che il prezzo del gas naturale TTF torni a risalire proprio quando il Vecchio Continente deve acquistare volumi ingenti per rimpinguare i depositi più vuoti del solito dopo un inverno freddo e lo stop al transito fra Russia e Ucraina. Inoltre, gli Stati Uniti hanno condizionato il proprio supporto militare alla sottoscrizione di un generoso accordo minerario che permetta loro di attingere ai giacimenti ucraini di minerali strategici, terre rare incluse. Infine, le trattative di più alto livello fra Stati Uniti e Russia per una possibile tregua si stanno svolgendo in Arabia Saudita, dove attorno al tavolo negoziale siedono esponenti di spicco dei tre principali produttori al mondo di petrolio. È chiaro che non stiano parlando solo di Ucraina.

I rischi geopolitici si mantengono significativi in Medio Oriente, per l'instabile tregua a Gaza, e le nuove sanzioni americane contro l'Iran, e potrebbero intensificarsi nel Mare Cinese, se si ravvivassero le tensioni fra Cina e Taiwan? Molti paesi emergenti sono preoccupati di questa instabilità e del rischio che i paesi occidentali impongano loro sanzioni su dollaro, Treasury, o possano tagliarli fuori dal sistema di pagamenti internazionali. Per limitare questo rischio, molte banche centrali si stanno affidando al bene rifugio più antico del mondo: l'oro. Non è un caso che gli acquisti di metallo giallo destinato alle riserve strategiche abbiano registrato un triennio record dal 2022 al 2024.

Questo elenco potrebbe continuare a lungo perché molti argomenti di attualità sono strettamente interconnessi ai mercati delle materie prime. La disponibilità di energia e minerali è essenziale per implementare i nuovi progetti europei di incremento degli investimenti in difesa, per sviluppare intelligenza artificiale e data center, e per affrontare la crisi climatica, dato che le temperature medie mondiali stanno raggiungendo sempre nuovi record e la frequenza di eventi meteorologici estremi si sta intensificando. Gli Stati Uniti sono usciti dall'accordo di Parigi, ma non possono trascurare queste emergenze, né evitare i conseguenti investimenti in adattamento degli impianti.

È evidente che nei prossimi anni il controllo di materie prime, filiere produttive e catene logistiche sarà un vero e proprio vantaggio strategico nello scacchiere geopolitico.

Molti temi di attualità sono strettamente interconnessi ai mercati delle materie prime

Ciò non vuol dire che avremo necessariamente un rialzo generalizzato delle quotazioni. Ad esempio, la Cina da anni sta implementando una politica industriale volta a mantenere relativamente basse le quotazioni di alcuni beni esportati, terre rare incluse, per evitare di incentivare un aumento di offerta in altri paesi, Stati Uniti in primis.

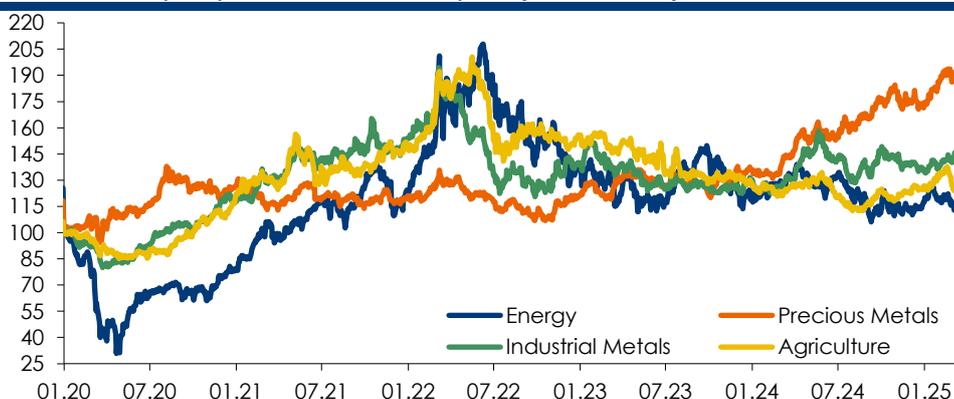
Per quanto riguarda il **petrolio**, riteniamo che si stia realizzando una convergenza di interessi fra i principali paesi produttori, che attualmente potrebbero preferire prezzi stabili a prezzi alti. Riteniamo quindi che l'attuale intervallo di prezzo di circa 68-86 dollari per il petrolio Brent possa restare valido nonostante i timori di un surplus in espansione per l'attesa crescita della produzione mondiale e il possibile rallentamento della domanda, vulnerabile al rischio di guerre commerciali. A nostro avviso, il mercato non sta adeguatamente prezzando il probabile calo delle esportazioni di Iran e Venezuela. Per il 2025, prevediamo un prezzo medio di circa 74 dollari per il Brent, in calo da una media di circa 80 dollari nel 2024, e di 69,5 dollari per il WTI, inferiore ai 75,8 dollari registrati lo scorso anno.

I mercati del **gas naturale** dovrebbero esibire dinamiche divergenti lungo le due sponde dell'Atlantico. 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 gas naturale liquefatto (GNL) e scorte in calo. In Europa il benchmark TTF potrebbe attestarsi attorno a una media di 41 euro per MWh nel 2025, ma diminuire verso una media di 30,6 euro per MWh nel 2026, grazie all'atteso incremento di offerta mondiale di GNL e al possibile ritorno di parte del gas russo in transito attraverso l'Ucraina. Sottolineiamo però che i rischi sono sbilanciati al rialzo perché i livelli di riempimento dei depositi di gas in Europa sono ai minimi da due anni, e quest'estate sarà necessario iniettare circa il doppio dei volumi che furono necessari un anno fa per ripristinare un livello adeguato di scorte.

Nel comparto dei **preziosi** l'oro continuerà a brillare. Sinché perdurerà l'attuale fase di massima incertezza sulle politiche statunitensi, l'oro dovrebbe subire spinte rialziste e potrebbe registrare nuovi record, avvicinandosi a un possibile target di 3.150 dollari l'oncia. Successivamente dovrebbe consolidare in un intervallo di 2.650-2.950 dollari, attestandosi su una media di circa 2.765 dollari per il 2025. L'argento dovrebbe esibire più volatilità rispetto all'oro e potrebbe raggiungere un picco di 40 dollari prima di avvicinarsi a una media di 31,5 dollari per il 2025.

Nei comparti dei **metalli industriali** e delle **merci agricole**, le tariffe statunitensi stanno distorcendo i flussi sui mercati fisici e le quotazioni sui mercati finanziari. Riteniamo che i piani di spesa pubblica negli Stati Uniti, in Europa e in Cina potranno probabilmente controbilanciare le spinte ribassiste legate agli impatti negativi delle dispute commerciali sulla crescita economica mondiale. Di conseguenza, ci attendiamo che quasi tutti i metalli di base e i principali cereali chiuderanno l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali. Al contrario, vediamo maggiori spazi di ribasso per i coloniali. Infatti, gli attuali record di prezzo per cacao e caffè dovrebbero gradualmente far calare la domanda mondiale e portare a un modesto raffreddamento delle quotazioni.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le nostre previsioni indicano ancora prezzi del petrolio Brent nell'attuale intervallo di 68-86 dollari...

...mentre i mercati del gas esibiscono maggiore volatilità

L'incertezza guida l'oro

Le tensioni commerciali distorcono i mercati di metalli e agricoli

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

All'11.03.2025	1T25	2T25	3T25	2025	2026	2027	% YTD	% 2025	% 2026
ICE BRENT (USD/barile)	74	74	73.0	74.0	74.0	73.0	-5.0	-7.3	0.0
NYMEX WTI (USD/barile)	70	70	68	69.5	70.0	69.0	-5.5	-8.3	0.7
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.8	3.5	3.5	3.65	4.0	4.3	14.4	51.0	9.6
JKM GNL (USD/MMBtu)	14.0	13.0	12.0	12.5	10.0	8.5	-3.9	5.1	-20.0
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	46.0	43.0	40.0	41.0	30.6	24.0	-13.6	18.4	-25.3
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	47.0	44.0	41.0	42.0	31.6	25.0	-15.3	17.1	-24.7
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	130	120.0	115.0	119	102.5	92.0	-13.0	10.8	-13.7
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	90	85.0	85.0	85	82.5	72.0	-35.0	8.4	-2.9
EUA (EUR/tonnellata)	73	68.0	73.0	72.5	85.0	98.0	-4.6	5.3	17.2
LME ORO (USD/oz)	2,860	2,800	2,700	2,765	2,800	2,900	11.8	15.8	1.3
LME ARGENTO (USD/oz)	32.0	31.0	31.0	31.5	33.0	34.0	12.6	11.5	4.8
LME PLATINO (USD/oz)	965	1,030	1,095	1,060	1,200	1,225	7.7	10.9	13.2
LME PALLADIO (USD/oz)	955	1,010	1,070	1,039	1,170	1,195	4.6	5.7	12.6
LME RAME 3M (USD/ton)	9,440	9,660	9,800	9,700	10,100	10,500	10.2	4.7	4.1
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,650	2,760	2,850	2,790	2,900	3,000	5.9	13.5	3.9
LME NICHEL 3M (USD/ton)	15,800	16,200	16,600	16,400	18,000	18,500	7.6	-3.8	9.8
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,880	3,040	3,180	3,075	3,250	3,300	-2.2	9.4	5.7
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	2,000	2,135	2,245	2,160	2,300	2,350	5.1	2.7	6.5
LME STAGNO 3M (USD/ton)	31,400	31,000	31,200	31,250	32,000	33,000	14.0	3.4	2.4
SGX FERRO (USD/ton)	102	103	105	105	110	105	-1.8	-5.1	5.3
LME HRC Nord America (USD/ton)	800	920	940	895	885	840	34.5	14.6	-1.1
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	600	660	655	640	625	600	13.0	2.2	-2.3
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	467	480	475	473	475	470	-2.8	-8.2	0.4
LME REBAR (USD/ton)	567	580	575	573	565	555	1.3	-1.7	-1.4
LME SCRAP (USD/ton)	360	380	375	371	365	360	6.8	-2.8	-1.7
COMEX LITIO (USD/kg)	9.2	10.5	11.5	10.9	12.5	13.0	-4.0	-9.6	14.4
COMEX COBALTO (USD/lb)	11.2	12.5	12.0	12.2	13.0	13.5	22.4	-0.7	6.8
CBOT MAIS (USc/bu)	470	468	465	468	475	485	-2.7	10.4	1.5
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	550	570	595	580	627	645	-3.2	1.3	8.1
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,020	1,060	1,110	1,095	1,210	1,225	-1.2	-0.7	10.5
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	67	71	75	72	76	77	-2.4	-5.9	5.2
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	520	540	560	550	610	620	5.2	-4.4	10.9
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	19	20.0	21.0	20.5	23.0	23.5	-2.1	-1.2	12.2
MDE-OLIO DI PALMA (MYR/mt)	4,750	4,650	4,500	4,575	4,375	4,350	-2.1	8.6	-4.4
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	380	400	360	370	300	280	24.9	57.2	-18.9
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	5,400	5,460	5,100	5,220	4,540	4,300	12.2	22.1	-13.0
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	9,500	9,000	8,500	8,700	7,000	6,500	-29.7	5.8	-19.5
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	7,500	7,300	7,000	7,025	5,500	5,100	-30.1	7.4	-21.7
CBOT-RISO (USD/mt)	13.7	14.0	15.0	14.7	16.5	17.0	-3.4	-11.1	12.4
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	300	310	320	315	340	350	-4.4	-6.0	7.9
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	44	45	45	45	46	47	4.1	0.8	2.8

Fonte: stime Intesa Sanpaolo, dati storici Bloomberg

Focus: Stati Uniti, Cina e materie prime

Due paesi a confronto: uno ha appena dichiarato lo stato di emergenza energetica nazionale, l'altro è leader nell'energia pulita.

Facciamo un piccolo quiz. Guardando al grafico storico delle importazioni nette di energia di due paesi, riuscireste a riconoscere di quali nazioni si tratta? Senza leggere il nome, ovviamente.

