

Mensile Materie Prime

Commodity: regge l'intesa fra le parti in Medio Oriente

Energia: outlook Positivo nel breve, la priorità resta lo sblocco di Hormuz

Outlook Positivo nel breve termine (e Moderatamente Negativo nel lungo periodo): il ribasso dei prezzi a cui stiamo assistendo è legato all'euforia per il raggiungimento di un'intesa per risolvere la crisi in Medio Oriente. È probabile che con lo sblocco dei transiti navali salga velocemente la domanda, generando una forte pressione rialzista che, al netto di qualche imprevisto, finirà per riportare le quotazioni di gas e petrolio su livelli superiori agli attuali nel 3° trimestre.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, il calo delle tensioni apre una nuova fase

Confermiamo il consolidamento dei prezzi per oro e argento rispetto alle quotazioni attuali. Nel corso del 2026 prevediamo invece un discreto rialzo per platino e palladio, come conseguenza del loro utilizzo industriale che beneficerà della tenuta del ciclo mondiale dopo lo shock energetico. L'outlook dell'intero comparto resta però Neutrale, perché il peso di oro e argento (attesi consolidare) è superiore a quello di platino e palladio (stimati invece in recupero).

Metalli industriali: outlook Neutrale, rallenta il rialzo e sale l'incertezza di breve

Le minori tensioni geopolitiche hanno ridotto l'incertezza sul ciclo economico (e quindi sui consumi) e affievolito parzialmente i timori di rincaro dei costi energetici. Questo ha in parte attenuato la prospettiva di una nuova tornata di rialzo dei tassi di interesse passivi. Evitare un'ulteriore restrizione creditizia consentirebbe un rilancio dei progetti esplorativi, minerari o siderurgici, mitigando la carenza di offerta e favorendo un blando riequilibrio del mercato fisico in vista della prevista crescita della domanda e del conseguente aumento dei prezzi.

Prodotti agricoli: outlook Positivo, calano le tensioni ma non la pressione rialzista

Pensiamo che la salita dei prezzi, apparsa finora più evidente sui cereali, possa continuare anche nei prossimi trimestri nonostante l'intesa sul Memorandum fra Stati Uniti e Iran. Le tensioni su carburanti e prodotti chimici rischiano ancora di influenzare le semine autunnali, malgrado l'ottimismo sulla risoluzione definitiva del conflitto. Più variegati gli effetti sulle soft commodity, solo in parte coinvolte nella crisi del Golfo Persico.

■ Soft Commodity:

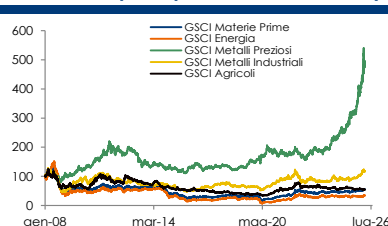
- Cotone:** il calo del greggio torna a premiare le fibre sintetiche a scapito di quelle naturali.
- Zucchero:** il forte storno dei prezzi petroliferi ridurrà la domanda di etanolo.
- Caffè:** la previsione di raccolto record per il Brasile sostiene l'ipotesi di offerta abbondante.
- Cacao:** l'incremento del raccolto in Costa d'Avorio alimenta il ribasso dei prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	23.06.26	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	4.932,3	25,9	31,9	92,5
GSCI Energia	935,5	54,9	37,9	136,1
GSCI Met. Preziosi	4.647,5	-5,7	76,4	125,2
GSCI Met. Industriali	2.318,9	8,9	34,0	40,3
GSCI Prod. Agricoli	463,5	-1,8	-7,5	3,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati, Bloomberg

Andamento dei principali indici commodity



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

24 giugno 2026 - 16:16 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

24 giugno 2026 - 16:22 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Giù.	Mag.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas naturale	+	=
Oro	=	-
Argento	=	-
Rame	=	=
Alluminio	+	=
Zinco	=	=
Nickel	-	-
Mais	+	=
Frumento	=	=
Soia	+	=
Cotone	-	=
Zucchero	+	+
Caffè Arabica	+	+
Caffè Robusta	+	+
Cacao	-	-

Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.

