

Focus

Materie prime: verso un nuovo (dis)equilibrio mondiale

La crisi dei vecchi modelli economici e geopolitici implica un nuovo, importantissimo ruolo per le materie prime: non più "semplici" input di processi produttivi, ma vere e proprie risorse strategiche utili per minacciare, indebolire gli avversari o al contrario ridurre la propria vulnerabilità verso decisioni politiche ed economiche di paesi terzi. Pensiamo all'importanza del tema energetico nel conflitto fra Russia e Ucraina, ma anche all'accumulo record di oro da parte delle banche centrali.

Petrolio: il più grande surplus degli ultimi 10 anni?

L'eliminazione graduale dei tagli dell'OPEC+, se realizzata, potrebbe guidare il più ampio accumulo di scorte dal biennio 2014-15.

Mercati energetici: l'inverno si avvicina

Una disomogenea distribuzione delle scorte di gas naturale e i persistenti rischi politici che gravano sulle forniture russe potrebbero aumentare la volatilità sui mercati energetici europei.

Metalli preziosi: verso l'alto

Una Federal Reserve più espansiva, un dollaro più debole, l'espansione dei debiti pubblici nei paesi sviluppati e le persistenti tensioni geopolitiche stanno favorendo i metalli preziosi. L'oro sembra destinato a toccare nuovi massimi.

Metalli industriali: (forse) meno green, ma più AI

L'offerta di metalli resta inadeguata rispetto all'attesa crescita economica mondiale per colpa del sottoinvestimento strutturale che il settore si trascina da circa un decennio.

Agricoli: l'anno dei raccolti record

I raccolti di cereali e leguminose hanno raggiunto livelli record mentre le guerre commerciali hanno alimentato timori di un diffuso calo dei consumi, che però non si è ancora verificato.

Settembre 2025

Nota Trimestrale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: verso un nuovo (dis)equilibrio mondiale

La crisi dei vecchi modelli economici e geopolitici implica un nuovo, importantissimo ruolo per le materie prime: non più "semplici" input di processi produttivi, ma vere e proprie risorse strategiche utili per minacciare, indebolire gli avversari o al contrario ridurre la propria vulnerabilità verso decisioni politiche ed economiche di paesi terzi. Pensiamo all'importanza del tema energetico nel conflitto fra Russia e Ucraina, ma anche all'accumulo record di oro da parte delle banche centrali.

Incertezza e contraddizioni: benvenuti nel regno di Trump II.

È ormai routine additare la nuova Amministrazione americana come responsabile del caos che negli ultimi mesi ha interessato il commercio mondiale, delle tensioni geopolitiche che non stanno affatto scemando (nonostante la promessa elettorale di porre velocemente fine a tutti i conflitti in corso) e delle frequenti revisioni delle stime macroeconomiche che hanno sinora interessato soltanto l'economia americana, ma che potrebbero avere ripercussioni anche sulle economie europee, soprattutto tramite il canale di trasmissione dei mercati valutari. **Protezionismo e nazionalismo** sono serie minacce per l'ordine mondiale basato sulla globalizzazione e l'unilateralismo statunitense che abbiamo conosciuto fra la fine della guerra fredda e i primi anni '10 di questo secolo. Gli **attacchi all'indipendenza della Federal Reserve** sono preoccupanti e rischiano di erodere la credibilità di questa istituzione, compromettendone anche l'efficacia negli interventi di politica monetaria.

Purtroppo, la storia ci insegna che i leader sono espressione del proprio tempo: alcuni grandi trend strutturali non sarebbero probabilmente invertiti neppure con un diverso inquilino alla Casa Bianca. Pensiamo alla **competizione economica e politica fra Stati Uniti e Cina**, che si combatte sia sulla recente frontiera dell'intelligenza artificiale e delle nuove tecnologie che su quella geografica, col controllare le rotte marittime, la questione dell'Artico e l'importanza delle catene di fornitura di materie prime strategiche.

Queste tensioni fra le due prime economie al mondo stanno evidenziando i limiti dei modelli economici e politici sinora dominanti. Ad esempio, **la crisi della globalizzazione** probabilmente porterà ad una crescita del commercio mondiale più regionalizzata e più frammentata, poiché le decisioni economiche saranno guidate anche da considerazioni politiche e logistiche: molte filiere andranno ripensate per divenire più resilienti a shock inattesi. **L'unilateralismo, l'egemonia statunitense sono ormai un ricordo del passato**, indeboliti dall'emergere di nuove potenze che tentano di affermare i propri interessi, spesso confliggenti.

Queste tendenze economiche e politiche avranno **conseguenze dirette su spesa pubblica e investimenti, che sono destinati a crescere** soprattutto per potenziare la difesa, la cybersecurity, sostenere l'intelligenza artificiale e favorire la generazione di energia elettrica, ma anche per rilocalizzare le catene di fornitura e gli impianti manifatturieri, per far fronte ad eventi meteorologici estremi legati al cambiamento climatico che potrebbero incidere sulla produttività, soprattutto nelle economie caratterizzate da un più rapido declino demografico.

Date queste dinamiche, in molti paesi, Stati Uniti in testa, il debito pubblico dovrebbe continuare a crescere sia come percentuale del PIL che come valore pro-capite. È quindi **probabile che anche in futuro il costo del denaro possa mantenersi elevato**, mantenendo i tassi di interesse ufficiali su livelli più alti rispetto a quanto atteso in precedenza. Sui mercati finanziari, la credibilità e l'affidabilità delle istituzioni saranno costantemente monitorate e contribuiranno ad aumentare eventuali premi al rischio e, di conseguenza, i costi di finanziamenti e prestiti. In quest'ottica, si spiega la grande preoccupazione che gli attacchi dell'Amministrazione Trump alla Federal Reserve possano compromettere l'indipendenza della banca centrale e causare non solo errori nelle decisioni di politica monetaria, ma anche gravi danni reputazionali di lungo periodo (e quindi alimentare un bear steepening della curva forward dei Treasury).

Gli assetti economici e geopolitici mondiali stanno attraversando una fase di transizione...

...che spinge verso maggiori livelli di spesa pubblica e investimenti...

...tassi di interesse superiori rispetto al passato...

Sui mercati valutari, crescenti debiti pubblici e dubbi sulla credibilità delle istituzioni potrebbero innescare **una graduale erosione della fiducia verso le fiat currency**. Protezionismo e multipolarismo potrebbero (molto lentamente) scalfire l'egemonia del dollaro americano, spingendo verso una maggiore diversificazione delle riserve ufficiali delle banche centrali ma anche verso una maggior quota di transazioni regolate in una valuta diversa da quella statunitense.

Sui mercati delle materie prime, le implicazioni più evidenti di queste dinamiche di lungo periodo sono:

- **un apprezzamento strutturale di oro e metalli preziosi** (soprattutto argento e platino), che in qualità di beni rifugio e riserve di valore beneficiano direttamente sia dell'incertezza politica ed economica sia della debolezza delle fiat currency, dollaro in primis;
- **un probabile aumento dei prezzi dei metalli industriali** guidato da limiti all'offerta e crescita della domanda, spinta da investimenti in infrastrutture nei settori energetico, manifatturiero e logistico;
- **un lento, ma inesorabile declino dei prezzi delle tradizionali fonti fossili**, poiché dalla fine di questo decennio in poi la produzione di petrolio, gas naturale e carbone potrebbe persistentemente superare i consumi;
- **una maggiore volatilità delle quotazioni delle merci agricole**, la cui produzione è sempre più esposta sia al rischio di cambiamenti climatici ed eventi meteorologici estremi che a quello di interventi protezionistici da parte dei governi, desiderosi di limitare le spinte inflazionistiche domestiche.

Le tante contraddizioni dell'autunno 2025

Torniamo a dieci anni fa, durante l'ultima Amministrazione Obama. Immaginiamo che per gioco un amico ci chieda di immergerci in un futuro distopico, in cui gli Stati Uniti sono impegnati in guerre commerciali, più intense con gli storici alleati che con i nuovi nemici, e in cui la Casa Bianca attacca la Federal Reserve per influenzarne la politica monetaria. Contemporaneamente, lo scenario internazionale è costellato da tensioni geopolitiche: una grave guerra imperversa da anni alle porte dell'Europa e coinvolge la Russia, potenza nucleare. In Medio Oriente, Israele sta combattendo contro Hamas e i suoi alleati, e non esita ad attaccarne gli esponenti in paesi terzi nel Golfo, incluso il Qatar. Per la prima volta si è verificato un conflitto armato, fortunatamente breve, fra Iran e Israele, appoggiato dal fondamentale supporto militare degli Stati Uniti che hanno preso di mira (e probabilmente distrutto) gli impianti nucleari della repubblica islamica e, per ritorsione, l'Iran ha bombardato una base militare americana in Qatar. Se riusciamo ad immaginare tutto questo, continua il nostro amico molto fantasioso, cosa pensiamo sia accaduto ai mercati azionari?

All'epoca avremmo ipotizzato rendimenti negativi sia per le borse americane che europee, dati i conflitti in corso e le tensioni commerciali, aggravate dall'incertezza di politiche statunitensi poco prevedibili.

Ovviamente, avremmo sbagliato. Nel 2025, l'S&P 500 ha toccato nuovi massimi (l'ultimo il 18 settembre, guadagnando circa il 250% nell'ultimo decennio) e anche l'Euro Stoxx 50 ha accumulato rendimenti molto positivi da inizio anno e si mantiene, tuttora, vicino al suo record storico registrato in marzo.

Oggi, sappiamo bene che queste ottime performance si spiegano con gli sviluppi tecnologici legati all'intelligenza artificiale, la buona tenuta degli utili e uno scenario macroeconomico ancora sostanzialmente positivo. Tuttavia, incertezza e imprevedibilità non piacciono ai mercati.