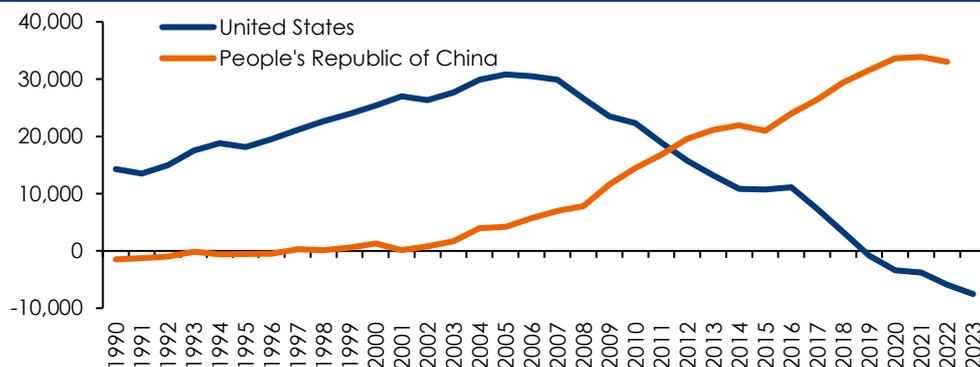
Vi offro qualche indizio.

Vent'anni fa, il primo paese era il principale importatore al mondo di materie prime energetiche, ma da circa cinque anni è diventato esportatore netto. Nello stesso arco temporale, il secondo paese è passato da un quasi perfetto equilibrio fra flussi in ingresso e uscita ad essere il primo importatore al mondo di materie prime energetiche.

Uno dei due paesi ha appena dichiarato lo stato di emergenza energetica nazionale. L'altro è leader indiscusso nella generazione di energia da fonti rinnovabili, a zero emissioni.

Avete indovinato?

Importazioni nette di materie prime energetiche, in petajoule



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

È sorprendente constatare come il paese oggi esportatore netto, gli Stati Uniti naturalmente, abbia appena dichiarato emergenza energetica nonostante il boom di produzione ed esportazione di petrolio e gas naturale, che da oltre quindici anni è alimentato dalla rivoluzione dello shale oil and gas.

Parimenti, stupisce come negli ultimi trentacinque anni il paese importatore netto, la Cina, abbia investito tanto in rinnovabili e nucleare, a fronte di una crescita costante della dipendenza da importazioni di carburanti fossili.

Emerge chiaramente come entrambi i paesi stiano perseguendo piani di sviluppo di lungo periodo, volti a rafforzare i propri vantaggi strategici sfruttando al meglio le risorse di cui sono dotati.

Gli Stati Uniti hanno saputo approfittare delle buone riserve geologiche di carburanti fossili e degli sviluppi tecnologici nel settore oil&gas. Il sogno dell'indipendenza energetica è stato perseguito dal presidente Obama e realizzato nel corso della prima amministrazione Trump, e ha permesso al paese di beneficiare di prezzi delle commodity energetiche inferiori rispetto al resto del mondo: un vantaggio strategico ineguagliabile dall'avversario cinese.

La Cina ha approfittato della ricchezza geologica di minerali e terre rare, del basso costo della manodopera e di standard produttivi e ambientali meno stringenti rispetto all'Occidente per sviluppare sin dagli Anni '90 le filiere di lavorazione e raffinazione dei metalli, indispensabili per investire successivamente nell'industria delle energie pulite, inclusa la componentistica necessaria alla generazione da fonti rinnovabili, eolico e fotovoltaico in primis. Il vantaggio

Stati Uniti e Cina perseguono piani di sviluppo di lungo periodo, sfruttando al meglio le risorse di cui sono dotati

cinese nei settori di raffinazione dei metalli e clean energy è indiscutibile e non potrà essere eroso velocemente né dagli Stati Uniti né tantomeno dall'Europa nonostante gli investimenti dedicati.

La guerra commerciale fra USA e Cina cambierà il mondo dell'energia?

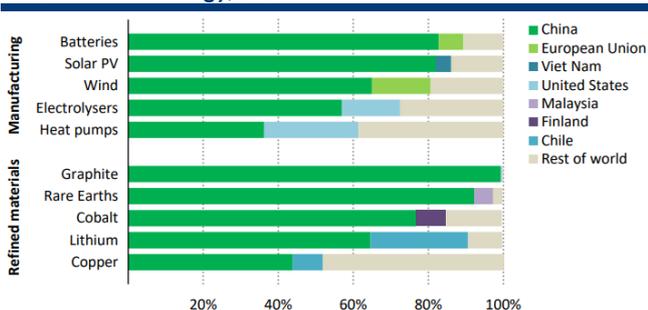
Al momento, l'amministrazione Trump ha imposto una tariffa universale del 20% su tutte le importazioni dalla Cina (al di sopra di un valore minimo di 800 dollari). La Cina ha risposto introducendo tariffe mirate su alcuni beni, inclusa una tariffa del 15% sulle importazioni di energia dagli Stati Uniti, compresi GNL e carbone (ma per un controvalore di soli 4,4 miliardi di dollari nel 2024), e un'altra ridotta al 10% su altri beni, tra cui petrolio greggio, veicoli e attrezzature agricole (per un controvalore totale di 13,9 miliardi di dollari l'anno scorso). La Cina ha anche introdotto nuovi controlli sulle esportazioni di tungsteno e altri metalli di importanza strategica nell'elettronica, nell'aviazione e nell'industria della difesa e per i quali il gigante asiatico detiene la leadership di mercato (ad esempio, la Cina è il primo produttore mondiale di tungsteno, con una quota di mercato dell'80%).

L'interscambio energetico fra USA e Cina è troppo limitato perché queste tariffe possano creare alterazioni significative dei flussi commerciali mondiali, in quanto il gigante asiatico potrebbe facilmente aumentare le importazioni di petrolio, GNL e carbone anche da partner commerciali più importanti.

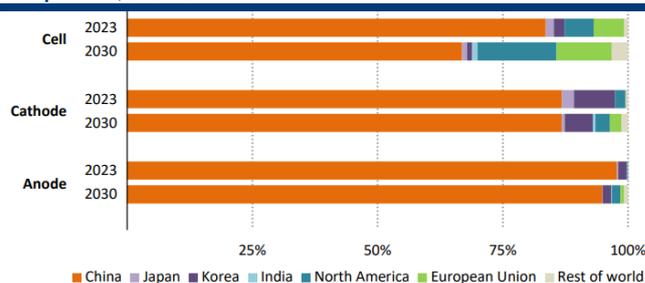
Al contrario, **preoccupa la minaccia cinese di limitare l'offerta di minerali strategici e metalli raffinati**, data la rilevanza dell'offerta cinese sul totale mondiale. Anche in termini prospettici, il vantaggio di costo della produzione del paese asiatico sarà difficilmente eroso dai nuovi investimenti nel resto del mondo (ma concentrati in Europa e America): la Cina resterà a lungo il paese che investe di più in capacità di raffinazione e in clean energy, e che beneficia di minori costi marginali di produzione, complici una filiera molto integrata e minori costi sociali e ambientali.

Inoltre, nonostante la dotazione geologica di altri paesi sia anche più ricca di quella cinese in termini di minerali e terre rare, i lunghissimi tempi di sviluppo di nuove miniere e impianti di estrazione e raffinazione nei paesi più avanzati e l'instabilità politica di molti paesi meno sviluppati, ma ricchi di risorse naturali, garantiranno il predominio cinese in questi settori ancora a lungo.

Quota di mercato per le catene di fornitura nelle tecnologie relative a clean energy, 2023

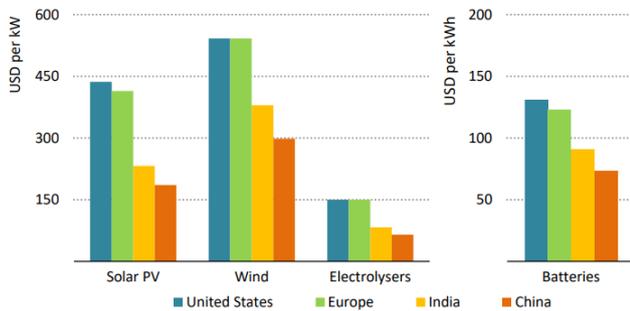


Capacità di produzione attuale e annunciata di batterie e componenti, 2023-2030

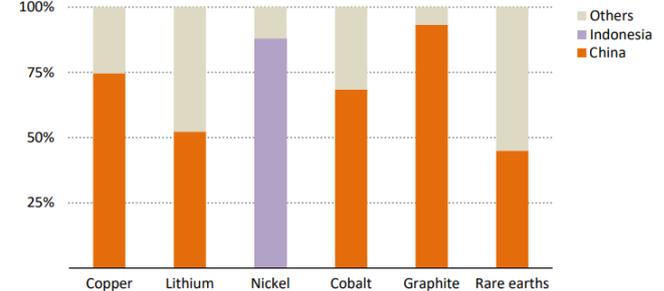


Fonte: IEA October 2024, World Energy Outlook, <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024>. License: CC BY 4.0

Stima dei costi di capitale per gli impianti di produzione di clean technology, 2023



Paesi leader nella produzione di nuova capacità di raffinazione per minerali selezionati, 2023-2035



Fonte: IEA October 2024, World Energy Outlook, <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024>. License: CC BY 4.0

Emerge quindi come il mondo delle materie prime non sia spaventato dal **rischio che future guerre commerciali** possano ridurre l'offerta mondiale di oil&gas, quanto piuttosto che **possano limitare la disponibilità di metalli strategici e avere impatti negativi sulla domanda mondiale** di commodity in senso lato, a causa del probabile rallentamento di commercio mondiale e produzione industriale.

Per quanto riguarda l'offerta mondiale di materie prime energetiche, il principale rischio sembra più la politica estera dell'amministrazione Trump, che quella commerciale

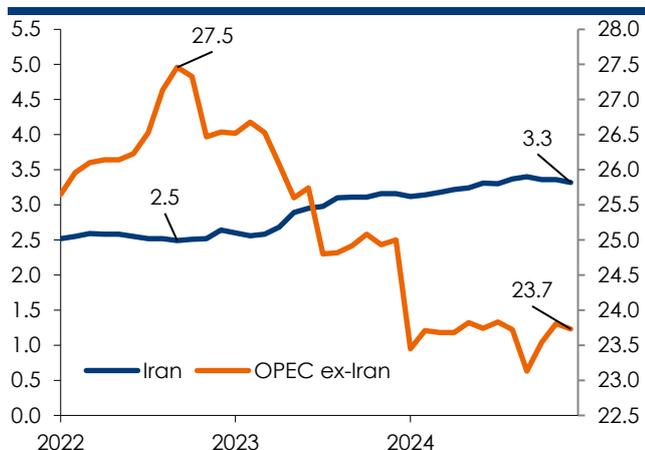
Medio Oriente e Russia restano osservati speciali. In particolare, non può essere sottostimato il ruolo che l'**Iran** ha giocato negli ultimi tre anni nel mantenere i mercati petroliferi mondiali relativamente ben forniti nonostante lo shock dell'invasione russa in Ucraina e i tagli di produzione dell'OPEC+.

Inoltre, la rilevanza strategica dello **Stretto di Hormuz**, fra Iran e Oman, per il commercio mondiale di petrolio e gas naturale è chiara a tutti gli operatori del settore: circa un quinto della domanda mondiale di petrolio e un quarto della domanda mondiale di GNL transita ogni giorno dallo Stretto.

Di questi volumi, solo un terzo dei barili di greggio potrebbe essere trasportato al di fuori del Golfo Persico tramite due oleodotti, uno che attraversa l'Arabia Saudita per sfociare a Yanbu, lungo le rive del Mar Rosso, e uno che attraversa gli Emirati Arabi per arrivare a Fujairah, lungo le rive del Golfo di Oman.

Non esistono invece rotte alternative per il GNL, in quanto non ci sono gasdotti che permettono di aggirare lo Stretto.