Performance commodity

(%)	2026	2025
WTI	27,5	-19,9
Brent	26,7	-18,5
Gas naturale	-14,6	1,5
Gasolio	41,7	-10,4
Oro	-4,9	64,4
Argento	-12,1	141,4
Rame	7,6	41,7
Alluminio	7,9	17,4
Zinco	12,0	4,7
Nickel	3,2	8,6
Mais	-6,9	-4,0
Frumento	15,7	-8,1
Soia	8,4	3,2
Cotone	15,1	-6,0
Caffè Arabica	-17,4	9,1

Fonte: Bloomberg; Dati al 23.06.2026

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 23.06.2026 (salvo diversa indicazione).

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

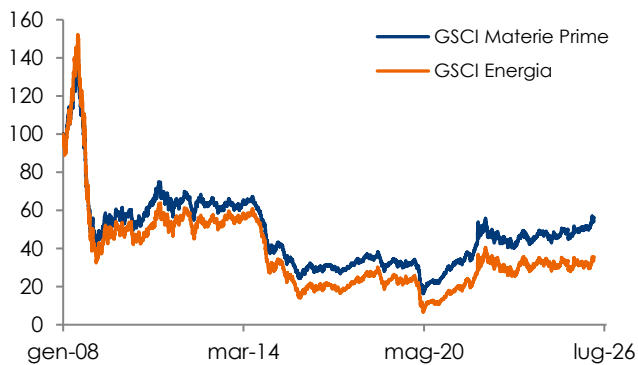
Energia: l'obiettivo prioritario è ripristinare le forniture dal Golfo Persico

Il Memorandum di Intesa fra USA e Iran concordato fra le parti ha come priorità il ripristino delle forniture navali attraverso lo Stretto di Hormuz. A tre mesi e mezzo dallo scoppio del conflitto in Iran e dalla chiusura dello Stretto di Hormuz, i mercati finanziari delle commodity hanno finalmente tirato un sospiro di sollievo dopo l'accordo stipulato fra Iran e Stati Uniti che ferma il conflitto e apre un periodo di trattativa che possa portare alla risoluzione definitiva della crisi in Medio Oriente. Il Memorandum di Intesa (Memorandum of Understanding, MoU) consta di 14 punti, ma in sintesi gli USA revocherebbero il blocco ai porti iraniani entro 30 giorni, senza interferire sul transito delle navi dirette verso l'Iran (o in partenza). La riapertura dello Stretto di Hormuz sarebbe quindi garantita entro 30 giorni, ma restano le divergenze sulla gestione del traffico navale. Teheran insiste sul pagamento di un pedaggio (gestito insieme all'Oman), ipotesi che viene respinta dagli USA. Previsti anche un allentamento delle sanzioni all'Iran e lo sblocco graduale di 24 miliardi di dollari di fondi, in caso di rispetto degli accordi, e l'estensione del cessate il fuoco per 60 giorni, anche in Libano, periodo durante il quale si terrebbero i negoziati sul nucleare, il capitolo più controverso, sul quale ancora non è chiaro come si intenderà procedere. Washington si impegnerebbe a richiamare le proprie forze militari dispiegate attorno all'Iran. Come già nelle precedenti versioni negoziate, l'accordo definitivo dovrà passare per una risoluzione del Consiglio di Sicurezza delle Nazioni Unite. Il round di negoziati tra Stati Uniti e Iran (ad alto livello ma anche tra le task force tecniche) si è concluso con "progressi incoraggianti" negli scorsi giorni. Resterà aperto un canale di comunicazione fra tutte le parti in causa, su Hormuz, per evitare incidenti, con l'Iran che garantisce il passaggio sicuro delle navi commerciali per il periodo di 60 giorni previsto dal memorandum iniziale (ribadita, per ora, l'assenza di pedaggio sui passaggi). Fin dai primi giorni, le navi stanno transitando via Hormuz con i dispositivi satellitari accesi, una procedura che indica una crescente fiducia tra gli armatori che non stanno attuando manovre diversive (come accadeva nelle scorse settimane) per evitare di segnalare la loro posizione. In aggiunta, l'Organizzazione Marittima Internazionale (IMO – l'agenzia specializzata delle Nazioni Unite responsabile della sicurezza e della protezione della navigazione) conferma di aver ricevuto garanzie di sicurezza che consentono non solo di ritirare le direttive di allarme precedentemente emanate, ma di attuare anche una riduzione costante dei premi assicurativi. Pur essendo chiare quali saranno l'evoluzione e la durata delle fasi finali delle trattative, l'ottimismo attorno alla risoluzione definitiva della crisi è decisamente aumentato. Una prospettiva che fugherebbe molti dei timori per l'economia mondiale e i mercati finanziari. Era molto diffusa la sensazione che la durata della crisi stesse diventando eccessiva, troppi i rischi di contraccolpi globali visto anche il ritorno delle preoccupazioni sull'inflazione. Gli effetti dello shock energetico potrebbero essere ora ridimensionati evitando di incidere sul già debole ciclo economico mondiale. I prodotti raffinati hanno sofferto di rincari più significativi rispetto al greggio, sia a causa di scorte mondiali più limitate sia per la loro minore sostituibilità; un quadro esacerbato dalla stagionalità della domanda, che raggiungerà il culmine proprio nei mesi estivi coi consumi legati agli spostamenti per le vacanze. Il surriscaldamento dei prezzi potrebbe però risultare effettivamente temporaneo, mitigando le apprensioni delle banche centrali dei paesi importatori di greggio, che anche nel mese di giugno (ad eccezione della BCE) hanno prudentemente evitato di inasprire la loro politica monetaria.