Infatti, **insieme alle quotazioni dei mercati azionari cresce anche la ricerca di strumenti finanziari che garantiscano protezione contro rischi esogeni o eventi inattesi e permettano un'efficace diversificazione** a fronte di possibili crolli delle quotazioni degli asset di rischio: l'oro ha raggiunto

...e una erosione della fiducia nelle istituzioni politiche e monetarie

I preziosi sono destinati a brillare in questa fase storica, mentre gli energetici potrebbero subire maggiori pressioni ribassiste

Mercati azionario e oro sono entrambi sui massimi storici: gli investitori cercano protezione e diversificazione

un nuovo record a settembre 2025 (ed è cresciuto di circa il 230% negli ultimi 10 anni), mentre l'argento è tornato ai massimi dal lontano 2011.

Questa ricerca di protezione e diversificazione evidenzia che **la tranquillità che ha sinora caratterizzato i mercati è solo apparente** e che **gli operatori sono ben consapevoli dei rischi che gravano sullo scenario geopolitico e sull'economia mondiale**.

Il rally dell'oro contrasta, infatti, anche con lo scenario macroeconomico di base. Secondo le nostre stime, sia nel 2025 che nel 2026 la crescita economica mondiale dovrebbe mantenersi su livelli soddisfacenti, attestandosi vicino al 3% a/a nel corso del prossimo anno, grazie a un'espansione stabile negli Stati Uniti (+1,7% a/a in entrambi gli anni) e solo in lieve rallentamento in Europa e Cina (in calo dall'1,25 allo 0,9% e dal 4,6% al 4,3%, rispettivamente).

Il processo deflazionistico registrato sinora ha permesso alla Banca Centrale Europea di riportare i tassi d'interesse al 2%, e alla Federal Reserve di tornare a tagliare nuovamente i tassi in settembre, dopo una lunga pausa al 4,50% (upper bound) che si protraeva da dicembre 2024.

Normalmente, questi livelli di crescita e inflazione non sono assolutamente coerenti con un rally dell'oro e continui nuovi massimi storici. Come si spiega questa contraddizione?

Evidentemente, i rischi economici, commerciali e politici alimentati dalle decisioni dell'Amministrazione Trump stanno rendendo molto più difficile prevedere con accuratezza le evoluzioni di alcune variabili macroeconomiche, come ad esempio dimostrano le ampie fluttuazioni delle stime di consenso registrate quest'anno per la crescita USA, o per il tasso di cambio euro/dollaro. L'attendibilità delle previsioni, o meglio la probabilità che lo scenario centrale si realizzi, è ritenuta inferiore rispetto al passato. Specularmente, **la probabilità che si verifichino scenari estremi (sia peggiorativi che migliorativi) è superiore che in altri momenti storici**. Questa percezione di una minore visibilità sul prossimo futuro guida gli acquisti di beni rifugio, oro in primis.

Riteniamo quindi che l'oro sia destinato a toccare nuovi massimi storici nei prossimi mesi, favorito dall'incertezza sui futuri accordi commerciali che saranno siglati o meno dagli Stati Uniti, ma anche dall'aspettativa di una Federal Reserve più accomodante, di un dollaro relativamente debole (atteso in media in area 1,20 contro euro nei prossimi 6-12 mesi). In aggiunta, l'espansione dei debiti pubblici in molti paesi occidentali e di un'instabilità geopolitica, che rende particolarmente appetibili beni rifugio liquidi e per di più slegati dalle decisioni politiche, monetarie e fiscali di paesi terzi, come l'oro. Nello scenario di base ci attendiamo che l'oro scambi attorno ad una media di 3.700 dollari nel 2026. Tuttavia, sono possibili brevi rally che lo spingano oltre i 4.000 dollari, se la politica monetaria della Fed dovesse diventare più espansiva del previsto. **Anche argento e platino dovrebbero guadagnare terreno**, sostenuti sia dalla domanda di investimento, sulla scia delle ottime performance registrate dall'oro, che da maggiori consumi nell'industria e in gioielleria, alimentati anche da processi di sostituzione fra metalli.

Al contrario, **i metalli industriali potrebbero mancare di direzionalità**: i dati macroeconomici in Cina mostrano una persistente crisi del settore immobiliare e un rallentamento dell'economia, complice l'incertezza sui futuri volumi di esportazione di vari beni finiti e intermedi. Nonostante gli stimoli di governo e banca centrale, probabilmente l'utilizzo del primo consumatore al mondo consumo di metalli stenterà ad accelerare e ciò contribuirà a smorzare eventuali spinte rialziste sulle quotazioni dei principali metalli non ferrosi. Per questo motivo, ci attendiamo che il rame possa consolidare attorno ad una media di circa 9.700 dollari a tonnellata nel 4° trimestre 2025 e aumentare leggermente verso una media di circa 9.900 dollari nel 2026.

Nel comparto energetico, riteniamo probabile che anche **i prezzi del petrolio possano mantenersi relativamente bassi** nel prossimo futuro. Infatti, consumi in rallentamento e un progressivo rialzo della produzione da parte dei produttori OPEC+ e non-OPEC+ alimentano il timore che l'attuale surplus di mercato possa ampliarsi ulteriormente, sino a raggiungere o

Lo scenario macroeconomico di base resta costruttivo e non è coerente con il rally dell'oro...

...che si spiega solo alla luce di una maggiore probabilità che si realizzino scenari estremi

Una Fed più accomodante potrebbe spingere l'oro al rialzo

I metalli industriali sono frenati dalle incertezze commerciali

Il vertiginoso aumento di offerta dell'OPEC+ spaventa i mercati petroliferi

addirittura superare l'eccesso di offerta registrato nel 2020, quando la pandemia Covid fece temporaneamente crollare consumi e prezzi. Riteniamo, tuttavia, che queste pressioni ribassiste, legate al deterioramento di fondamentali di domanda e offerta, possano essere parzialmente controbilanciati dai rischi geopolitici, ed in particolar modo dalle incertezze che gravano sulle esportazioni di greggio e carburanti dalla Russia, colpite sia dalle sanzioni internazionali che dagli attacchi di droni da parte dell'Ucraina.

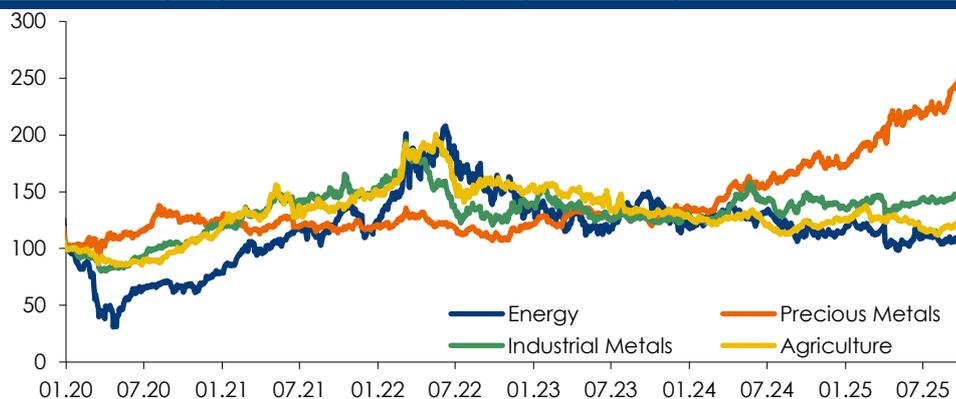
Per il gas naturale europeo iniziano mesi molto critici, a causa dell'assenza delle spedizioni russe attraverso l'Ucraina, dei livelli di riempimento degli stoccaggi ai minimi dal 2021 e dell'atteso incremento stagionale della domanda, che potrebbe essere acuito da temperature più fredde del solito per lo sviluppo del fenomeno meteorologico de La Nina. Sono quindi possibili temporanee pressioni rialziste nel corso dell'inverno sui mercati del gas e dell'elettricità. È, inoltre, probabile che la volatilità resti elevata. Riteniamo, tuttavia, che il bilancio di mercato possa migliorare nel corso del 2026, per l'atteso rialzo dell'offerta mondiale di gas naturale liquefatto (GNL), che permetterà di ridurre le quotazioni del metano europeo da una media di circa 36 euro a MWh nel 4° trimestre 2025 verso una media di circa 30 euro a MWh nel 2026.

Come i metalli industriali, **anche molte merci agricole potrebbero mostrare una scarsa direzionalità**. Da un lato, le eventuali pressioni ribassiste saranno probabilmente legate sia all'aspettativa di raccolti adeguati sia al timore che un rallentamento della crescita mondiale possa riflettersi in un calo dei consumi. Dall'altro lato, la prospettiva di una Federal Reserve più accomodante e persistenti rischi geopolitici e logistici potrebbero alimentare temporanee spinte rialziste sulle quotazioni. Cereali e oli vegetali continueranno ad essere influenzati dall'evoluzione del conflitto fra Russia e Ucraina.