Produzione di greggio in Iran e nei Paesi OPEC+ ex-Iran



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Esistono solo due oleodotti che aggirano lo Stretto di Hormuz, ma nessun gasdotto



Fonte: IEA October 2024, World Energy Outlook, <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024>, License: CC BY 4.0

Nell'eventualità che l'amministrazione Trump decida di esercitare la "massima pressione" sull'Iran e quindi imporre sanzioni punitive, gli eventuali stop alle esportazioni iraniane potrebbero essere compensate da maggiori esportazioni da altri **paesi OPEC+** semplicemente allentando i tagli volontari alla produzione applicati da novembre 2023 (solo da otto paesi membri, ovvero Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman), che stanno artificialmente limitando l'offerta mondiale di circa 2,2 milioni di barili al giorno. Questi volumi sono più o meno equivalenti alle esportazioni iraniane.

Al momento, l'OPEC+ ha dimostrato buona volontà, promettendo l'avvio del programma di allentamento dei tagli volontari già in aprile. Il 3 marzo, sul sito web dell'OPEC+ è stato annunciato a sorpresa che il gruppo avrebbe aumentato la produzione di petrolio di 138.000 barili al giorno il mese successivo e proseguito con vari aumenti mensili, con l'obiettivo finale di ripristinare circa 2,2 mb/g di produzione entro fine 2026. Come di consueto, si avverte che "questo aumento graduale potrebbe essere sospeso o invertito a seconda delle condizioni di mercato" e che "questa flessibilità consentirà al gruppo di continuare a sostenere la stabilità del mercato petrolifero".

Sottolineiamo due punti, a nostro avviso controversi. Innanzitutto, la scelta di annunciare un cambiamento così significativo di politica petrolifera tramite un comunicato sul sito internet, senza conferenza stampa, è estremamente insolita: l'inizio di nuove fasi di tagli o aumenti della produzione viene solitamente annunciato a seguito di riunioni in presenza, o più raramente di teleconferenze, tra ministri dell'energia e delegati.

In secondo luogo, praticamente tutti gli analisti del settore Energia concordano sul fatto che non fosse necessario aumentare la produzione dell'OPEC+ perché quest'anno la domanda globale è destinata a crescere meno dell'offerta non OPEC+, portando a un mercato in surplus. Ad esempio, l'International Energy Agency (IEA) stima che se quest'anno la produzione OPEC+ si mantenesse stabile, i mercati petroliferi globali potrebbero far fronte a un surplus di 600.000 barili al giorno a causa dell'atteso aumento delle forniture da parte di Stati Uniti, Brasile, Canada e Guyana. Anche alla London International Energy Week di fine febbraio, un consenso schiacciante indicava mercati ben forniti e un'OPEC+ costretta a rimanere in attesa, date le condizioni di domanda poco brillanti e le previsioni di un surplus in aumento dal 2° trimestre 2025 almeno fino a fine 2026.

Supponiamo quindi che questa mossa a sorpresa dell'OPEC+ possa essere stata influenzata dalla richiesta ben pubblicizzata del presidente degli Stati Uniti Trump di aumentare la produzione del

L'OPEC+ inizierà in aprile ad allentare i tagli volontari

Stati Uniti, Russia e Arabia Saudita hanno ricominciato a dialogare

gruppo per abbassare i prezzi del petrolio, ma anche da dialoghi di alto livello in corso da tempo fra i leader del mercato petrolifero (condotti lontano dai riflettori). A metà febbraio, in un discorso ufficiale, il presidente russo Putin auspicava una rinnovata cooperazione sulle politiche petrolifere tra i "big three", i "tre grandi" produttori, ovvero Stati Uniti, Arabia Saudita e Russia. Il 18 febbraio, infatti, il primo vertice fra Stati Uniti e Russia per raggiungere una tregua nella guerra in Ucraina si è svolto in Arabia Saudita, a Riyadh, e sembra che in quell'occasione non si sia parlato solo del conflitto, ma anche di come ravvivare una cooperazione ormai "congelata" da tre anni e sviluppare nuovi progetti nell'Artico.

È chiaro che dietro le quinte stanno succedendo molte cose e che **analisti e investitori hanno solo una visione limitata delle forze che stanno attualmente plasmando le decisioni politiche ed economiche**. È altrettanto evidente che l'attuale amministrazione statunitense sta adottando un approccio più negoziale nelle relazioni estere e quindi è ragionevole ipotizzare un riavvicinamento tra Arabia Saudita, Russia e Stati Uniti su temi selezionati di interesse comune, quali ad esempio la politica energetica e gli equilibri in Medio Oriente.

Come prova di collaborazione, oltre a favorire l'incremento di produzione OPEC+, il principe ereditario dell'Arabia Saudita Mohammed bin Salman si è impegnato a investire circa 600 miliardi di dollari negli Stati Uniti nel tentativo di migliorare le relazioni tra i due paesi. Le nazioni dell'OPEC+ potrebbero trarre vantaggio dalla minaccia di Trump di esercitare "massima pressione" sull'Iran, perché questa potrebbe implicare un calo delle esportazioni iraniane che permetterebbe al cartello di aumentare la produzione di greggio senza innescare eccessive pressioni al ribasso sui prezzi internazionali del petrolio.

Petrolio: la Russia sta tornando?

Nelle ultime settimane, il sentiment sul mercato petrolifero si è nettamente deteriorato a causa della prospettiva di un'imminente tregua tra Russia e Ucraina, delle nuove tariffe imposte dall'amministrazione Trump e della decisione dell'OPEC+ di procedere alla graduale riduzione dei tagli volontari. Tuttavia, il mercato sta probabilmente trascurando alcuni rischi rialzisti, come il basso livello delle scorte statunitensi, la possibilità di nuove escalation in Medio Oriente e l'eventualità che le sanzioni contro il settore energetico russo non siano rimosse in tempi brevi.

Il 5 marzo 2025, il contratto future sul **Brent**, a 1 mese, ha toccato un minimo di 68,33 dollari, avvicinandosi per la seconda volta in sei mesi al **supporto chiave di 68 dollari**, inviolato dal 2 dicembre 2021. **Se venisse rotto tale livello, potrebbe aprire 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).

L'ultima volta che il Brent è arrivato così vicino a 68 dollari è stato il 10 settembre 2024, in una fase di grande preoccupazione per il rallentamento economico mondiale, poi dissipata grazie al forte intervento della Federal Reserve – che ha ridotto più del previsto il costo del denaro con un taglio di 50 punti base ai tassi di riferimento ufficiali – e della Cina, che nello stesso periodo ha annunciato una serie di ambiziose misure di stimolo, pur senza fornire adeguati dettagli. A settembre, l'allontanamento del Brent dal livello di 68 dollari è stato anche favorito dall'OPEC+, che ha ulteriormente rimandato di alcuni mesi il piano di graduale riduzione dei tagli di produzione volontari, col risultato di rendere il mercato fisico più teso di quanto previsto in precedenza.

Il minimo toccato il 5 marzo è stato ancora una volta guidato dalle preoccupazioni relative al rischio di rallentamento economico mondiale, complice l'inasprimento tariffario imposto dalla neo-insediata amministrazione Trump. Infatti, il sentiment di mercato sugli asset ciclici si è rapidamente deteriorato a causa dell'introduzione (o minaccia) di dazi statunitensi contro i maggiori partner commerciali, ampliando i timori di impatto negativo sulla crescita economica, del commercio mondiale e quindi dei consumi di carburante. In un processo abbastanza caotico, parte delle tariffe introdotte il 4 marzo è stata "congelata" dopo appena due giorni e potrebbe quindi entrare in vigore con un mese di ritardo, a inizio aprile. Sicuramente, questa estrema incertezza sulla politica commerciale statunitense sta sfavorendo gli investimenti e i consumi, portando a revisioni al ribasso delle stime di domanda mondiale di greggio.

Inoltre, è possibile che nei prossimi sei mesi si raggiunga una **tregua tra Russia e Ucraina**, mediata dagli Stati Uniti, e quindi che alcune sanzioni occidentali sul settore energetico russo possano essere rimosse, potenzialmente aprendo la strada a un incremento delle esportazioni di petrolio e prodotti petroliferi. Tuttavia, parte del mercato teme che maggiori flussi dalla Russia possano deprimere le quotazioni internazionali.

A nostro avviso, questa preoccupazione è eccessiva. Guardando ai mercati fisici di petrolio e derivati, l'introduzione delle sanzioni occidentali contro il settore energetico russo ha avuto importanti effetti in termini di reindirizzamento dei flussi delle esportazioni che erano in precedenza destinati all'Europa e che sono stati successivamente dirottati verso India, Cina e altri paesi non occidentali. Tuttavia, in termini assoluti i volumi di esportazioni sono rimasti elevati negli ultimi anni¹. Le sanzioni hanno avuto più successo nel ridurre i prezzi di vendita del greggio

La tregua fra Russia e Ucraina non porterà necessariamente a maggiori flussi russi, né al crollo dei prezzi del petrolio

¹ Sottolineiamo che questo discorso vale solo per petrolio e derivati: il mercato del gas naturale ha subito cali più significativi nei volumi esportati dalla Russia dal 2022 in poi per le sanzioni che hanno bloccato i gasdotti Opal e Yamal, il sabotaggio di Nord Stream 1 e 2, la scadenza dell'accordo sul transito con l'Ucraina, le sanzioni americane su selezionati terminali di esportazione di GNL russi, e l'impossibilità di trasportare gas su lunghe distanze in mancanza di una rete adeguata di infrastrutture.

russo, poiché Ural ed altre qualità di petrolio scambiano in ampio sconto rispetto al Brent. Altre distorsioni significative sono state: 1) l'ampliamento degli spread sour-sweet (ovvero fra i prezzi dei greggi a più elevato contenuto di zolfo, più "acidi", come gran parte delle qualità di petrolio russo, e quelli a minor contenuto di zolfo, più "dolci") a causa di una minore disponibilità di greggi pesanti e "acidi" (complice il contemporaneo calo delle esportazioni dal Venezuela); 2) la persistente scarsità di gasolio in Europa, essendo in passato la Russia il principale fornitore.

Cosa succederebbe nel mondo petrolifero se si raggiungesse una tregua sostenibile in Ucraina? A nostro avviso, buona parte delle sanzioni potrebbe rimanere in vigore per un periodo prolungato poiché la loro rimozione sarebbe probabilmente condizionata alla tenuta degli accordi. Tuttavia, se ci sbagliassimo e se le sanzioni occidentali fossero gradualmente rimosse, l'aumento dei volumi russi sul mercato sarebbe comunque limitato. Crescerebbe invece la disponibilità di greggi e carburanti russi nel bacino atlantico (Europa in primis) e si accorcerebbero i tempi di transito delle petroliere, poiché se parte dei flussi attualmente destinati all'Asia tornasse in Europa, il loro trasporto sarebbe più breve. Lo sconto di Ural e altre qualità di greggio russo sul Brent potrebbe ridursi, poiché il loro prezzo potrebbe aumentare oltre il tetto imposto dall'Occidente. Inoltre, il differenziale sour-sweet, fra greggi "acidi" e "dolci", potrebbe ridursi, guidato da un calo delle quotazioni delle qualità più pesanti e a maggior contenuto di zolfo. In Europa, il prezzo del diesel potrebbe diminuire se le società occidentali tornassero a comprare light distillates dalla Russia.

A nostro avviso, l'impatto negativo maggiore sui prezzi internazionali del petrolio, Brent incluso, potrebbe derivare da un possibile deterioramento del sentiment di mercato perché il timore (al momento infondato) di un rapido e significativo aumento delle forniture russe potrebbe innescare una liquidazione delle posizioni speculative nette lunghe.