L'OPEC+ aumenta l'offerta di altri 188.000 barili al giorno dal 1° luglio. L'OPEC+, nella videoconferenza del 7 giugno scorso, ha confermato di voler aumentare la produzione di petrolio dal 1° luglio di 188.000 barili al giorno, il medesimo incremento deliberato il mese scorso dopo l'uscita dall'alleanza degli Emirati Arabi Uniti. L'aumento riguarderà ovviamente solo i paesi che effettuano tagli volontari aggiuntivi (Arabia Saudita, Iraq, Kuwait, Algeria, Kazakistan, Russia e Oman) e rientra nell'ottica del graduale allentamento delle restrizioni produttive adottate dal gruppo che ha, inoltre, esteso il termine ultimo del programma di compensazione a dicembre 2026. Come nella riunione precedente, appare evidente che questo incremento non possa essere attuato finché non verrà definitivamente aperta la navigazione via Hormuz e non saranno sbloccate le forniture. Cresce la sensazione che questo possa avvenire in tempi relativamente

brevi (30-40 giorni); in tal caso, il ritorno in equilibrio del mercato fisico potrà essere più rapido di quanto ipotizzato in precedenza, fino a riportare il sistema di nuovo in surplus (marginale) di offerta entro fine anno. Una prospettiva ipotizzata recentemente anche dalla stessa Agenzia Internazionale dell'Energia. L'OPEC tornerà a riunirsi per decidere le quote di agosto il prossimo 5 luglio.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