L'atteso aumento di produzione mondiale di GNL contribuisce a raffreddare le quotazioni del gas

Commodity agricole: la probabile assenza di direzionalità non ne scalfisce l'efficacia come strumenti di diversificazione nei portafogli

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali future sulle Commodity in valuta di quotazione, scenario di base, performance da inizio anno (YTD) e rendimenti attesi nel 2026 e 2027 in percentuale

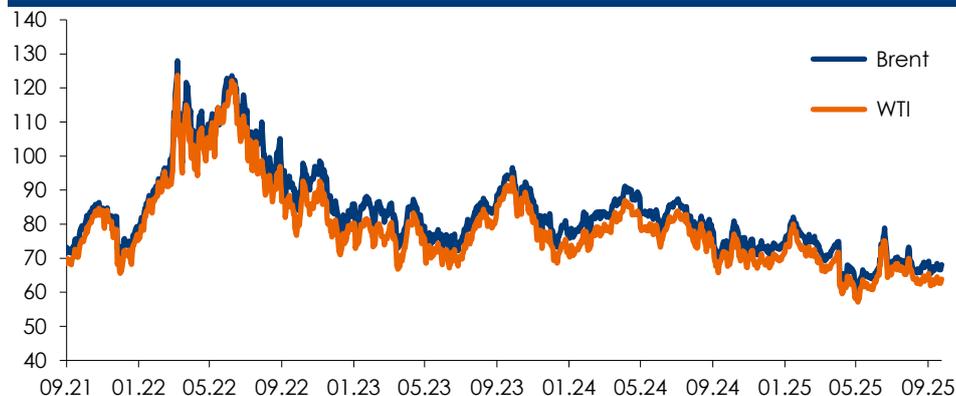
Al 18.09.2025	4T25	1T26	2025	2026	2027	% YTD	% 2026	% 2027
ICE BRENT (USD/barile)	68	63	68.2	63.0	64.0	-9	-8	2
NYMEX WTI (USD/barile)	65	60.0	65.1	59.0	60.0	-11	-9	2
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.1	3.8	3.6	4.0	4.2	-15	12	5
JKM GNL (USD/MMBtu)	11.9	12.0	12.6	10.0	8.5	-19	-20	-15
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	33.0	36.0	37.9	30.0	24.0	-33	-21	-20
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	36.0	37.0	39.8	31.0	25.0	-34	-22	-19
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	112.0	114.0	116.3	100.3	88.7	-21	-14	-12
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	84.0	84.0	84	70.3	60.7	-23	-17	-14
EUA (EUR/tonnellata)	73.0	76.0	73.5	76.0	82.0	6	3	8
LME ORO (USD/oz)	3,463	3,800	3,350	3,700	3,800	41	10	3
LME ARGENTO (USD/oz)	39.5	44.0	37.2	43.0	45.5	43	15	6
LME PLATINO (USD/oz)	1,370	1,450	1,215	1,450	1,500	50	19	3
LME PALLADIO (USD/oz)	1,160	1,150	1,065	1,155	1,200	28	8	4
LME RAME 3M (USD/ton)	9,847	9,900	9,655	9,900	10,300	14	3	4
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,655	2,640	2,595	2,640	2,750	5	2	4
LME NICHEL 3M (USD/ton)	15,257	15,350	15,440	15,350	16,000	1	-1	4
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,865	2,900	2,825	2,900	3,000	-1	3	3
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	2,015	2,025	2,000	2,025	2,100	3	1	4
LME STAGNO 3M (USD/ton)	33,953	34,750	33,235	34,750	36,000	18	5	4
SGX FERRO (USD/ton)	102	101	101	101	102	2	0	1
LME HRC Nord America (USD/ton)	840	830	841	830	840	17	-1	1
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	560	570	586	570	600	4	-3	5
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	470	470	465	470	470	0	1	0
LME REBAR (USD/ton)	540	545	551	545	555	-5	-1	2
LME SCRAP (USD/ton)	345	350	350	350	360	-2	0	3
COMEX LITIO (USD/kg)	8.5	9.5	9.0	9.5	9.7	0	5	2
COMEX COBALTO (USD/lb)	15.7	16.0	14.8	16.0	16.5	46	8	3
CBOT MAIS (USc/bu)	400	430	438	435	460	-7	-1	6
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	521	530	535	565	610	-4	6	8
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,010	1,020	1,025	1,100	1,150	4	7	5
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	66	65	65.9	65.0	66	-4	-1	2
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	480	483	495	510	540	-9	3	6
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	16.2	16.0	17.2	17.5	18.5	-19	2	6
MDE-OLIO DI PALMA (MYR/mt)	4,255	4,358	4,335	4,300	4,300	-10	-1	0
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	350	400	372	385	380	22	3	-1
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	4,250	5,010	4,870	4,850	4,600	-7	0	-5
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	8,055	7,700	8,710	7,300	6,800	-37	-16	-7
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	5,350	5,300	6,212	5,150	5,100	-44	-17	-1
CBOT-RISO (USD/mt)	12.0	11.5	12.6	12.0	12.5	-17	-5	4
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	280	290	290	310	330	-8	7	6
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	53	51	49	51	52	28	4	2

Fonte: stime Intesa Sanpaolo, dati storici Bloomberg

Petrolio: il più grande surplus degli ultimi 10 anni?

L'eliminazione graduale dei tagli dell'OPEC+, se realizzata, potrebbe guidare il più ampio accumulo di scorte dal biennio 2014-15.

Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel corso dell'estate, **i fondamentali di domanda e offerta sono nettamente peggiorati** per il mercato del petrolio. Di conseguenza, una volta superati i timori che il conflitto fra Israele e Iran portasse a un prolungato calo delle esportazioni dal Medio Oriente, l'attenzione degli investitori è stata rapidamente catturata dal crescente surplus di mercato, alimentato dai continui incrementi di produzione dell'OPEC+.

Infatti, da aprile a settembre 2025 un gruppo di otto membri dell'OPEC+ (Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman) ha eliminato gradualmente una prima tranche di tagli volontari alla produzione pari a 2,20 mb/g, in vigore dal novembre 2023. Il ritmo a cui i volumi sono stati ripristinati è stato molto più rapido del previsto, accelerando da un target di +138 kb/g in aprile a +411 kb/g nei mesi successivi.

Benché l'incremento effettivo sia stato inferiore a quanto dichiarato per la necessità di compensare parte della passata sovrapproduzione e parte di questi volumi aggiuntivi abbiano soddisfatto una crescente domanda domestica, questi elementi non hanno generato un rialzo delle esportazioni. I dati mostrano che **l'offerta complessiva dell'OPEC+ è comunque aumentata di circa 2,3 mb/g negli ultimi dodici mesi**, passando da un minimo di 40,1 mb/g nel settembre 2024 a ben 42,4 mb/g nell'agosto del 2025. **È la crescita più rapida dal rally post-Covid, e il cartello non sembra affatto intenzionato a frenarla, né tantomeno interromperla.**

L'incremento dell'offerta OPEC+ sta gonfiando il surplus di mercato

Infatti, a sorpresa, il 7 settembre l'OPEC+ ha annunciato che già dal prossimo mese inizierà a smantellare un'ultima tranche di tagli volontari, pari a 1,65 mb/g e in vigore dall'aprile 2023, con un aumento iniziale di +137 kb/g al mese. Al momento, si ritiene invece che i tagli obbligatori alla produzione, condivisi sin dal 2020 da tutti i membri dell'OPEC+ e pari a 2,00 mb/d, dovrebbero essere mantenuti almeno fino al 31 dicembre 2026.

A nostro avviso, **questo cambio di rotta dell'OPEC+**, in precedenza molto attenta a mantenere bilanciato il mercato mondiale, **è principalmente guidato da considerazioni politiche e non dai fondamentali del mercato fisico né da vincoli di bilancio.** Anzi, secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, quasi tutti i paesi mediorientali avrebbero bisogno di prezzi del petrolio ben superiori alle attuali quotazioni di mercato per finanziare la propria spesa pubblica. È emblematico il caso dell'Arabia Saudita, che necessiterebbe di un petrolio vicino ai 92 dollari nel 2025 e 87 dollari nel 2026, livelli ben superiori alla media di circa 68 dollari registrata sinora nel 3° trimestre 2025.

Riteniamo che in questa fase storica, l'OPEC+, guidata dalle monarchie del Golfo, preferisca non inimicarsi l'amministrazione Trump e riportare sul mercato i volumi bloccati negli anni precedenti, pur consapevole del rischio che un surplus eccessivo potrebbe portare a un crollo delle quotazioni.

Infatti, **se i principali produttori manterranno gli attuali piani di estrazione, è molto probabile che si verificherà una rapida espansione delle scorte mondiali, la più ampia dal biennio 2014-15**, quando la rivoluzione tecnologica che portò al boom dello shale oil fece crollare i prezzi del Brent del 75% in poco meno di due anni (da quasi 116 dollari il 19 giugno 2014 ad appena 27 dollari il 20 gennaio 2016).

Alcuni previsori si attendono un accumulo di scorte paragonabile a quello causato dalla rivoluzione dello shale oil

Tale scenario è ben descritto nel report Short-Term Energy Outlook (STEO) di settembre, pubblicato dall'US Energy Information Administration (EIA). Secondo le loro stime, l'eccesso di produzione potrebbe passare da 0,3 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2024 a ben 1,7 mb/g nel 2025 e 1,6 mb/g nel 2026. Ciò significa che nell'arco del biennio 2025-26 avremmo un surplus paragonabile, o addirittura superiore, a quello registrato più di un decennio fa, quando l'eccesso di offerta fu di "appena" +1,1 mb/g nel 2014 e +1,8 mb/g nel 2015. Coerentemente con queste stime di sovrapproduzione e di accumulo di scorte, l'EIA prevede che il prezzo medio del Brent potrebbe crollare sotto i 55 dollari al barile nel 2026.

Nel nostro scenario di base, siamo meno rialzisti sulle stime di surplus atteso e quindi meno ribassisti sui prezzi del petrolio rispetto alle stime dell'EIA. Infatti, nel 2014/15 un improvviso shock tecnologico ha portato a un boom dell'offerta che è stato troppo rapido per essere compensato dalla domanda. Ora, la produzione sta di nuovo aumentando più dei consumi, ma guidata da dinamiche di mercato e fattori politici. Fra tutti, sottolineiamo che gli Stati Uniti hanno bisogno di prezzi del petrolio bassi ma stabili per tenere sotto controllo l'inflazione e che in questa fase storica l'Arabia Saudita preferisce mettere temporaneamente in secondo piano alcune esigenze domestiche per perseguire vantaggi ritenuti più strategici. Rinsaldare le relazioni internazionali, alla luce dell'imprevedibilità delle politiche dell'Amministrazione Trump e delle gravi tensioni che persistono in Medio Oriente, sembra il principale scopo dei Sauditi.