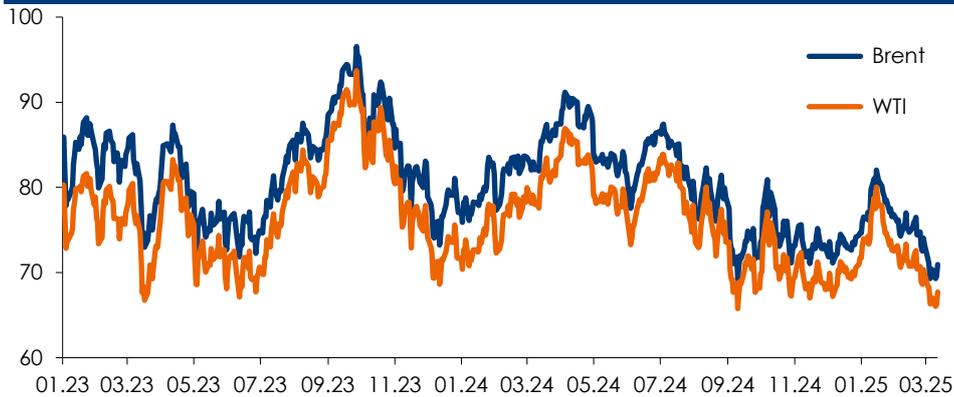
Secondo le nostre attese, nello scenario macroeconomico attuale i fondamentali di domanda e offerta rimangono abbastanza forti da giustificare prezzi del Brent che si mantengano ancora in un intervallo di 68-86 dollari. Infatti, da un lato, **la domanda globale continuerà a crescere** sia nel lungo periodo, raggiungendo nuovi record sia nel 2025 che nel 2026, sia nel breve periodo, perché i consumi mondiali di greggio dovrebbero accelerare nelle prossime settimane grazie al riaccumulo stagionale di scorte da parte delle raffinerie in vista della driving season estiva. Dall'altro lato, **l'atteso aumento dell'offerta da parte dei paesi OPEC+ e non OPEC+ sarà modesto nei prossimi mesi** e potremmo avere invece sorprese negative legate alle decisioni del presidente Trump in politica estera: la strategia di **"massima pressione" sull'Iran** (v. Focus pag. 8) potrebbe ridurre le esportazioni iraniane e portare a un mercato più equilibrato di quanto attualmente previsto dalle stime di consenso. Inoltre, riteniamo che il mercato stia probabilmente trascurando alcuni rischi rialzisti, come il **basso livello delle scorte statunitensi** (-3,3% a/a per le scorte totali di greggio e fino a -18,9% a/a a Cushing), la possibilità di una nuova escalation del conflitto in Medio Oriente e l'eventualità che non si raggiunga in tempi brevi una tregua fra Russia e Ucraina.

Nel nostro scenario di base, **prevediamo che il petrolio Brent possa mantenersi ancora per qualche tempo nell'attuale intervallo di 68-86 dollari, attestandosi su un prezzo medio di 74,0 dollari nel 2025 e nel 2026**. Per il WTI, benchmark per il greggio americano, stimiamo un prezzo medio di 69,5 dollari nel 2025 e di 70,0 dollari nel 2026.

I fondamentali di domanda e offerta rimangono abbastanza forti da giustificare prezzi del Brent circa stabili

Per tutti questi motivi, la Russia non ha potuto compensare la perdita dei volumi di gas precedentemente spediti in Europa incrementando le esportazioni verso altri paesi, e il mercato mondiale del gas ha subito una perdita di offerta maggiore rispetto al mercato del petrolio.

Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



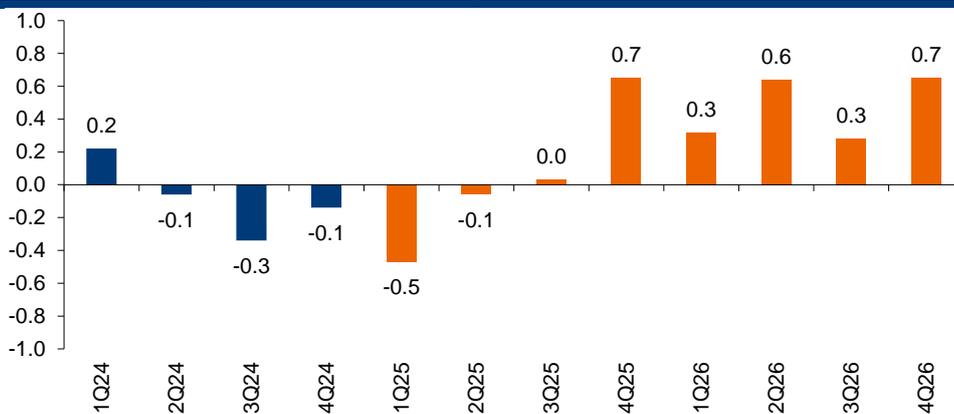
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

Marzo 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**
2023	102.9	70.4	13.2	5.6	26.7	26.8	-0.1
2024	104.1	71.8	13.6	5.7	26.6	26.6	0.0
Variazione a/a	1.3	1.4	0.4	0.1	-0.1	-0.2	
2025	105.3	73.1	13.8	5.8	26.9	26.4	0.5
Variazione a/a	1.2	1.3	0.2	0.1	0.3	-0.2	

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

Mercati energetici: i depositi europei sono troppo vuoti

In neppure sei mesi, quasi il 60% delle scorte europee di gas è stato letteralmente bruciato a causa dell'aumento dei consumi domestici e del crollo delle spedizioni di gas dalla Russia. Per soddisfare i target di riempimento, servirebbero volumi circa doppi rispetto a quanto necessario appena un anno fa.

C'è un estremo nervosismo sui mercati energetici europei. Considerando un indice a 30 giorni sui future del gas naturale TTF a 1 mese, a inizio marzo la volatilità ha raggiunto il livello più alto da maggio 2024. I movimenti di prezzo sono notevoli se considerati sia in un orizzonte infragiornaliero sia in un periodo di tempo più ampio. Basti pensare che **in poche settimane il TTF è passato da un picco di 59,39 EUR/MWh registrato l'11 febbraio, il massimo da due anni, a un minimo di 36,40 EUR/MWh toccato il 6 marzo**, il livello più basso dal 24 settembre.

Questa volatilità e queste fluttuazioni di prezzo sono causate da una concomitanza di fattori. Da un lato, c'è molta **incertezza sulle prospettive di mercato, sull'evoluzione delle dispute commerciali e sulle sorti del conflitto fra Russia e Ucraina**. Dall'altro lato, **gli stoccaggi europei di gas sono scesi verso livelli critici**. Infatti, secondo i dati di Gas Infrastructure Europe (GIE), al 6 marzo i depositi europei di gas erano pieni solo al 37,0%, ben al di sotto della media stagionale degli ultimi cinque anni (48,2%) e dei livelli registrati nel 2024 (61,6%), 2023 (58,5%), 2020 (58,7%) e 2019 (42,0%). In questo periodo dell'anno le scorte sono state più basse solo nel 2022 (27,3%) e nel 2021 (34,8%), in piena crisi energetica.

È impressionante notare quanto rapidamente le scorte si siano ridotte rispetto alla loro media quinquennale dall'inizio dell'inverno ad oggi. Dal 1° ottobre, il divario tra i livelli correnti delle scorte e la loro media quinquennale è passato da un +4,1% (quindi con riempimenti superiori alla media) a un -10,5% (che indica stoccaggi ben inferiori alla norma).

In neppure sei mesi, quasi il 60% delle scorte totali europee è stato letteralmente bruciato a causa dell'**aumento dei consumi domestici** – ai massimi da due anni, complici un inverno più rigido dei due precedenti e una minore elasticità della domanda ai prezzi, dovuta alla scarsa percezione della persistente fragilità del nostro sistema energetico. L'erosione delle scorte è stata anche amplificata da alcuni **problemi imprevisi nei flussi norvegesi** e dal **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. 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. Purtroppo, anche quest'ultimo gasdotto è vulnerabile al rischio di interruzioni inattese dei flussi: da inizio anno, la principale stazione di compressione di questa importantissima infrastruttura a Russkaya, nella regione russa del Krasnodar, è stata in almeno due occasioni bersaglio di attacchi ucraini, fortunatamente falliti.

Livelli europei di scorte così bassi sono un problema per l'Europa perché **le riserve di gas sono essenziali per gestire i picchi di consumo improvvisi che non possono essere prontamente fronteggiati con le importazioni**. In passato, le spedizioni in Europa erano relativamente stabili nel corso dell'anno poiché dipendevano principalmente da flussi via gasdotto, e quindi non potevano crescere in inverno in concomitanza del rialzo stagionale della domanda. Oggi, una crescente percentuale delle nostre importazioni di gas dipende dal GNL, più flessibile, ma meno prevedibile perché soggetto alla concorrenza internazionale.

Sarà dunque necessario rimpinguare le riserve prima del prossimo inverno. In assenza dei flussi russi via tubo (dall'Ucraina e da tutti gli altri gasdotti bloccati o danneggiati), l'Europa dovrà ricevere più gas via mare tramite spedizioni di GNL, pagando quindi prezzi sufficientemente elevati da superare la richiesta asiatica, o via gasdotto dal Nord Africa e dall'Azerbaijan, anche se tutti questi fornitori hanno difficoltà strutturali a incrementare i volumi e difficilmente potrebbero controbilanciare pienamente l'ammacco russo.

La volatilità sul TTF è tornata ai massimi da maggio 2024

Le scorte di gas sono su livelli critici: in neppure sei mesi, quasi il 60% delle scorte totali europee è stato letteralmente bruciato

Infatti, se l'Europa volesse raggiungere il target di riempimento del 90% entro il prossimo inverno, i volumi di gas da acquistare in estate sarebbero circa il doppio di quanto acquistato nel 2024. Il mercato non crede che questo sia possibile senza ricorrere a maggiori forniture russe, a meno che gli acquirenti europei non siano disposti a pagare prezzi molto elevati per accaparrarsi GNL, vincendo la concorrenza asiatica. Questo è il motivo per cui **i contratti future con consegna in estate scambiano ad ampio premio sui contratti con consegna in inverno**. Secondo l'attuale curva forward, un operatore che volesse immettere gas nelle riserve europee in estate e rilasciare lo stesso gas in inverno andrebbe incontro a una perdita netta.

Ben consapevole di questo problema, la Commissione Europea ha proposto di allentare i requisiti per il riempimento dei depositi di gas, consentendo ai paesi membri maggiore flessibilità nel raggiungimento dell'obiettivo di riempimento del 90% degli stoccaggi entro il 1° novembre. Infatti, sebbene tale target sarà probabilmente esteso fino al 2027, gli obiettivi intermedi durante la stagione estiva potrebbero diventare "indicativi" e gli Stati membri potrebbero strappare ulteriori concessioni in caso di "condizioni di mercato specifiche", come prezzi talmente elevati da impedire il conseguimento degli obiettivi. La Commissione ha inoltre proposto di utilizzare gli impianti di GNL e i terminali galleggianti (floating storage regasification units, FSRU) per immagazzinare carburante, e di conteggiare anche questi volumi per raggiungere i target di riempimento. Correttamente, la Commissione sottolinea che "fornire agli Stati membri sufficiente flessibilità per riempire gli impianti di stoccaggio durante la stagione estiva, a condizioni di acquisto ottimali, ridurrà lo stress del sistema ed eviterà distorsioni del mercato". Speriamo di aver imparato qualcosa dagli errori del 2022.

La scommessa, neppure troppo implicita, è che nel corso dei prossimi mesi possano aumentare le spedizioni di gas verso l'Europa, grazie all'**atteso incremento di offerta mondiale di GNL e/o** al ritorno, anche solo parziale, dei flussi via tubo dalla Russia. In tal senso, sarà essenziale monitorare l'evoluzione del conflitto fra Russia e Ucraina, poiché **una possibile tregua potrebbe essere accompagnata dalla stipula un nuovo accordo di transito**. Inoltre, potrebbero esserci sviluppi relativi ai gasdotti Nord Stream 1 e 2, attualmente inutilizzabili, ma che potrebbero essere ceduti a una cordata di investitori internazionali, riparati e rimessi in condizione di riavviare l'operatività se possibile. Non è ancora chiaro se questi due gasdotti saranno destinati al trasporto di idrogeno o (come attualmente sembra più probabile) di gas naturale.