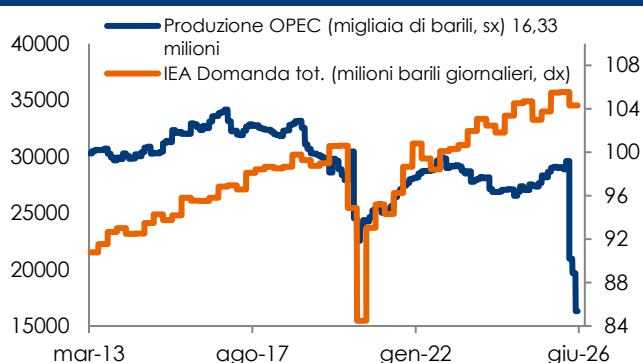
	Valore 23.06.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	4.932,3	25,9	31,9	92,5
GSCI Energia	935,5	54,9	37,9	136,1
WTI (\$)	73,2	27,5	-10,3	-0,1
Brent (\$)	77,1	26,7	-10,4	2,0
Gas Naturale (\$)	3,1	-14,6	12,0	-7,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Secondo il Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di giugno, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi a 105,2 mb/g nel 2025 (+0,1 mb/g da 105,1 del mese di maggio) per poi raggiungere 106,1 mb/g nel 2026 (+0,9 mb/g a/a e in diminuzione di -0,2 mb/g rispetto al mese scorso) e infine toccare 107,9 mb/g nel 2027 (+1,8 mb/g a/a e in leggero aumento di 0,1 mb/g rispetto alle previsioni del mese precedente). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe mantenersi a 54,2 mb/g nel 2025, 54,8 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariata rispetto alle stime di maggio) e a 55,4 mb/g nel 2027 (+0,6 mb/g a/a, immutata su base mensile). La domanda di greggio rivolta agli aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC) è stimata a 42,3 mb/g nel 2025, a 42,5 mb/g nel 2026 (+0,2 mb/g a/a e in diminuzione di -0,2 mb/g da 42,7 mb/g previsti il mese prima) e infine a 43,5 mb/g nel 2027 (+1 mb/g a/a, in lieve calo di -0,1 mb/g rispetto al mese precedente: 43,6 mb/g). Le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE nel 1° trimestre 2026 si sono attestate a 2.796 milioni complessivi (corrispondenti a 62 giorni di copertura), in deciso calo rispetto alla media annuale del 2025 di 2.827 milioni di barili, a causa del forte utilizzo delle riserve per la chiusura dello Stretto di Hormuz. L'Agenzia Internazionale dell'Energia, nel suo Oil Market Report (**OMR**) di giugno, ha rivisto al ribasso la domanda globale di petrolio per il 2026 di 700.000 barili, a 103,3 mb/g rispetto ai 104,0 mb/g del mese scorso. Se l'accordo USA-Iran dovesse tenere, secondo l'IEA le esportazioni e la produzione del Golfo Persico dovrebbero riprendersi gradualmente. I flussi attraverso lo Stretto di Hormuz sono già risaliti dal minimo di 9,6 mb/g di maggio a circa 12 mb/g in queste prime settimane giugno. Le importazioni di greggio in Cina e Giappone sono invece scese di circa il 40% ciascuna, quasi 6 milioni di barili in meno trasportati giornalmente verso le due economie dall'inizio del conflitto. Per il 2027 l'IEA prevede un significativo surplus, con la domanda in crescita a 105,3 mb/g contro un'offerta in forte aumento a 110 mb/g, una stima che rassicura sulla ricostituzione delle scorte erose durante gli ultimi mesi di crisi delle forniture. Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di giugno, l'Energy Information Administration (EIA) statunitense stima che il consumo globale di petrolio si attesti a 103,95 mb/g nel 2025 (quasi invariato rispetto al mese precedente: 103,97 mb/g), a 102,86 mb/g nel 2026 (-1,1 mb/g a/a, in calo da 104,2 mb/g precedenti) e a 105,32 mb/g nel 2027 (+2,46 mb/g a/a, -0,28 mb/g da 105,6 mb/g stimati a maggio). Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC (che per il secondo mese consecutivo incorpora la quota produttiva degli Emirati Arabi Uniti, fuoriusciti dall'OPEC) raggiunga i 76,8

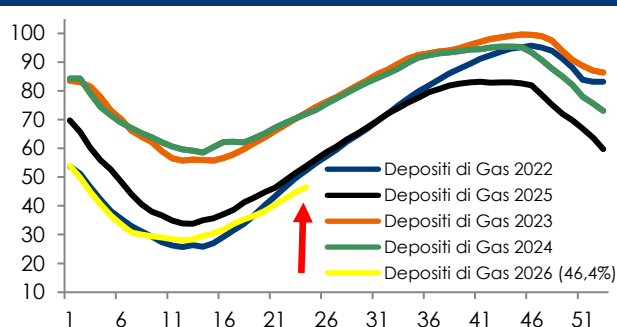
mb/g nel 2025 (-0,2 mb/g da 77 mb/g del mese scorso), scende a 75,9 mb/g nel 2026 (-0,9 mb/g a/a, -0,5 mb/g da 76,4 mb/g stimati il mese precedente) e salga nuovamente a 80 mb/g nel 2027 (+4,1 mb/g a/a e -0,1 mb/g da 80,1 di maggio). L'offerta di greggio OPEC (rettificata togliendo la produzione degli Emirati) è stata rivista a 24,6 mb/g nel 2025 (in diminuzione di -4,7 mb da 29,3 mb/g di maggio) e a 19,3 mb/g nel 2026 (-5,3 mb/g a/a, in ribasso da 25,2 mb/g precedenti) per poi crescere nuovamente a 24,4 mb/g nel 2027 (+5,1 mb/g a/a, in diminuzione di -5 mb/g da 29,4 mb/g previsti nel mese di maggio). L'EIA prevede ora che, dopo un surplus di 3,4 milioni di barili al giorno nel 2025 (rivisto al rialzo rispetto a +2,4 mb/g stimati a maggio), il mercato globale registri un deficit di circa -3 milioni di barili nel 2026, a causa del blocco di Hormuz, per poi tornare a un surplus di 2,8 milioni di barili al giorno nel 2027 (rivisto al ribasso rispetto al surplus di 3,8 mb/g previsto nel mese di maggio).