Le nostre stime puntano invece a un surplus inferiore, e quindi a prezzi più elevati

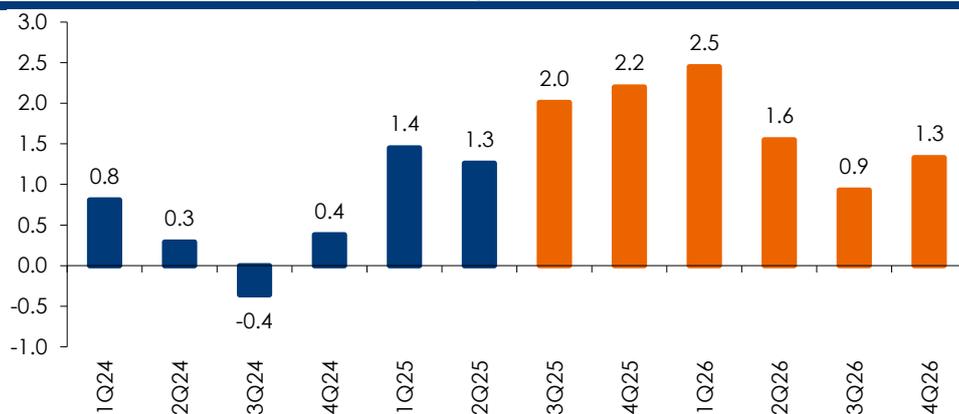
Rispetto a 10 anni fa, infatti, lo scenario geopolitico è decisamente più complicato e i rischi che gravano sull'offerta mondiale di idrocarburi sono ben più significativi. Attualmente, il fronte più caldo è il conflitto fra Russia e Ucraina. La pace promessa in campagna elettorale dal presidente Trump resta infatti una chimera. Gli attacchi di droni lanciati dall'Ucraina contro raffinerie, infrastrutture e terminali di esportazione russi, si sono intensificati nelle ultime settimane. Le conseguenze si sono rivelate più gravi rispetto al passato, causando marcati cali della produzione domestica e riduzioni delle esportazioni, soprattutto di diesel e altri prodotti distillati. In aggiunta, sembra che la Casa Bianca stia aumentando la pressione contro la Russia perché si sieda al tavolo negoziale, per tale ragione, sono minacciate (o implementate) sanzioni più stringenti sia contro chi contribuisce a trasportare e vendere idrocarburi russi che contro chi li compra, India in primis. Ad esempio, le esportazioni indiane verso gli Stati Uniti sono state assoggettata a sanzioni secondarie, ovvero tariffe eccezionalmente elevate, come ritorsione per i passati acquisti di greggio russo.

Riteniamo quindi che questi **gravi rischi geopolitici potrebbero limitare la crescita attesa dell'offerta mondiale**, mentre **la domanda potrebbe sorprendere al rialzo**, poiché i prezzi relativamente bassi registrati sinora potrebbero stimolare ulteriormente i consumi. Per questi motivi, **stimiamo che nel 2026 l'eccesso di produzione sarà di circa 1,0 mb/g** (vs. i 1,6 mb/g previsti dall'EIA). Prevediamo che **i prezzi medi del greggio si manterranno vicini ad una media di circa 63 dollari al barile sia nel 4° trimestre 2025 che nel 2026.**

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

Settembre 2025 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di GNL	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2024	102.9	70.5	13.2	5.6	27.1	26.8	0.3
2025	103.8	72.1	13.4	5.7	27.7	26.0	1.7
Variazione a/a	0.9	1.6	0.2	0.1	0.6	-0.8	
2026	105.1	73.0	13.3	5.8	27.8	26.2	1.6
Variazione a/a	1.3	0.9	-0.1	0.1	0.1	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

Scorte commerciali OCSE in mb e loro media a 5 anni, prezzo del Brent (scala di destra, invertita)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati International Energy Agency

Mercati energetici: l'inverno si avvicina

Una disomogenea distribuzione delle scorte di gas naturale e i persistenti rischi politici che gravano sulle forniture russe potrebbero aumentare la volatilità sui mercati energetici europei.

Rispetto alle stime contenute nello scenario trimestrale di giugno, **in estate i prezzi del gas naturale europeo sono stati più bassi, grazie ad una molteplicità di fattori positivi**: il vecchio continente ha beneficiato di un'adeguata produzione di energia da rinnovabili e nucleare, nonché di abbondanti forniture di gas naturale liquefatto (GNL) grazie alla scarsa concorrenza asiatica; i flussi dalla Norvegia, oggi primo fornitore per i clienti europei, hanno subito limitate interruzioni per manutenzioni straordinarie; le condizioni climatiche si sono rivelate relativamente favorevoli, nonostante continui il trend di riscaldamento mondiale.

In particolare, la forte crescita delle importazioni di GNL ha permesso di accelerare le iniezioni negli stoccaggi, riducendo il deficit rispetto alla media stagionale. I dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe (GIE) mostrano che, **al 15 settembre, i depositi europei erano pieni all'80,8%**, mantenendosi **inferiori alla media** a cinque anni (87,3%), pur avendo ridotto la distanza rispetto a giugno, ma anche **più bassi rispetto ai tre anni precedenti**. Infatti, in questo stesso periodo il riempimento era già ben oltre il target del 90% sia nel 2024 che nel 2023 (e precisamente al 93,3% e al 93,8%, rispettivamente), ed era su livelli superiori agli attuali anche nel 2022, primo anno della guerra in Ucraina e secondo della crisi gas (gli stoccaggi erano allora pieni all'84,9%, nonostante le criticità ed i prezzi record del carburante). Solo nel 2021 i depositi erano più vuoti (al 71,0%).

Al momento **riteniamo probabile che le scorte europee raggiungeranno un picco di riempimento fra l'84% e l'87%**. Seppur inferiori al target e a quanto registrato negli ultimi tre anni, non si tratta di livelli preoccupanti a patto che non si verifichino contemporaneamente tre condizioni:

- la variabile termica non si riveli troppo sfavorevole. Purtroppo, i meteorologi suggeriscono che quest'inverno il fenomeno de La Nina potrebbe portare a temperature ben inferiori alla media nell'emisfero boreale, aumentando la domanda di gas ed energia per riscaldamento in Europa e Asia, dove grandi paesi consumatori come Corea e Giappone si affidano alle importazioni di GNL per far fronte ai picchi stagionali dei consumi;
- le importazioni di GNL via nave e di gas via gasdotto restino adeguate. Attualmente, i flussi di GNL verso l'Europa sono ai massimi, ed è possibile che si registri un loro rallentamento nei mesi invernali, complice una maggior domanda stagionale in Asia e condizioni meno favorevoli al trasporto marittimo sia nell'Oceano Atlantico che nel Mare del Nord e nel Baltico;
- i consumi domestici non risalgano bruscamente. Al momento riteniamo che la domanda industriale di gas possa mantenersi inferiore rispetto alla media pre-crisi, ma non si possono escludere rialzi nei consumi per usi domestici o per generazione di energia elettrica. Ad esempio, lo scorso inverno anomalie climatiche hanno fortemente contenuto la generazione eolica, riducendo ulteriormente il contributo delle rinnovabili alla produzione elettrica che normalmente esibisce un calo stagionale per il minore irraggiamento degli impianti fotovoltaici.

Inoltre, continua a destare preoccupazione la disomogeneità di riempimento degli stoccaggi: l'attuale media europea prossima all'81% maschera, infatti, la realtà che **Italia e Francia hanno già superato il target di riempimento, attestandosi ad un invidiabile 91%**. Al contrario, **i depositi restano particolarmente vuoti in Germania e Olanda**, che si attestano rispettivamente al 76% e al 69% di riempimento. Tali livelli sono ben inferiori rispetto al passato e potrebbero rivelarsi inadeguati a far fronte ad una robusta domanda domestica. In aggiunta, **questa disparità geografica potrebbe mettere sotto stress tutto il sistema energetico europeo** durante i picchi invernali di domanda, **spingendo al rialzo le quotazioni di gas ed energia elettrica**.

Date queste criticità, le incertezze sull'evoluzione dei fondamentali, e i persistenti rischi politici che gravano sulle forniture russe, riteniamo che nei prossimi mesi **la volatilità delle quotazioni di gas ed energia sarà elevata** e che **il prezzo del gas naturale TTF**, benchmark europeo, potrebbe

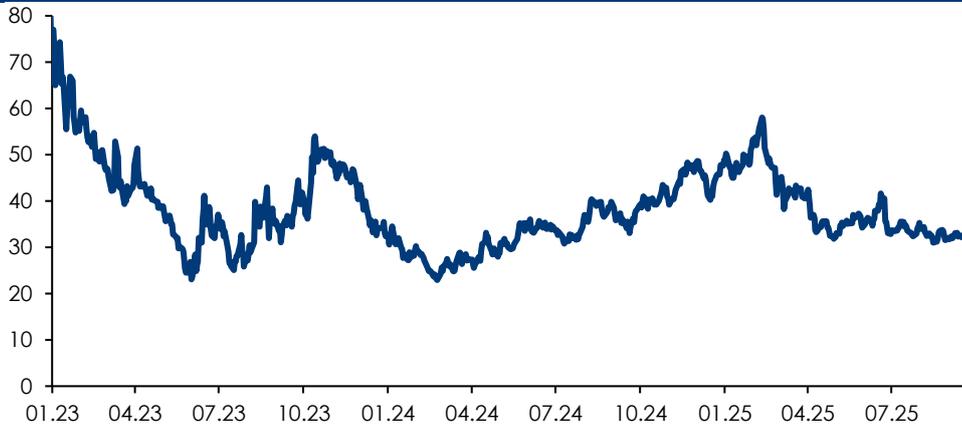
Nonostante i progressi compiuti in estate, le scorte europee di gas restano ai minimi dal 2021

Preoccupa la disomogeneità di riempimento degli stoccaggi

Quotazioni volatili in inverno, complice l'incertezza sui flussi dalla Russia

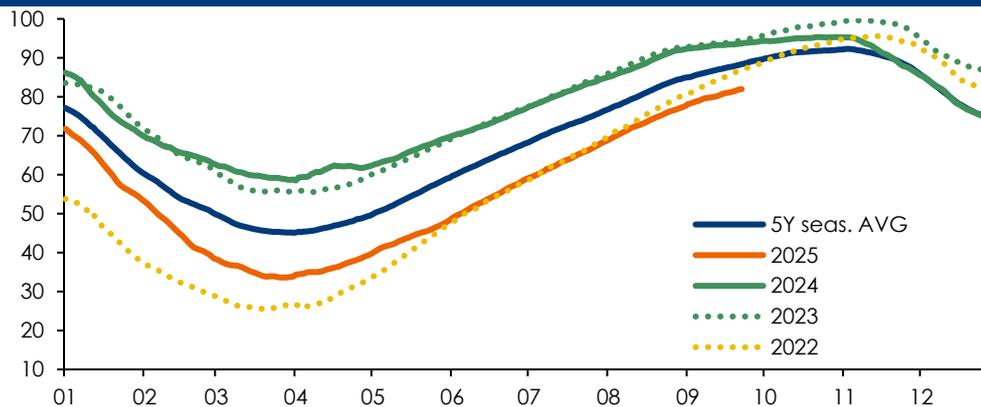
mantenersi in un ampio intervallo di 50-30 euro. Nel nostro scenario di base, stimiamo che il TTF aumenterà da una media di circa 33 euro per MWh nel 3° trimestre a **36 euro nel 4° trimestre 2025**, per poi diminuire verso una **media di 30 euro nel 2026**.