È chiaro che ancora per alcuni mesi i mercati del gas naturale resteranno in balia dell'incertezza. **Nel nostro scenario di base, manteniamo una visione costruttiva**. Se, come speriamo, i target di riempimento non saranno vincolanti e gli Stati membri non finanzieranno gli acquisti estivi, siamo ottimisti che l'aspettativa di una prossima tregua in Ucraina e un incremento delle forniture mondiali di GNL possano essere sufficienti per arginare i rialzi delle materie prime energetiche in Europa, complice una debole domanda cinese di GNL dovuta a problemi domestici.

Secondo le nostre stime, **il prezzo del gas naturale TTF**, benchmark europeo, dovrebbe passare dall'attuale intervallo di 60-40 euro per MWh, che ha prevalso nella stagione invernale, a un intervallo di 40-28 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 comunque aumentare da meno di 35 euro nel 2024 a circa 41 euro nel 2025, per poi diminuire nuovamente verso 31 euro nel 2026**. Guardando alle stime trimestrali, ci aspettiamo un prezzo del gas più alto in estate che in inverno: stimiamo un prezzo medio di circa 43 euro nel 2° trimestre, 40 euro nel 3° trimestre, e di 35 euro nel 4° trimestre 2025 e nel 1° trimestre 2026.

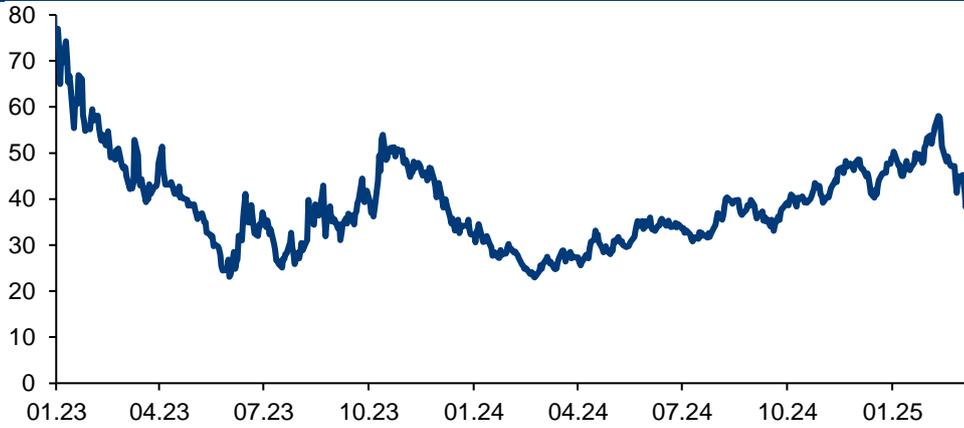
Molto diverso è invece lo scenario negli Stati Uniti, esportatore netto di materie prime energetiche. L'export di GNL dovrebbe aumentare rapidamente nei prossimi mesi, quando vari progetti in corso di sviluppo saranno completati e nuovi terminali di esportazione entreranno in attività. Se negli anni passati i prezzi americani sono stati depressi dall'impossibilità di esportare la produzione in eccesso di gas naturale, riteniamo ora probabile che l'incremento delle esportazioni possa portare a un'ulteriore erosione delle scorte domestiche e spingere al rialzo le

La scommessa, neppure troppo implicita, è che aumentino le spedizioni di GNL e/o i flussi via tubo dalla Russia

Negli Stati Uniti, il prezzo del gas è guidato da esportazioni in rialzo e scorte in calo

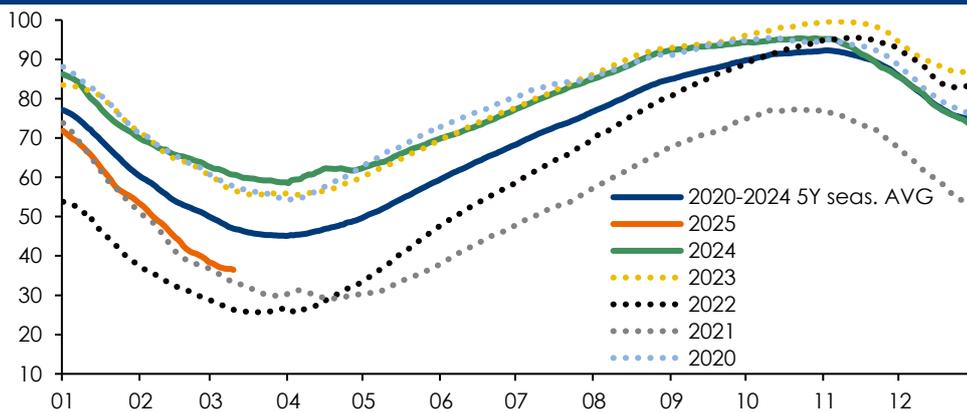
quotazioni del benchmark Henry Hub. Il nostro scenario di base prevede per il gas americano un prezzo medio di circa 3,65 USD/MMBtu nel 2025 e di circa 4,00 USD/MMBtu nel 2026.

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



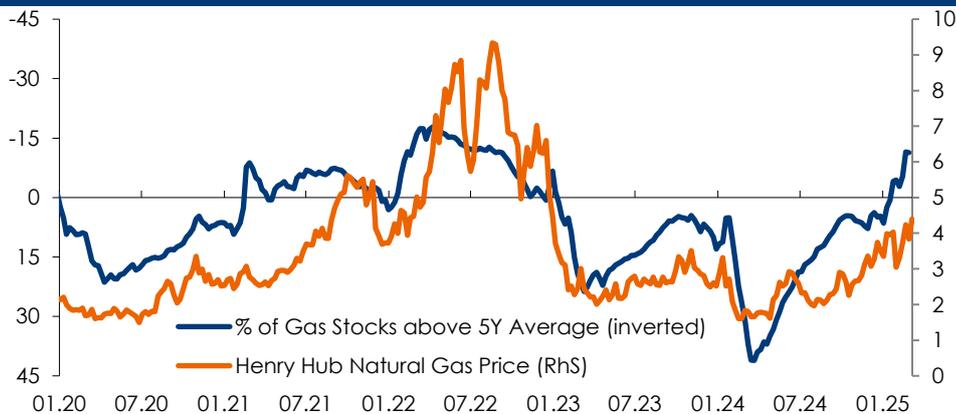
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: una nuova corsa all'oro

La minaccia di nuove tariffe sulle importazioni americane d'oro ha scatenato una vera e propria corsa all'oro da importare negli Stati Uniti prima dell'introduzione di questi possibili dazi.

Il 24 febbraio l'oro ha raggiunto il livello più alto da sempre, a quota 2.956,19 dollari l'oncia, dopo aver registrato rialzi per ben sette settimane consecutive – il periodo più lungo di guadagni settimanali dal 2020 – guidato dall'incertezza sulle politiche commerciali che saranno implementate dalla seconda amministrazione Trump e dai possibili sviluppi geopolitici in Russia e Medio Oriente. **Il 14 marzo, l'oro ha superato per la prima volta la soglia dei 3.000 dollari.**

Tuttavia, vale la pena sottolineare che questo nuovo prolungato rialzo dell'oro era partito ben prima dell'insediamento di Trump: il metallo giallo aveva toccato un minimo di 2.536,92 dollari il 14 novembre, poco prima che **la Banca Popolare Cinese (PBoC)** annunciasse la ripresa degli acquisti d'oro per riserve strategiche dopo sei mesi di pausa.

Negli ultimi quattro mesi, i volumi di acquisti ufficiali d'oro operati dalla PBoC sono stati ben inferiori alla precedente fase di accumulo: circa -64% in termini di media mensile da novembre 2024 a febbraio 2025, rispetto ai precedenti diciotto mesi di acquisti (da novembre 2022 ad aprile 2024). Tuttavia, la decisione cinese di espandere ulteriormente la quota di oro in portafoglio rispecchia pienamente il desiderio condiviso da molte banche centrali dei Paesi emergenti di diversificare le riserve strategiche e aumentare le riserve auree, recuperando un ritardo storico. Infatti, **nonostante i recenti acquisti record, l'oro rappresenta solo il 5,9% delle riserve totali cinesi**, a fronte di percentuali ben superiori per Stati Uniti (74,9%) e Area euro (62,3%, dove spiccano Germania al 74,3% e Italia al 70,7%). La media mondiale delle riserve auree sul totale delle riserve si attesta al 18,4%.

Riteniamo che le banche centrali rimarranno ancora a lungo compratrici nette di oro, ma i flussi di acquisto del settore ufficiale potrebbero rallentare. Infatti, è possibile che, nell'ambito di più ampie trattative commerciali ed economiche, i paesi storicamente in buoni rapporti con gli Stati Uniti potrebbero preferire un incremento della percentuale di Treasury americani nelle riserve strategiche piuttosto che di metallo giallo, mentre i paesi storicamente rivali degli Stati Uniti, come la Cina, avranno probabilmente bisogno di maggiore liquidità per stimolare le loro economie.

L'ipotesi di un rallentamento degli acquisti d'oro da parte delle banche centrali è condivisa dal World Gold Council (WGC), che ritiene probabile un modesto calo nel corso di quest'anno, e da vari analisti. Ad esempio, Goldman Sachs stima una riduzione degli acquisti da parte del settore ufficiale verso una media di 50 tonnellate al mese per quest'anno, in netto calo dalla media di circa 87 tonnellate nel 2024 e dalle 108 tonnellate registrate a dicembre 2024.

Nelle prossime settimane, **se persisterà l'incertezza** sulle politiche statunitensi, se rimarranno elevate le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e se si protrarrà il conflitto tra Russia e Ucraina, **è probabile che il prezzo dell'oro continui a registrare nuovi record** sino a una massima estensione in area 3.150 dollari l'oncia. Sottolineiamo infatti che un grave rischio rialzista di breve periodo è rappresentato dalla minaccia di imporre una tariffa del 25% sulle importazioni americane d'oro. In queste settimane, stiamo appunto assistendo a una vera e propria corsa all'oro, prima dell'introduzione di questi possibili dazi. Si registrano quindi flussi record di esportazioni d'oro da Svizzera e Australia, ed eccezionali condizioni di scarsità anche sui mercati fisici europei.

Nel nostro modello di base, **una volta terminata questa fase di estrema incertezza commerciale e politica, l'oro dovrebbe ritracciare e consolidare in un intervallo di 2.950-2.650 dollari prima di riprendere un trend rialzista di lungo periodo**, che lo porterà stabilmente a superare il livello di 3.000 dollari. Nel nostro modello di base, **prevediamo un prezzo medio di circa 2.765 dollari nel 2025 e di 2.800 dollari nel 2026**. L'atteso consolidamento delle quotazioni è giustificato non solo

Incertezza e acquisti di banche centrali hanno spinto l'oro al rialzo

Oro in probabile consolidamento nel 2025, per poi riprendere il trend rialzista

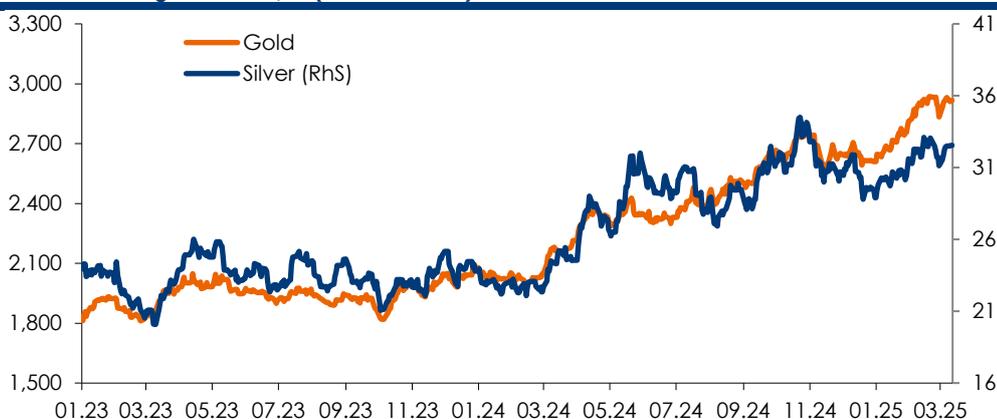
dalla previsione di un rallentamento degli acquisti da parte delle banche centrali, ma anche da un probabile raffreddamento dei consumi di oro nel settore della gioielleria (prima componente della domanda mondiale) a causa dei prezzi elevati della materia prima e dell'incertezza economica e geopolitica di cui abbiamo già detto. Negli Stati Uniti, gli alti tassi di interesse potrebbero rappresentare un ostacolo per gli acquisti di oro da parte degli ETF, mentre in Europa la minor incertezza politica dopo le elezioni in Germania e Francia e una possibile tregua nel conflitto Russia-Ucraina potrebbero indebolire la domanda di oro e altri beni rifugio da parte degli investitori finanziari.