Produzione petrolifera OPEC e domanda mondiale IEA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA, dati al 21.06.2026

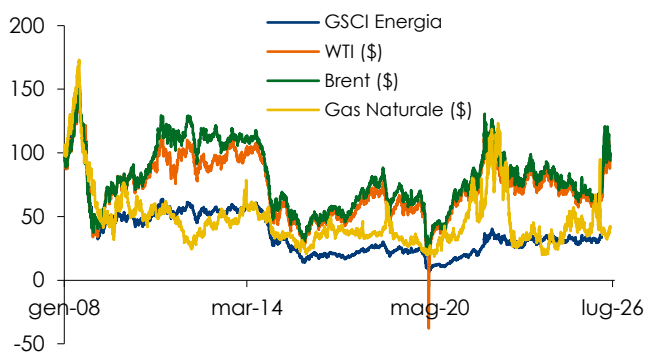
Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Nota: dati settimanali al 21.06.2026; sull'asse x il numero delle settimane dell'anno. Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il TTF (il gas europeo) resterà su livelli di prezzo mediamente più alti anche dopo la risoluzione della crisi in Medio Oriente, pesa la fragilità intrinseca del sistema energetico europeo.

Se il petrolio Brent è salito moltissimo nel corso di questa crisi ma senza violare i massimi storici del 2022 (il picco del 30 aprile 2026 in area 126 dollari è inferiore al record di 139 dollari del 7 marzo 2022), il gas naturale TTF è rimasto ben lontano dai precedenti record segnati durante l'invasione dell'Ucraina. I 74 euro per MWh del 19 marzo 2026 sono imparagonabili ai quasi 340 euro toccati nell'agosto del 2022. Per questo motivo, in termini prospettici, le dinamiche di prezzo potrebbero risultare più ribassiste per il petrolio che per il gas. Infatti, mentre per il Brent ipotizziamo un rientro dei prezzi ai livelli pre-crisi entro fine anno, per il TTF probabilmente occorrerà attendere sino al 2° trimestre 2027, complici i bassi livelli delle riserve nei depositi europei. Come comunicato da Gas Infrastructure Europe (GIE), al 21 giugno le scorte europee sono al 46,4% della capacità totale, inferiori alla media stagionale quinquennale del 58,7%. Solo nel 2021 i depositi risultarono marginalmente più vuoti, con un riempimento pari al 42,5% nel medesimo periodo dell'anno. Per queste ragioni, lo sforzo per riaccumulare le scorte sarà notevole. Partendo da un'erosione così profonda, difficilmente i paesi europei riusciranno a riempire adeguatamente i depositi prima del prossimo inverno. Secondo le nostre stime, è probabile che si riesca a raggiungere una soglia di riempimento fra il 78% e l'83% della capacità, una percentuale pericolosamente vicina al minimo del 77% registrato nel 2021. In aggiunta al processo di ripristino delle scorte, nei prossimi mesi la domanda di metano sarà amplificata dalle crescenti richieste di generazione elettrica per il raffreddamento delle abitazioni. Una prospettiva esacerbata dalle stime di temperature estive elevate, accentuate dalla probabile formazione de El Niño. Stimiamo che il TTF potrebbe quindi mantenersi vicino a una media di 45 euro nel 4° trimestre e risalire verso i 48 euro nel 1° trimestre 2027.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.06.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	935,5	-10,1	24,7	32,7	54,9
WTI (\$)	73,2	-20,7	25,5	13,7	27,5
Brent (\$)	77,1	-26,2	23,8	14,8	26,7
Gas Naturale (\$)	3,1	6,9	-25,8	-11,0	-14,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo nel breve e Moderatamente Negativo nel lungo termine: la risoluzione definitiva della crisi in Medio Oriente resta l'obiettivo finale ma nell'immediato è indispensabile il rapido sblocco delle forniture dal Golfo Persico. Confermiamo il nostro outlook Positivo nel breve termine (e Moderatamente Negativo nel lungo periodo); il ribasso dei prezzi a cui stiamo assistendo è legato all'euforia per il raggiungimento di un'intesa fra le parti. È probabile che con lo sblocco dei transiti navali salga velocemente la domanda, generando una forte pressione rialzista che, indipendentemente dal verificarsi di qualche imprevisto, finirà per riportare le quotazioni di gas e petrolio su livelli superiori agli attuali, nel 3° trimestre. La maggior produzione da parte di paesi al di fuori del Golfo Persico, Stati Uniti in primis, e una contrazione della domanda mondiale, guidata dal rialzo dei prezzi e da una certa scarsità di alcuni carburanti, hanno contribuito, già da aprile e maggio, a frenare la corsa del petrolio. Il nostro scenario di base verte sull'ipotesi che i negoziati finali abbiano un esito positivo e che la libera navigazione attraverso lo Stretto di Hormuz possa concretizzarsi entro fine giugno. Indicativamente, ipotizziamo che le forniture di petrolio e derivati possano riavvicinarsi ai valori di inizio anno nel 4° trimestre. Per il gas naturale, il recupero sarà più lento e potrebbe non essere completo prima di fine anno. Le tensioni sui prezzi globali rischiano di mantenere mediamente alto il prezzo del TTF, il contratto europeo sul metano, vista anche la necessità, inderogabile, di ripristinare le scorte dopo i consumi invernali e in vista del periodo estivo, quando la richiesta di elettricità per gli impianti di raffrescamento degli ambienti aumenta.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	23.06.26	2026	2026	2027	2026	2027
WTI (\$)	73,2	78,7	73,5	72,0	79,6	70,0
Brent (\$)	77,1	85,0	85,0	85,0	84,7	74,5
Gas Naturale (\$)	3,1	3,5	4,0	4,1	3,7	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