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



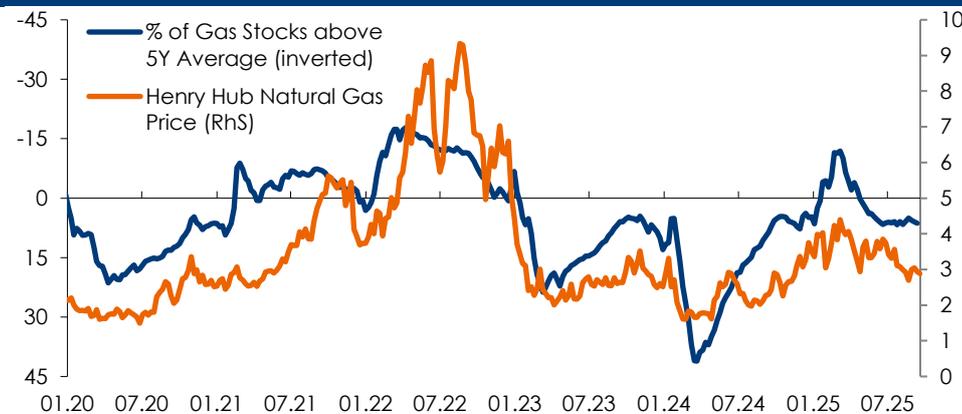
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: verso l'alto

Una Federal Reserve più espansiva, un dollaro più debole, l'espansione dei debiti pubblici nei paesi sviluppati e le persistenti tensioni geopolitiche stanno favorendo i metalli preziosi. L'oro sembra destinato a toccare nuovi massimi.

Il 17 settembre l'oro ha raggiunto il livello più alto da sempre, a quota 3.707,57 dollari l'oncia, in concomitanza dell'attesissima riunione del FOMC, che ha sancito l'avvio di una nuova fase espansiva di politica monetaria dopo nove mesi di pausa. Attualmente il mercato ritiene che la Fed possa implementare altri quattro tagli dei tassi di interesse di riferimento entro metà 2026.

Nel nostro scenario di base, manteniamo una **visione positiva sull'oro nel breve periodo**. Tuttavia, rispetto a pochi mesi fa, abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime sia per fine 2025 che per il 2026 e **riteniamo che il metallo prezioso possa raggiungere nuovi massimi nel 4° trimestre**, mentre in precedenza ci saremmo aspettati di vedere esaurite le spinte rialziste in concomitanza della riunione Fed di settembre (quindi nel 3° trimestre).

Alla revisione hanno in parte contribuito le **aspettative di un profilo di riduzione dei tassi di interesse statunitensi leggermente più veloce di quanto atteso in precedenza**, considerando che un basso costo del denaro riduce il costo opportunità di detenere strumenti finanziari che non pagano cedole né dividendi, quali appunto i metalli preziosi. Tuttavia, i fattori che hanno pesato maggiormente sulla nostra decisione sono stati **un dollaro più debole delle attese**, probabilmente destinato a rimanere in area 1,20 contro euro ancora per qualche mese, e le **pressioni esercitate dall'amministrazione Trump sulla Federal Reserve**, che hanno ravvivato i timori per l'indipendenza della banca centrale e quindi per la sua credibilità.

Ora, stimiamo quindi che l'oro possa salire verso **una media di circa 3.800 dollari nel 4° trimestre, e che siano possibili temporanei rally sino a superare la soglia dei 4.000 dollari**. Successivamente, sarebbe probabilmente appropriato **un temporaneo consolidamento attorno ad una media di 3.700 dollari nel 2026**, guidato da una minore domanda di beni rifugio (grazie a un auspicabile allentamento delle tensioni commerciali e geopolitiche), e da uno scenario macroeconomico più costruttivo. Inoltre, gli alti prezzi continueranno a raffreddare i consumi di oro nel settore della gioielleria (prima componente della domanda mondiale).

Negli anni successivi, ci attendiamo invece che ripartano le pressioni rialziste e che l'oro tocchi nuovi massimi, spinto da deficit in espansione nei paesi sviluppati, incertezza sui futuri equilibri commerciali e geopolitici e una persistente rivalità fra Stati Uniti e Cina.

Anche argento e platino hanno registrato notevoli guadagni grazie all'improvviso aumento della domanda mondiale, soprattutto per investimento e in gioielleria. L'**argento** è tornato ai massimi dal 2011, spinto dalla domanda finanziaria e da un mercato fisico in deficit. Inoltre, le voci di una possibile introduzione di tariffe sulle importazioni statunitensi di argento stanno limitando i prelievi dagli stoccaggi in Nord America, contribuendo a rendere il mercato ancora più teso. Stimiamo che l'argento possa registrare una **media di circa 43,0 dollari nel 2026**.

Il rialzo del **platino** è stato invece alimentato principalmente dal rapido incremento delle importazioni di metallo in Cina per impieghi in gioielleria, dato che gli orafi cinesi stanno cercando di massimizzare i profitti riducendo i costi della materia prima a fronte di un calo della domanda finale legato agli alti prezzi dell'oro. Nel nostro modello di base, per il platino prevediamo un **prezzo medio di 1.450 dollari nel 2026**. Per il **palladio** stimiamo un **prezzo medio di 1.155 dollari nel 2026**. La sottoperformance del palladio è principalmente spiegata dalla sua maggiore esposizione al settore automobilistico.

L'oro potrebbe toccare nuovi record nel 4° trimestre 2025...

...anche portandosi oltre i 4.000 dollari l'oncia nei prossimi mesi

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



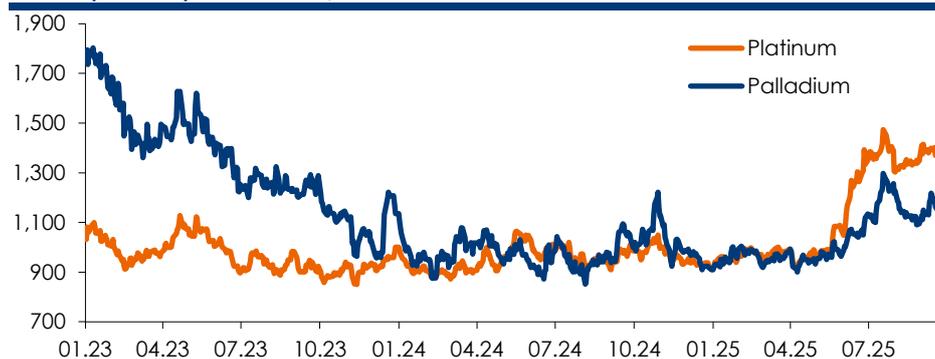
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime del World Gold Council, in tonnellate

	2T24	% sul totale	2T25	% sul totale	Crescita a/a %
Domanda totale di oro, in tonnellate	977		1,079		10%
Consumo in gioielleria	396	40%	341	32%	-14%
Scorte in gioielleria	22	2%	16	1%	-27%
Lingotti e monete	275	28%	307	28%	11%
ETF	-7	-1%	171	16%	---
Banche centrali	212	22%	167	15%	-21%
Tecnologia	80	8%	79	7%	-2%
Offerta totale di oro, in tonnellate	1,210		1,249		3%
Produzione mineraria	896.2	74%	909	73%	1%
Hedging netto dei produttori	-20.4	-2%	-7	-1%	-65%
Riciclo	334.2	28%	347	28%	4%

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

Prezzi di platino e palladio in USD/oz



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli industriali: (forse) meno green, ma più AI

L'offerta di metalli resta inadeguata rispetto all'attesa crescita economica mondiale per colpa del sottoinvestimento strutturale che il settore si trascina da circa un decennio.

Seppur ben lontano dalle strepitose performance registrate dai preziosi, il comparto dei metalli di base ha riportato **rendimenti positivi da inizio anno**, a fronte di diffusi cali delle quotazioni di materie prime energetiche e agricole.

I rialzi dei metalli sono principalmente spiegati da due fattori.

Innanzitutto, **da inizio anno la domanda mondiale è stata complessivamente migliore delle attese. L'introduzione dei dazi statunitensi** minacciati durante l'infausto Liberation Day **è stata molto meno veloce del previsto, e in alcuni casi non si è neppure realizzata appieno**, perché molti partner commerciali si sono affrettati a raggiungere accordi quadro che limitassero l'entità dei rialzi tariffari. Ciò ha avuto due conseguenze positive per il mercato dei metalli: **il commercio mondiale non è affatto crollato**, e di conseguenza anche **i consumi di materie prime cicliche si sono rivelati resilienti; aziende, trader e intermediari hanno anticipato le esportazioni verso gli Stati Uniti** soprattutto di quei beni più a rischio di subire tariffe punitive.