Per quanto riguarda l'**argento**, ci aspettiamo **maggiore volatilità** rispetto all'oro e più spazio per maggiori movimenti rialzisti a causa delle scarse riserve presso il London Metal Exchange (LME). L'argento potrebbe scambiare in un intervallo di 28-40 dollari nel corso dell'anno, attestandosi su una media di circa 31,5 dollari nel 2025 e di 33 dollari nel 2026.

Manteniamo una visione positiva su platino e palladio grazie all'atteso recupero della domanda mondiale, guidato dalle politiche pro-cicliche dell'amministrazione Trump, ma anche dai piani di stimolo che saranno implementati in Cina. Inoltre, la domanda in Europa potrebbe ravvivarsi, dopo anni di grande debolezza, grazie ai nuovi piani europei di investimenti nella difesa, che dovrebbero favorire la produzione di veicoli dotati di motori a combustione interna, sia a benzina (quindi dotati di marmitte contenenti palladio), sia a diesel (con catalizzatori contenenti platino).

Al momento, **manteniamo una preferenza per il platino rispetto al palladio**, maggiormente esposto al rischio di pressioni ribassiste se l'annuncio di una tregua in Ucraina si accompagnasse a maggiori volumi di metallo esportato dalla Russia. Nel nostro modello di base, per il platino prevediamo un prezzo medio di 1.060 dollari nel 2025 e di 1.200 dollari nel 2026. Per il palladio stimiamo un prezzo medio di 1.040 dollari nel 2025 e di 1.170 dollari nel 2026.

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

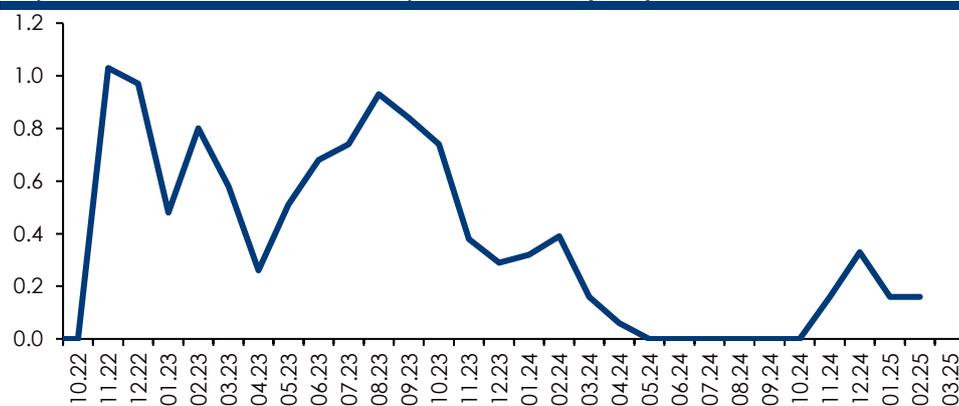


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

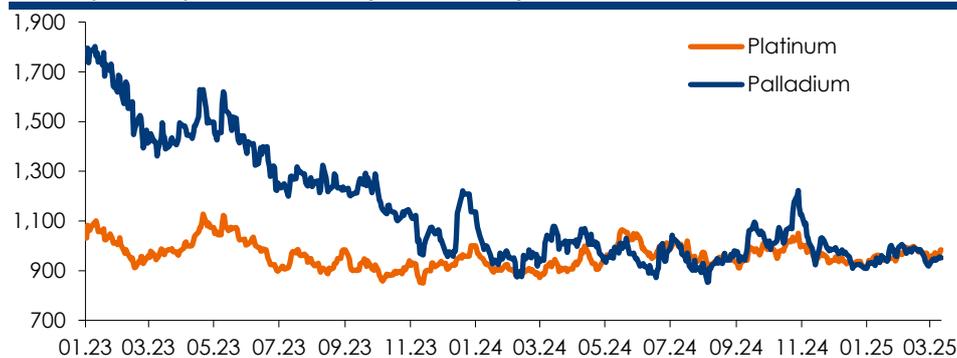
Stime del World Gold Council per gli anni 2023 e 2024, in tonnellate

	2023	% sul totale	2024	% sul totale	Crescita a/a %
Domanda totale di oro, in tonnellate	4.493		4.554		1
Consumo in gioielleria	2.111	47	1.877	41	-11
Scorte in gioielleria	80	2	126	3	57
Lingotti e monete	1.190	26	1.186	26	0
ETF	-244	-5	-7	0	-97
Banche centrali	1.051	23	1.045	23	-1
Tecnologia	305	7	326	7	7
Offerta totale di oro, in tonnellate	4.946		4.974		1
Produzione mineraria	3.644	74	3.661	74	0
Hedging netto dei produttori	67,4	1	-57	-1	-184
Riciclo	1.234	25	1.370	28	11

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

Acquisti mensili di oro dichiarati dalla People Bank of China (PBoC), in milioni di onces

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli industriali: le tariffe distorcono i mercati

Le quotazioni dei metalli sono state spinte al rialzo dall'introduzione di nuovi dazi e dai piani europei e cinesi di aumentare strutturalmente la spesa in difesa.

Da inizio anno, quasi tutti i principali metalli di base hanno registrato rendimenti positivi. Il rialzo più ampio è stato registrato dal contratto future sul rame raffinato scambiato al Comex, negli Stati Uniti (circa +16% da inizio anno al 6 marzo), seguito dall'omologo contratto scambiato sul LME (circa +10%). È inusuale che i future sul rame a New York e Londra registrino un divario così ampio e così persistente, ma in questa fase di mercato tale differenza è giustificata dalle profonde distorsioni causate dalle politiche che potrebbero essere intraprese dall'amministrazione Trump.

Infatti, in febbraio il neoeletto Presidente ha annunciato che il Dipartimento del Commercio avrebbe intrapreso un'indagine approfondita sulle importazioni di metalli al fine di tutelare la sicurezza nazionale, e che si stava valutando di assoggettare a nuovi dazi le importazioni di metalli, rame incluso. Il mercato è stato colto di sorpresa perché si riteneva che Trump avrebbe incrementato le **tariffe** su alluminio e acciaio – che effettivamente sono **entrate in vigore il 12 marzo con un'aliquota del 25% su acciaio e del 10% su alluminio** – ma si pensava che i metalli di rilevanza strategica di cui gli Stati Uniti sono netti importatori, come rame e oro, sarebbero stati risparmiati dalle dispute commerciali.

Di conseguenza, **l'annuncio inatteso di una possibile tariffa di ben il 25% sulle importazioni di rame raffinato ha innescato sia un veloce aumento della domanda statunitense** di questo metallo, sia un ampio rialzo dei prezzi sul Comex, poiché gli operatori sono disposti a pagare un premio sul LME (purché inferiore al 25%, ovviamente) pur di anticipare gli acquisti prima dell'eventuale entrata in vigore del nuovo regime tariffario. Il differenziale massimo fra Comex e LME registrato sinora è stato di circa il 13%, pari a un premio di oltre 1.200 dollari a tonnellata.

Una seconda importante distorsione di mercato, innescata dalla minaccia di nuove tariffe sul rame, riguarda **i livelli di scorte di metallo fisico presso le principali borse**, che **si stanno riducendo** sia al Comex, per la forte richiesta degli utilizzatori finali americani, sia al LME, per il notevole incremento delle richieste di prelievo di metallo per esportarlo negli Stati Uniti.

Questa corsa ad assicurarsi le forniture ha quindi amplificato i problemi già preesistenti legati al basso livello delle scorte mondiali e ha ravvivato le **preoccupazioni per i limiti strutturali all'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 domanda.

In parte, i rischi al ribasso sui consumi di metalli, che potrebbero derivare da nuove guerre commerciali, sono controbilanciati dai **rischi al rialzo sulla domanda mondiale legati all'atteso aumento della spesa per la difesa**. Infatti, i mercati dei metalli hanno accolto molto positivamente le recenti proposte di incrementare significativamente le spese militari in Europa, allentando contestualmente i vincoli sul debito pubblico. A inizio marzo, la Commissione Europea ha annunciato il piano "ReArm Europe", un progetto quadriennale del valore di 800 miliardi di euro destinato a potenziare la difesa comune. Quasi contemporaneamente, in Germania i partiti CDU/CSU e SPD hanno raggiunto uno storico accordo per aumentare la spesa in infrastrutture nei prossimi dieci anni tramite un fondo straordinario da 500 miliardi, e per incrementare la spesa per la difesa, esentando dalla regola del debito le spese militari superiori all'1% del PIL, ovvero maggiori di 43 miliardi di euro.

In **Cina**, il 5 marzo si è aperto l'annuale Congresso nazionale del popolo (o Assemblea Nazionale del Popolo, che rappresenta il principale ramo legislativo del Parlamento cinese), ultimo appuntamento per fissare i target del 14° Piano quinquennale, da completare entro fine 2025.

Le politiche commerciali gonfiano il differenziale fra Comex e LME...

...ed erodono le scorte di metallo

Rischi al rialzo sulla domanda mondiale per maggiore spesa pubblica in Europa...

...e in Cina

Come atteso, **il Congresso ha confermato l'obiettivo di una crescita del PIL "attorno al 5%"**, che permetta di creare circa 12 milioni di nuovi posti di lavoro nelle città e di mantenere un tasso di disoccupazione urbana stabile attorno al 5,5%. Le leve di questa crescita economica restano la promozione della domanda interna e dell'industria manifatturiera più tecnologicamente avanzata, la stabilità dei mercati finanziari e l'impegno nel ripristinare la stabilità del settore immobiliare, ma si è aggiunta anche una più marcata apertura ai commerci e agli investimenti esteri.

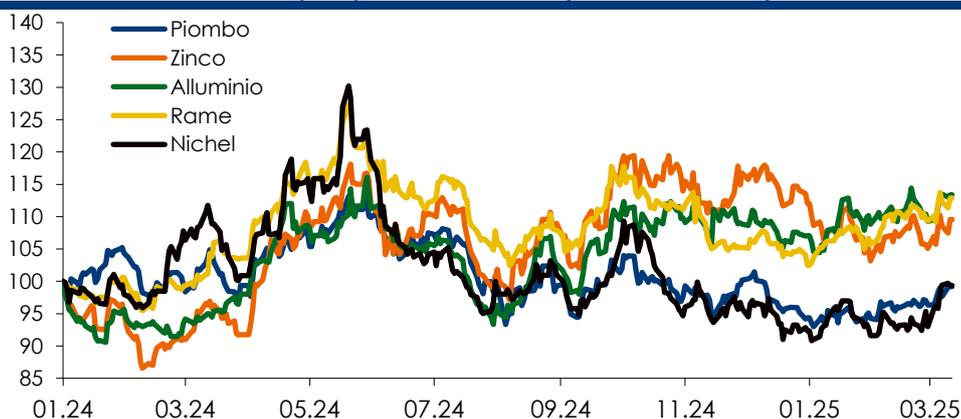
In linea con quanto accaduto negli ultimi anni, **la spesa cinese in difesa è attesa crescere più del PIL**, complici le crescenti tensioni con Taiwan e nel Mare Cinese Meridionale: il Governo cinese ha annunciato un budget 2025 per la difesa di circa 1.780 miliardi di yuan, pari a circa 246 miliardi di dollari, corrispondente a **un aumento del 7,2% a/a**.