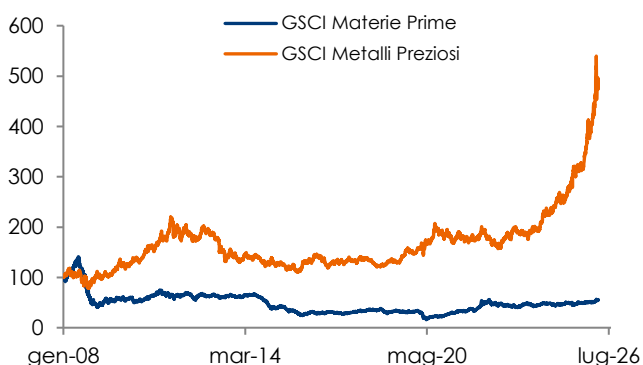
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	23.06.26	2026	2026	2027	2026	2027
WTI (\$)	73,2	84,0	74,0	66,0	01,1	62,8
Brent (\$)	77,1	88,0	78,0	70,0	85,5	66,8
Gas Naturale (\$)	3,1	3,6	4,0	4,1	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	41,6	46,0	45,0	48,0	44,7	32,3

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: il calo delle tensioni geopolitiche apre una nuova fase

L'avversione al rischio sta calando così come i rendimenti dei titoli obbligazionari, aprendo una nuova fase per i Preziosi. Dopo i massimi di gennaio, il comparto dei Preziosi continua a esprimere un andamento laterale che mantiene le quotazioni su livelli alti ma al di sotto dei record. L'allentamento delle tensioni geopolitiche potrebbe spingerli però verso una nuova fase. Dal 2020 in poi, i mercati sono stati scossi da shock sempre più frequenti, e spesso particolarmente gravi, che hanno contribuito ad alimentare il trend rialzista dell'oro. Questo però non è accaduto nella recente crisi in Medio Oriente, nonostante l'elevata avversione al rischio degli investitori, che non hanno premiato i Preziosi preferendo invece il dollaro statunitense e il franco svizzero. A penalizzare il comparto non è stata solo la valuta americana, che ha conteso all'oro il ruolo di investimento difensivo, ma anche il rialzo dei rendimenti obbligazionari, un investimento a basso rischio che genera interessi positivi, al contrario dei Metalli preziosi che non staccano cedola. L'intesa siglata fra Stati Uniti e Iran ha modificato lo scenario nel Golfo Persico, alimentando le aspettative di un rapido ritorno alla normalità del traffico navale via Hormuz. I prezzi di gas e petrolio hanno immediatamente invertito la dinamica rialzista scendendo molto rapidamente; questo nel breve non ha mutato l'approccio prudente delle banche centrali, che temono comunque la trasmissione dei rincari passati sulle proprie economie, e prevedono spinte inflattive ancora per qualche mese. Questa prospettiva però potrebbe limitare i rialzi dei tassi rispetto alle ipotesi formulate prima dell'accordo USA-Iran, modificando lo scenario dei Preziosi. Una minor inclinazione futura delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei principali paesi sviluppati ridurrebbe la remunerazione per i sottoscrittori. Questo scenario potrebbe tornare a favorire i Metalli preziosi, che si riallineerebbero al rialzo dei listini azionari, scongiurando il temuto aumento dei tassi di interesse che li avrebbe invece penalizzati.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