In tal senso è stato emblematico il caso del rame: l'Amministrazione Trump ha spesso minacciato di introdurre tariffe del 25% o addirittura del 50% sul rame ai fini di proteggere gli interessi nazionali, come previsto dalla Sezione 232 del Trade Expansion Act del 1962. Ciò ha innescato un rapido **calo delle scorte di rame disponibili** presso i magazzini gestiti dalle principali borse europee e asiatiche a fronte di un **accumulo di metallo presso le borse americane e gli utilizzatori finali statunitensi**, e ha gonfiato a **un premio senza precedenti del rame raffinato scambiato a New York (COMEX) rispetto a Londra (LME)**. A luglio, quando l'Amministrazione ha finalmente elencato quali prodotti in rame sarebbero stati soggetti alle tariffe e, a sorpresa, ha escluso il rame raffinato, questo castello di carte si è rapidamente sgonfiato: il premio fra New York e Londra è crollato e le spedizioni di metallo raffinato verso gli USA hanno subito un rapido rallentamento. Le scorte americane restano però elevatissime e non sono destinate a diminuire più di tanto perché gli operatori non possono escludere l'ipotesi di inattesi rialzi tariffari nei prossimi mesi.

In secondo luogo, **le previsioni sulla futura domanda mondiale restano decisamente rialziste**: nonostante il temuto rallentamento del commercio, le difficoltà dell'economia cinese, ancora gravata dalla crisi del settore immobiliare, e gli ostacoli che l'Amministrazione Trump sta creando ai processi di transizione energetica, **gli analisti si attendono un'accelerazione dei consumi di rame, alluminio, stagno e zinco**. Diversamente da quanto previsto sino a pochi mesi fa, probabilmente la crescita della domanda mondiale di metalli non sarà più trascinata dal "green" e legata allo sviluppo di fonti rinnovabili, ai veicoli elettrici (EV) e alla maggiore elettrificazione del sistema. Ora, le politiche statunitensi suggeriscono che la crescente domanda di metalli sarà soprattutto **assorbita dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale (AI), dei data center e di conseguenza dal loro maggiore fabbisogno di generazione e trasmissione di energia elettrica**. Chiaramente non ci sono ancora stime affidabili, ma gli ordini di grandezza sono impressionanti. Ad esempio, McKinsey stima che il consumo dei data center aumenterà di oltre 12 volte entro il 2050, arrivando ad assorbire quasi un quinto dell'attuale domanda mondiale di elettricità. Semplicemente, sarà necessario investire ancora di più per sviluppare la produzione mineraria e secondaria (da riciclo e rottami) ed evitare problemi di approvvigionamento. In tal senso, il ribasso dei tassi d'interesse statunitensi è un fattore molto positivo per un settore dove è vitale l'utilizzo di ingenti capitali a credito.

Quest'anno, la domanda mondiale è stata complessivamente migliore delle attese

Anche le previsioni sui consumi futuri restano molto forti, guidate dal crescente fabbisogno energetico di AI e data center

Spezziamo una lancia in favore del "green" e della lotta al cambiamento climatico. È sicuramente vero che il sostegno politico per rinnovabili, EV ed elettrificazione non è più forte come prima. Purtroppo, alcune politiche sono state dettate dall'ideologia piuttosto che dal buon senso (o da seri studi di fattibilità), e quindi una correzione di rotta può essere fisiologica e salutare. È tuttavia anche vero che **oggi molti investimenti in tecnologie "green" sono guidati da decisioni strategiche ed economiche**. Ad esempio, per un'impresa un impianto fotovoltaico può garantire un notevole risparmio dei costi energetici e, se accompagnato da adeguati sistemi di stoccaggio, può garantire continuità energetica anche in caso di problemi di rete. L'elettrificazione e la domotica non solo portano ad un risparmio di costi, ma spesso si riflettono in una migliore fruizione dei beni ed in un miglioramento della qualità di vita. Considerando un orizzonte di pochi anni, un EV può essere la scelta più economica e vantaggiosa, se alcune condizioni sono soddisfatte (la disponibilità di fonti di ricarica è sicuramente la prima considerazione). Per abitazioni in località particolarmente isolate, e per vaste aree sottosviluppate nei paesi emergenti, la scelta di installare un piccolo impianto fotovoltaico è addirittura l'unica possibile per disporre di energia elettrica. Infine, in quasi tutti i paesi occidentali è cambiata la percezione dell'opinione pubblica e spesso l'adozione di tecnologie "green" è dettata da motivi etici: nonostante quello che dichiarano i governi, il cambiamento climatico è una realtà, l'inquinamento atmosferico e la cattiva qualità dell'aria sono un problema di salute pubblica. Per tutti questi motivi crediamo che **la domanda di metalli continuerà ad essere guidata verso l'alto anche dall'elettrificazione, dallo sviluppo delle rinnovabili e dai processi di urbanizzazione e crescita demografica nei paesi emergenti**.

Il messaggio di fondo è molto chiaro. **Qualunque siano i futuri volani della crescita economica mondiale, che sia "green" o AI, l'offerta di metalli resta inadeguata a causa del sottoinvestimento strutturale che il settore si trascina da circa un decennio**. Per vari metalli, rame in primis, il mercato mondiale dovrebbe registrare continui deficit nei prossimi anni.

Per questo nel nostro scenario centrale, **ci attendiamo che i prezzi dei principali metalli di base possano continuare a crescere nel lungo periodo mentre nel breve e medio periodo invece potrebbero prevalere le distorsioni causate dalle politiche commerciali** dell'Amministrazione Trump. Da un lato, l'incertezza e i rialzi tariffari potrebbero inoltre avere impatti più negativi nel 2° semestre che nel 1° semestre 2025, spingendo le quotazioni degli asset ciclici, metalli inclusi, a toccare un minimo di periodo nel 1° trimestre 2026. Dall'altro, l'accumulo di scorte registrato sinora negli Stati Uniti è stato eccessivo, e potrebbe impiegare qualche mese per sgonfiarsi. **Prevediamo quindi che le quotazioni di gran parte dei metalli di base si mantengano in media vicino agli attuali livelli sia nel 4° trimestre del 2025 che nel 2026, una volta superata una probabile fase di debolezza a inizio anno, dopo le festività del Nuovo Anno Lunare cinese**.

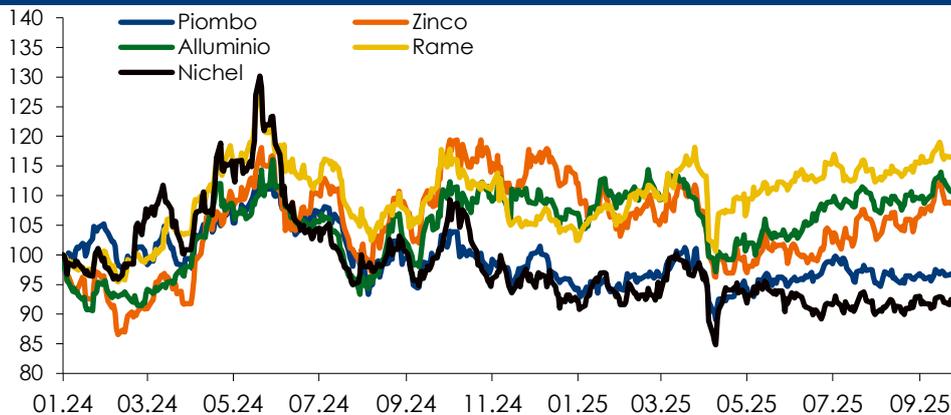
Siamo più positivi su rame, alluminio e zinco perché maggiormente esposti ai temi dello sviluppo infrastrutturale e del crescente fabbisogno di energia. Al contrario, siamo **più cauti sul nickel** a causa dell'eccesso di offerta indonesiana sul mercato. Sottolineiamo però il rischio che le politiche nazionaliste dell'attuale governo possano causare inattesi cali delle esportazioni, alimentando temporanei rialzi delle quotazioni e volatilità sul mercato.

Il "green" ha meno supporto politico, ma resta un importante motore di sviluppo economico e spingerà la domanda di metalli

L'offerta di metalli resta inadeguata a causa del sottoinvestimento strutturale

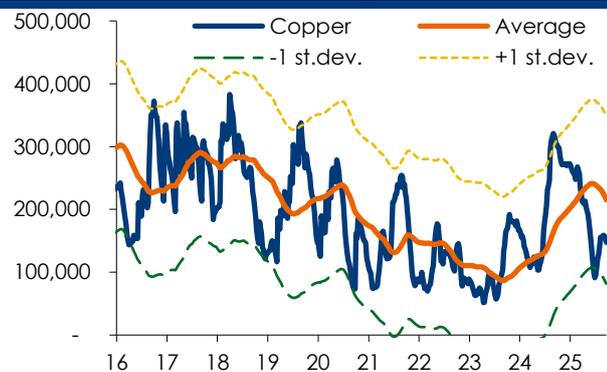
Mercati dei metalli laterali nel 4° trimestre e nel 2026, poi dovrebbe ripartire un trend rialzista

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



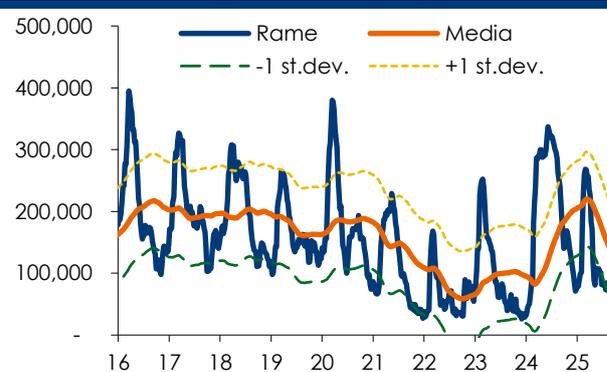
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte al London Metal Exchange