Tuttavia, la principale sorpresa annunciata nel corso del Congresso è stata la **storica decisione di alzare di un punto percentuale il rapporto deficit/PIL, fissandolo così al 4% (un record)**. Infatti, questo livello è addirittura superiore al 3,6% fissato eccezionalmente per l'anno 2020 per far fronte all'emergenza pandemica.

Nel corso dei prossimi mesi, per i mercati dei metalli sarà essenziale monitorare l'implementazione delle politiche economiche recentemente annunciate da Stati Uniti, Europa e Cina: questi ambiziosi piani di stimolo potrebbero effettivamente portare a uno strutturale aumento della domanda mondiale di metalli, favorendo l'avvio di un nuovo ciclo rialzista delle quotazioni.

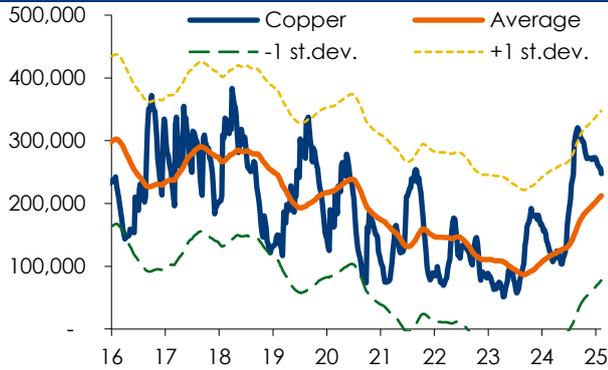
Sottolineiamo che **nel nostro scenario di base i future su acciaio e zinco sono i più esposti a rischi rialzisti qualora si realizzassero questi annunciati investimenti militari**. In particolare, le quotazioni dell'acciaio sono previste in rialzo nei prossimi tre-sei mesi in tutte le aree: negli Stati Uniti, guidati dalle politiche protezionistiche adottate dall'amministrazione Trump; in Europa, sostenuti dall'aspettativa di aumenti strutturali della spesa per la difesa; in Cina, grazie alle varie misure di stimolo dispiegate dal Governo per sostenere l'economia e alleviare la prolungata crisi del settore immobiliare.

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



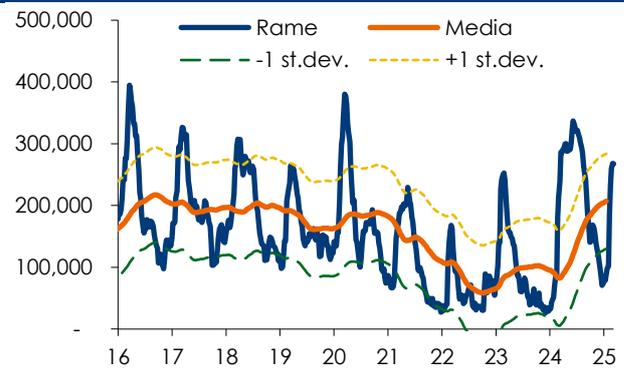
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte al London Metal Exchange



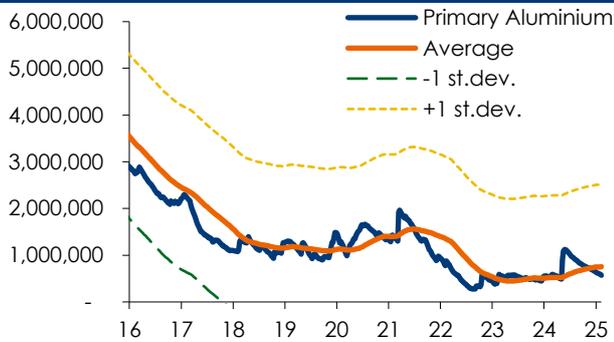
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte allo Shanghai Futures Exchange



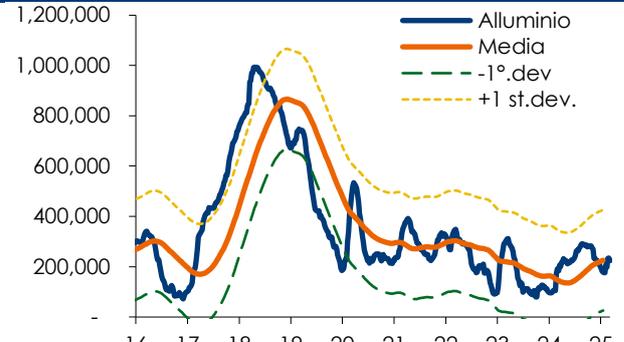
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



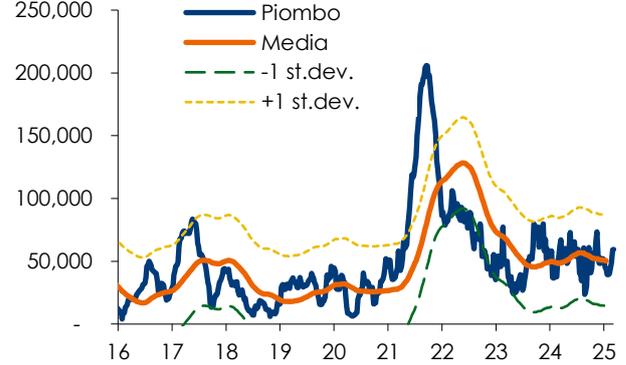
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte al London Metal Exchange



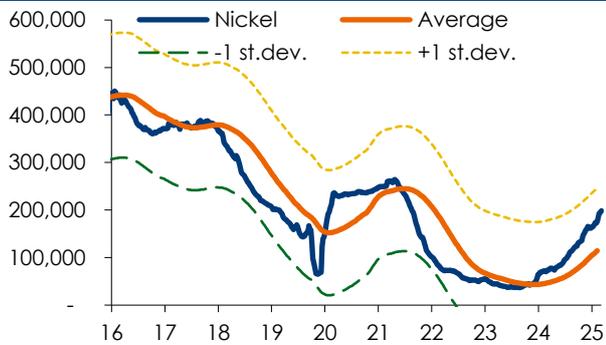
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte allo Shanghai Futures Exchange



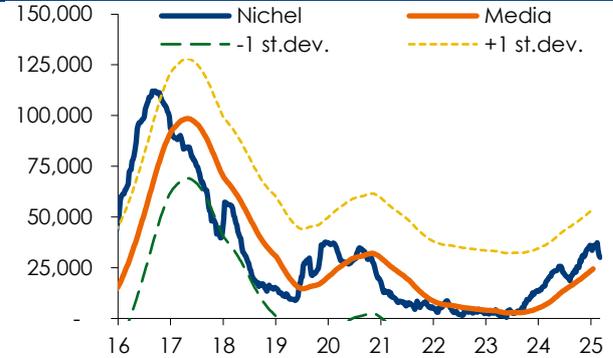
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte al London Metal Exchange



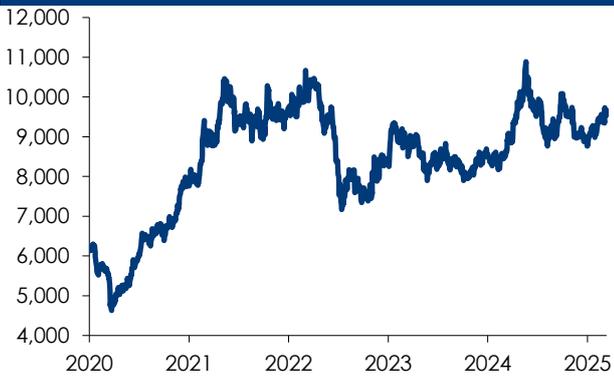
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte allo Shanghai Futures Exchange



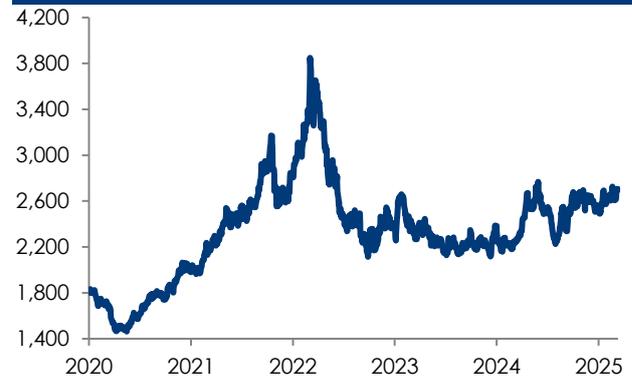
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



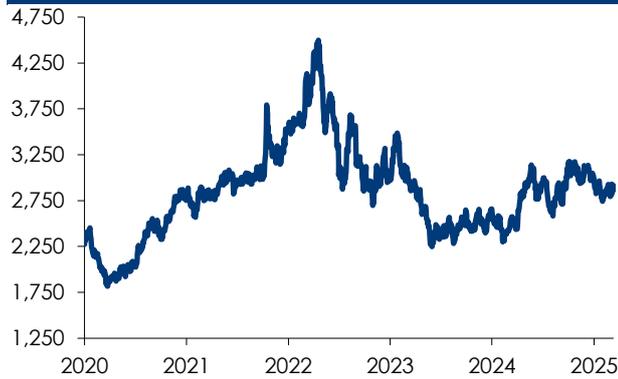
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



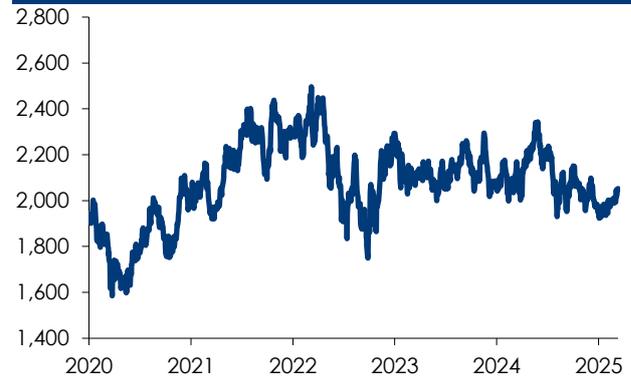
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



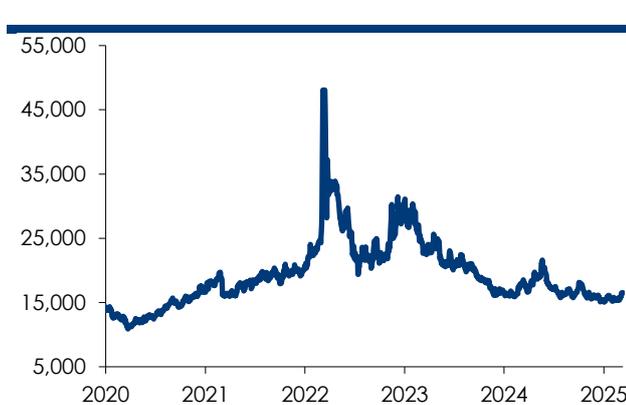
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



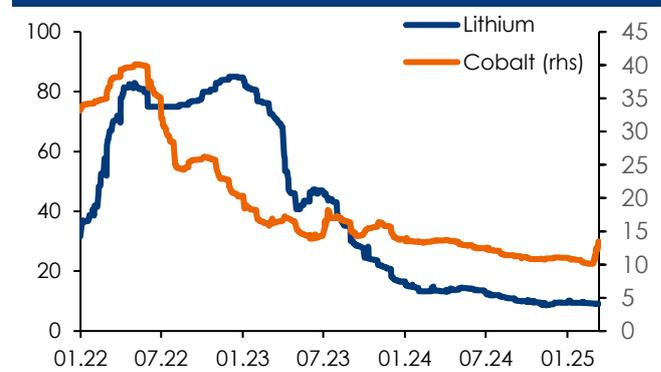
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