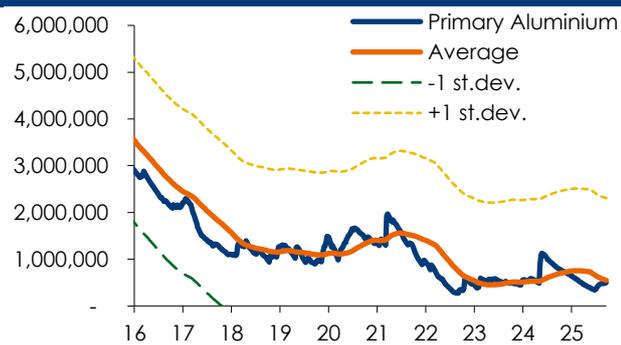
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte allo Shanghai Futures Exchange



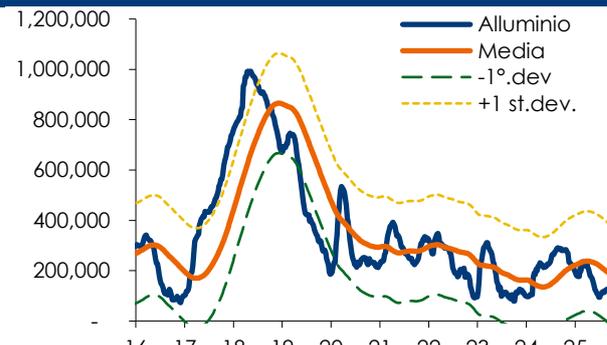
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte al London Metal Exchange



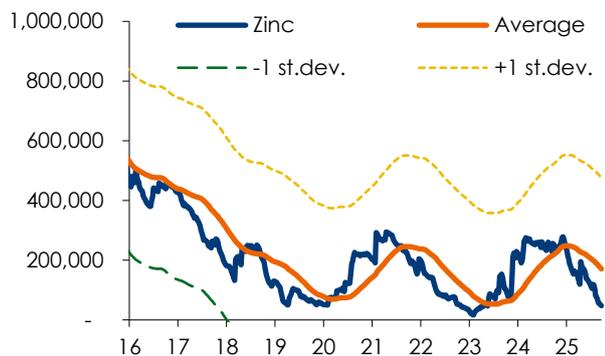
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte allo Shanghai Futures Exchange



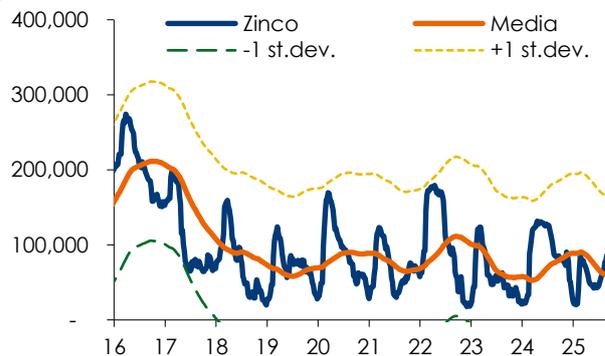
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte al London Metal Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte allo Shanghai Futures Exchange



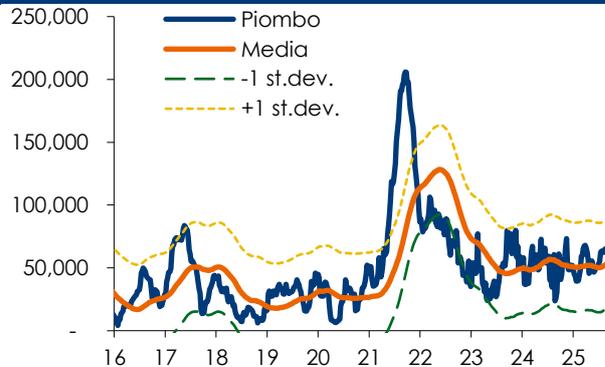
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte al London Metal Exchange



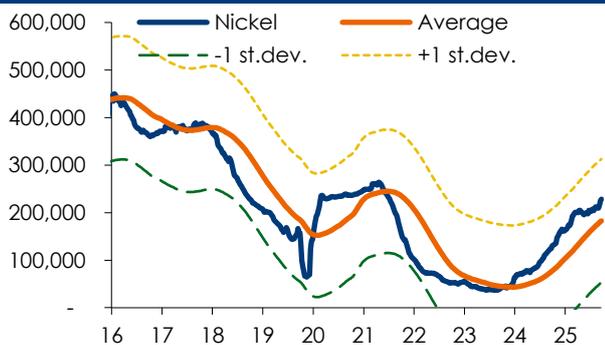
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte allo Shanghai Futures Exchange



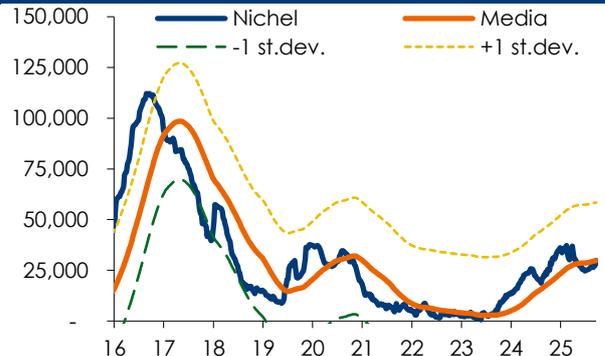
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte al London Metal Exchange



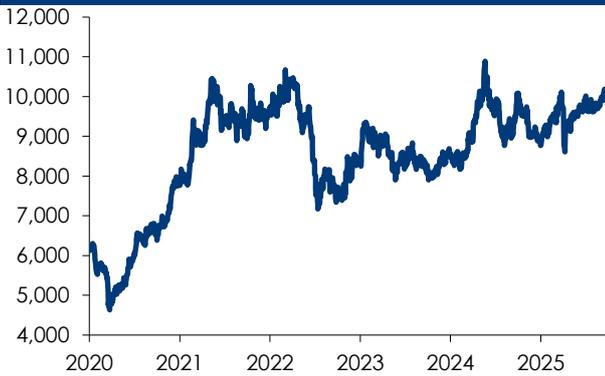
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte allo Shanghai Futures Exchange



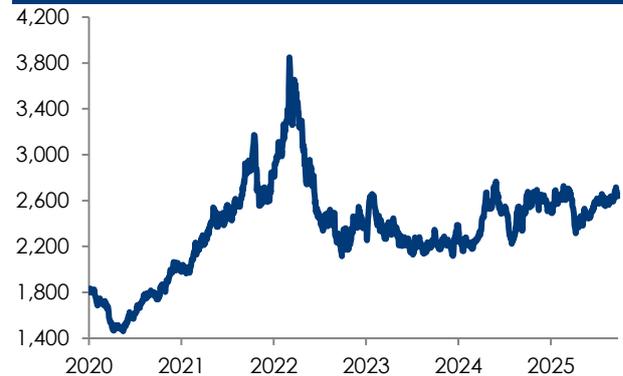
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



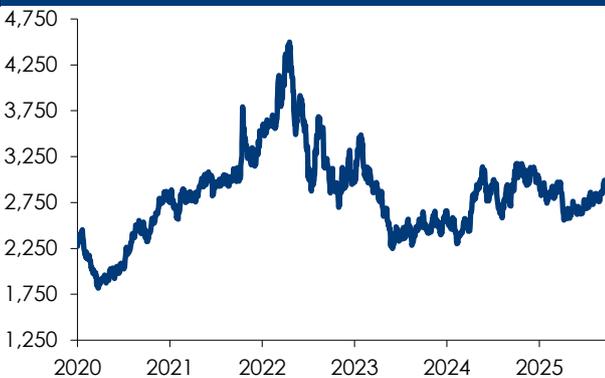
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



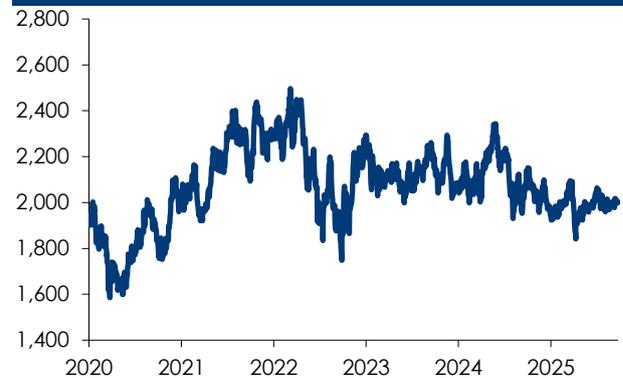
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



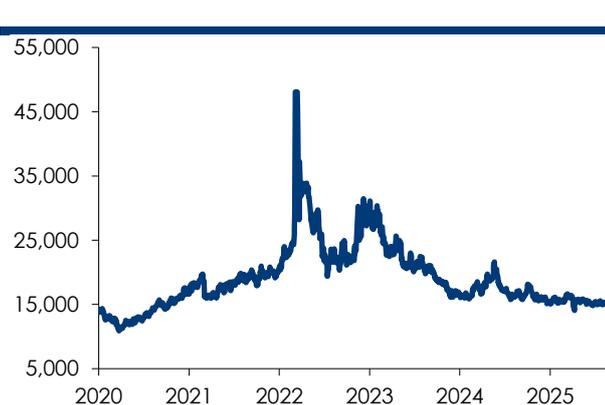
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



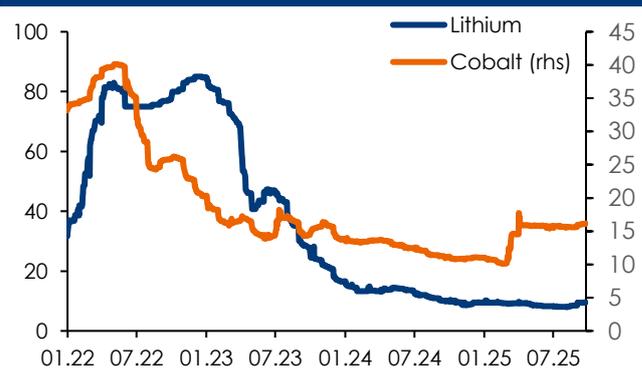
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