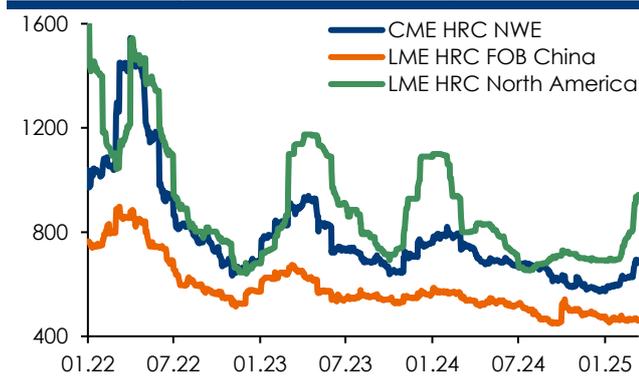
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



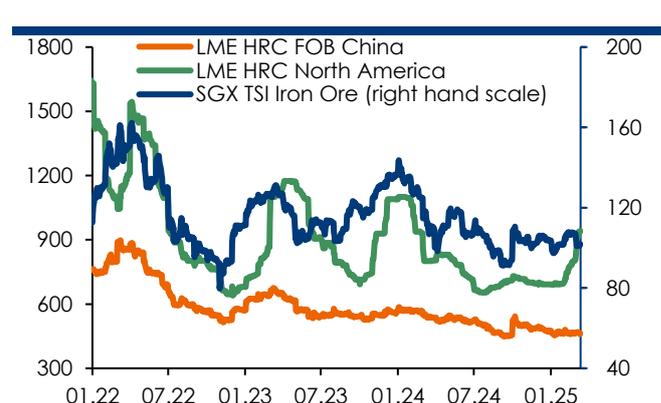
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: i dazi potrebbero guidare rialzi dei prezzi

Anche le materie prime agricole sono oggetto di dispute commerciali, che potrebbero causare rialzi dei prezzi e temporanee interruzioni degli approvvigionamenti per alcuni prodotti freschi. Tuttavia, i timori di riduzione della domanda mondiale sono probabilmente eccessivi, alla luce di uno scenario macroeconomico che resta complessivamente positivo, nonostante alcuni rischi idiosincratici ed asimmetrici.

Secondo le stime dell'Economic Research Service dell'US Department of Agriculture (USDA), l'agricoltura statunitense dovrebbe registrare un deficit commerciale in espansione per il terzo anno di fila, complici incendi ed eventi meteorologici estremi che hanno deteriorato le prospettive dei raccolti in alcuni stati chiave. Infatti, quest'anno le importazioni di beni alimentari e agricoli dovrebbero superare le esportazioni di ben 46 miliardi di dollari (dato un valore di import stimato a circa 216 miliardi, e di export attorno ai 170 miliardi).

Messico e Canada sono di gran lunga i principali fornitori di prodotti agricoli e derrate alimentari del paese: considerando il valore delle importazioni, i due vicini nordamericani forniscono il 96% del bestiame, il 75% dei vegetali, oltre il 60% dei cereali e fra il 40% e il 50% degli oli vegetali, degli zuccheri, della frutta, della carne e delle bevande importati negli USA. Inoltre, il Canada è il primo esportatore di fertilizzanti negli USA, essenziali per favorire una buona resa dei raccolti.

È evidente che **gli incrementi tariffari contro Messico e Canada, nonché le conseguenti ritorsioni commerciali, potrebbero causare serie difficoltà di approvvigionamento** per alcuni cibi freschi e favorire ulteriori spinte inflazionistiche sui prezzi in un contesto già critico per l'attuale crisi di influenza aviaria che sta affliggendo gli allevamenti di pollame, col risultato di ridurre la produzione domestica di carni bianche e uova.

Per quanto riguarda invece le esportazioni di derrate agricole statunitensi, preoccupano soprattutto le **tensioni con la Cina**. Come nella precedente guerra commerciale, durante la prima amministrazione Trump, il gigante asiatico potrebbe ridurre gli acquisti di merci statunitensi, e questo rischio ha sinora contribuito a mantenere basse le quotazioni dei principali cereali. Vale però la pena sottolineare che dal 2018 in poi la Cina ha apportato alcune modifiche strutturali ai propri approvvigionamenti di materie prime agricole, come ad esempio i semi di soia, e quindi lo spazio di ulteriori riduzioni degli acquisti cinesi è attualmente limitato.

Manteniamo quindi una visione costruttiva sui prezzi dei principali cereali. Da un lato, il mercato sta probabilmente prezzando uno scenario di calo delle esportazioni americane maggiore di quanto sia giustificato dall'evoluzione del commercio mondiale negli ultimi anni. Il Brasile ha strappato molte quote di mercato agli Stati Uniti sui mercati agricoli mondiali mentre, di contro, le preoccupazioni per una riduzione della domanda mondiale sono probabilmente eccessive dato uno scenario macroeconomico che resta complessivamente positivo, nonostante alcuni rischi idiosincratici.

Siamo invece più cauti sui prodotti coloniali, caffè e cacao in primis. I prezzi record che sono stati recentemente raggiunti sono principalmente spiegati da un'eccezionale scarsità sul mercato fisico, causata da problemi strutturali alle piantagioni, scarsità di fertilizzanti, eventi meteorologici estremi e condizioni climatiche complessivamente sfavorevoli per periodi prolungati che hanno contribuito alla diffusione di malattie e parassiti.

Queste condizioni di deficit sono poi state esasperate da comportamenti speculativi di produttori e intermediari, che hanno cercato di ritardare le vendite per beneficiare di prezzi superiori. A ritardare le consegne verso i mercati occidentali hanno inoltre contribuito la scarsità di cargo per i trasporti internazionali, e la persistente crisi logistica nel Mar Rosso. Inoltre, il contemporaneo

Attenzione sul deficit commerciale USA per il settore agricolo e sulle tariffe contro Messico e Canada

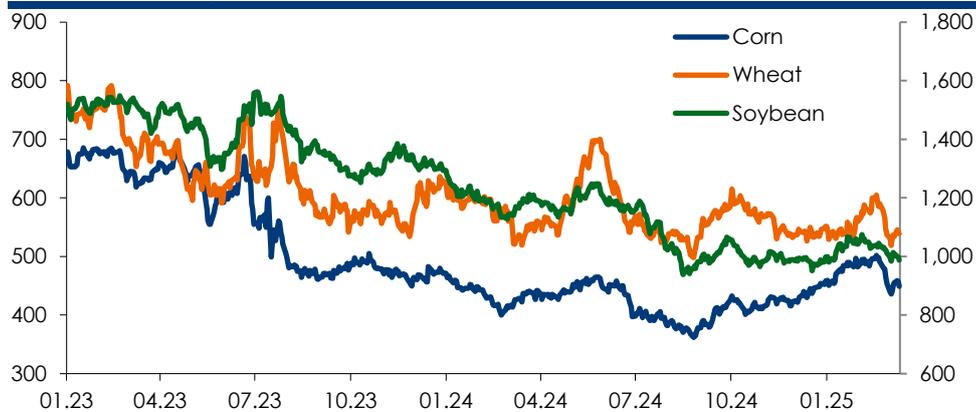
Dispute commerciali con la Cina potrebbero colpire le importazioni di prodotti statunitensi

prosciugamento della liquidità sui mercati finanziari ha costretto alcuni trader a ridurre, o addirittura sospendere l'operatività.

Nel nostro scenario di base ci attendiamo che nel corso dell'anno i mercati di cacao e caffè possano lentamente tornare in equilibrio. Infatti, man mano che i rincari dei prezzi della materia prima si trasferiranno a valle, verso i prezzi dei prodotti intermedi e poi finiti, assisteremo a una progressiva riduzione della domanda mondiale, che contribuirà a raffreddarne le quotazioni sui mercati internazionali.

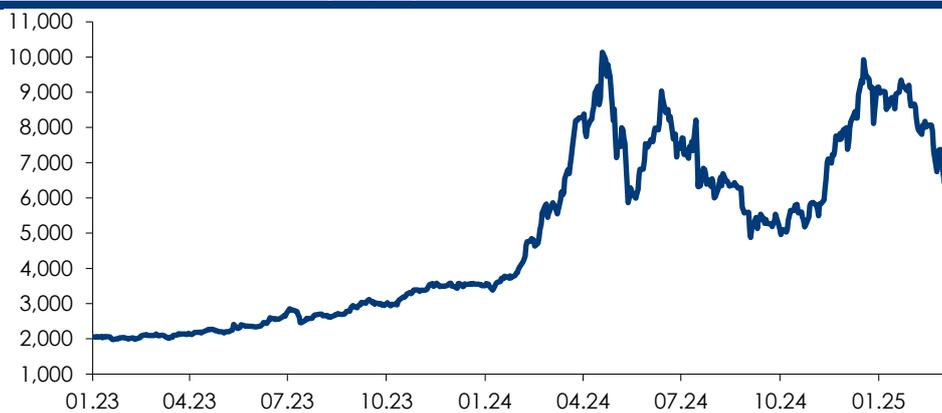
Tuttavia, il processo di aggiustamento sarà molto lungo a causa dei problemi strutturali che affliggono questi mercati, e di conseguenza l'atteso ritracciamento delle quotazioni sarà probabilmente solo parziale.

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

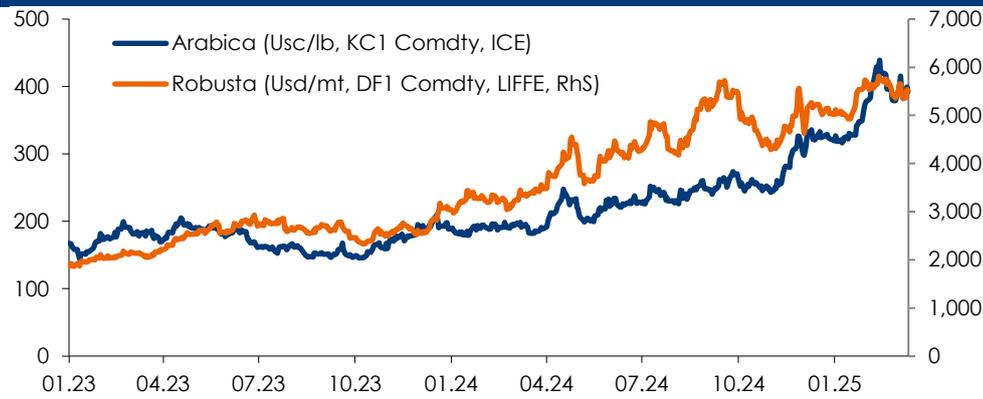


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

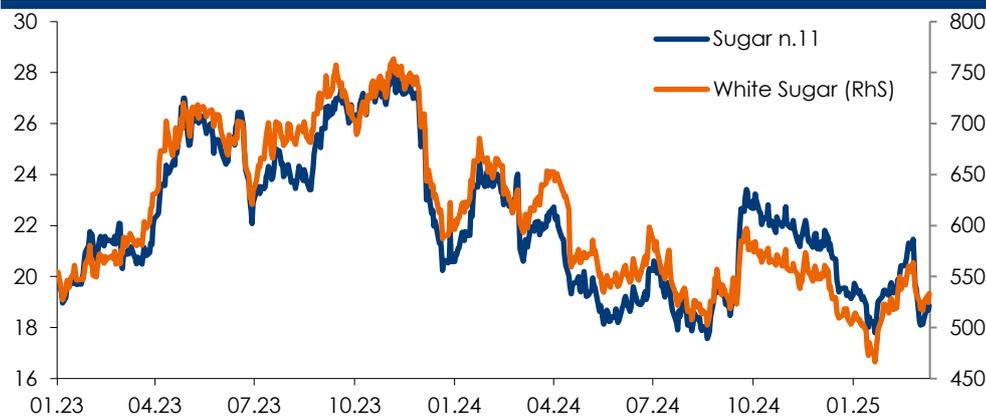
Prezzi del cacao: Cacao LND-ICE (GBP/ton)



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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com