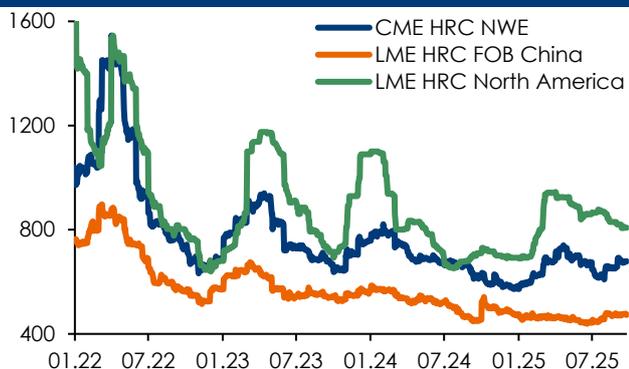
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



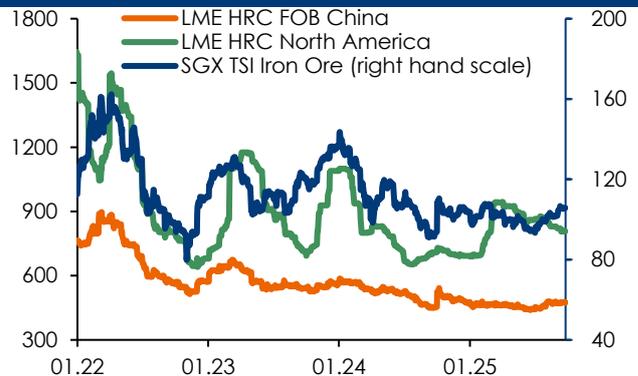
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: l'anno dei raccolti record

I raccolti di cereali e leguminose hanno raggiunto livelli record mentre le guerre commerciali hanno alimentato timori di un diffuso calo dei consumi, che però non si è ancora verificato.

Complessivamente, gli agricoli sono stati il secondo peggior comparto dell'universo commodity, dopo gli energetici. Queste pressioni ribassiste sono state alimentate da **ulteriori incrementi dei raccolti mondiali di frumento, mais, soia e riso che hanno raggiunto livelli record grazie ad un miglioramento delle rese**, nonostante alcune regioni abbiano sofferto di condizioni metereologiche non ideali.

Sulle quotazioni di questi beni ha anche gravato il **timore che le guerre commerciali inneschino un rallentamento della crescita mondiale e quindi un calo dei consumi, che però non si è ancora verificato, anzi** alcune componenti di domanda hanno sorpreso al rialzo. Prima fra tutti, la domanda per alimentazione animale, spinta dal trend strutturale di crescita mondiale di consumi di proteine.

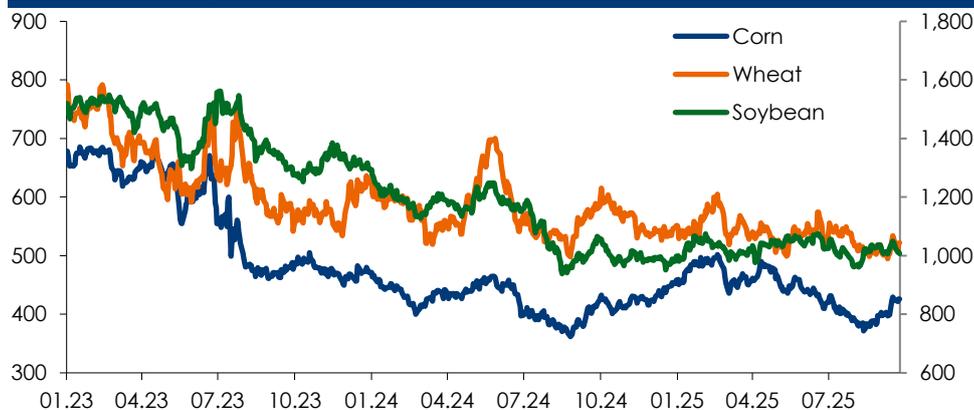
Quindi, **secondo le nostre previsioni, le quotazioni di mais, frumento e semi di soia potrebbero aver toccato un minimo in agosto**: le stime di domanda mondiale saranno probabilmente riviste verso l'alto nei prossimi mesi, mentre è possibile un fisiologico calo dell'offerta nel corso della prossima stagione produttiva, soprattutto se le condizioni saranno meno ottimali rispetto a quest'anno. **Mercati marginalmente più tesi dovrebbero spingere ad un recupero delle quotazioni**, complice un sentiment sui mercati finanziari più positivo sugli asset ciclici data l'attesa di una politica monetaria statunitense più espansiva e l'auspicabile allentamento delle tensioni commerciali.

I **coloniali** meritano un discorso a parte: non sono stati interessati da raccolti record, anzi **la disponibilità di queste merci sul mercato continua ad essere limitata da vari problemi strutturali o politici**, fra cui citiamo il protezionismo sulle esportazioni di zucchero in India, l'età avanzata e le malattie che affliggono le piantagioni di cacao in Africa Occidentale e l'inusuale frequenza di eventi metereologici estremi che compromette i raccolti di Arabica in Brasile. **In aggiunta, riteniamo che le attuali stime di consumo mondiale di cacao, caffè e zucchero siano probabilmente sottostimate** sia per il 4° trimestre 2025 che per il 1° trimestre 2026, complice la stagionalità positiva ed il trasferimento ancora incompleto dei passati rincari lungo la filiera. Per questi motivi, **ci attendiamo un rialzo delle quotazioni dei coloniali**, sia entro fine anno che nel 2026. Sottolineiamo che un importante rischio alle nostre stime è il probabile rinvio della legge europea contro la deforestazione (EU EDR), che potrebbe alimentare volatilità nelle prossime settimane.

È probabile che i mercati di cereali e leguminose diventino più tesi nel 2026, sostenendo le quotazioni

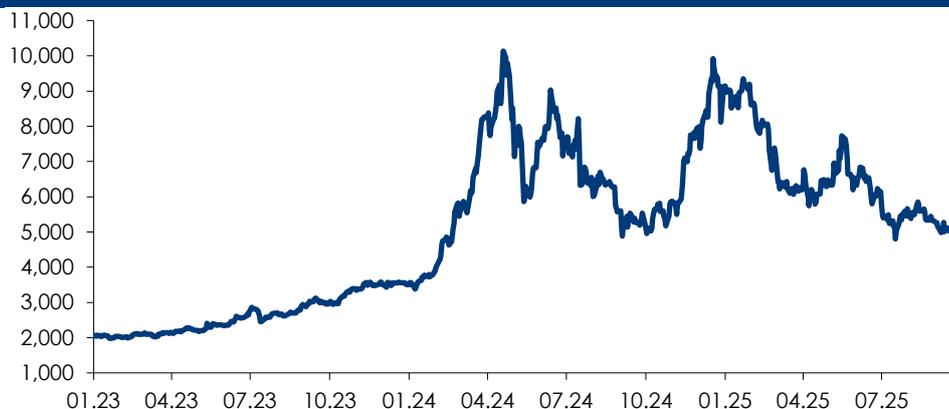
Problemi strutturali e incertezza sull'EU EDR alimenteranno la volatilità sui coloniali

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



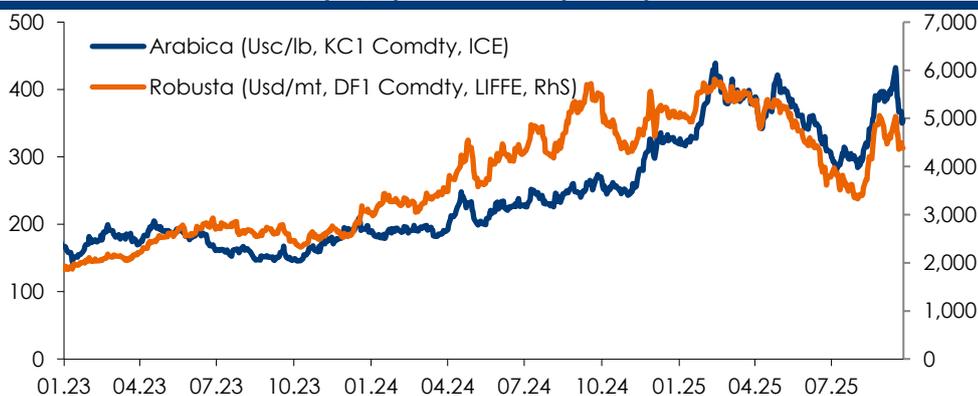
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



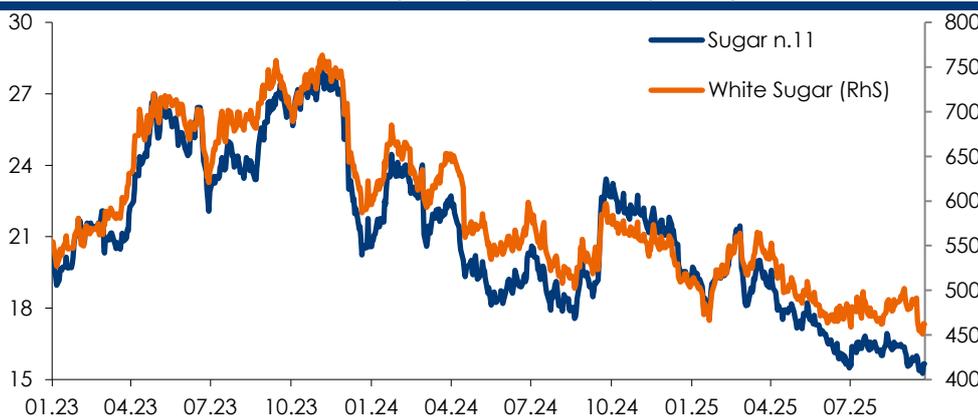
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche

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

Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Dati Macroeconomici

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

Previsioni Comparto Energetico

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

Previsioni Comparto Metalli

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

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

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

Previsioni Comparto Agricolo

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

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

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

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

Livelli tecnici

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

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

Raccomandazioni

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

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

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

Frequenza e validità delle previsioni

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com