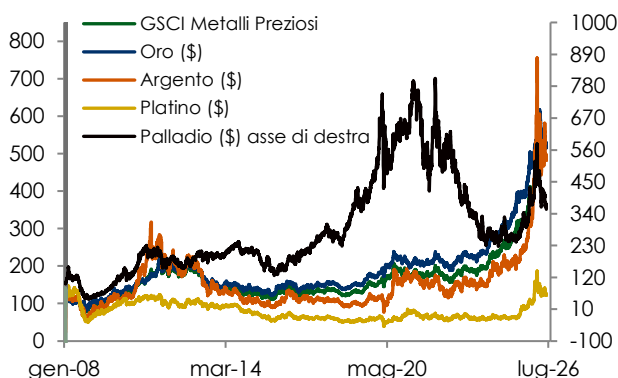
	Valore 23.06.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4.932,3	25,9	31,9	92,5
GSCI Met. preziosi	4.647,5	-5,7	76,4	125,2
Oro (\$)	4.134,4	-4,9	77,3	132,7
Argento (\$)	62,1	-12,1	110,1	138,6
Platino (\$)	1.662,5	-18,6	66,2	51,3
Palladio (\$)	1.242,3	-22,9	25,0	-53,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Permane il consolidamento dei prezzi su livelli alti, ma resta limitata la prospettiva di nuovi slanci rialzisti. La dinamica ribassista di oro e argento rallenta, visti i recenti progressi nelle trattative in Medio Oriente, che potrebbero sopire i timori di inflazione e modificare, in senso meno restrittivo, le attese di rialzo dei tassi delle principali banche centrali. Una prospettiva che modificherebbe il profilo di rendimento, in particolare, delle obbligazioni (un'asset class che genera una remunerazione più interessante e a basso rischio) favorendo il ritorno di interesse degli investitori per oro e argento, nonostante i due metalli non erogino rendimenti periodici. La diversa percezione di questi due asset da parte di banche centrali e investitori, alla ricerca di protezione a fronte di una minore prevedibilità degli scenari macroeconomici e di mercato, è un elemento che resterà presente sul mercato, sostenendo le quotazioni non nel breve periodo ma più probabilmente nel medio-lungo termine. La prospettiva di un debole consolidamento per oro e argento (e l'attesa di maggior recupero per platino e palladio) è direttamente correlata alle scelte degli investitori che, in questa nuova fase dello scenario, attendono di capire se la crisi in Medio Oriente si risolverà definitivamente, evitando inflazione e rialzo dei tassi di interesse, prima di tornare con forza su questo comparto di investimento. L'**oro**, dopo la straordinaria performance del 2025, ha registrato nuovi record a gennaio (area 5.550 dollari), poi ha accusato

un'ampia fase di prese di beneficio, con gli investitori che hanno liquidato le loro posizioni sul metallo aureo per spostarsi su petrolio e gas naturale, sfruttandone i rialzi e, successivamente, per riposizionarsi anche sul comparto obbligazionario. La dinamica ribassista dell'oro, generata da questa situazione, lo ha riportato in area 4.000 dollari l'oncia, un livello che potrebbe consolidare (anche con qualche puntata rialzista) nel breve periodo, rimandando il recupero maggiore al medio-lungo termine. Ragionamento non dissimile per l'**argento**, salito al massimo di tutti i tempi in area 120 dollari l'oncia a fine gennaio e ora in deciso ritracciamento intorno ai 60-65 dollari. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto hanno depresso **platino** e **palladio**, che hanno limitato i ribassi ma si sono allontanati dai record di inizio anno. Il platino resta più esposto alla domanda di investimento puramente finanziaria, risultando più volatile. Il palladio è invece più correlato agli utilizzi industriali, accusando maggiormente il rincaro dei costi energetici. Il calo delle tensioni geopolitiche, il rallentamento dei costi energetici, che alimenta le speranze di una pausa nel rialzo dei tassi monetari, e una maggior fiducia nella tenuta del ciclo economico globale sono tutti elementi che supportano la prospettiva di un maggior recupero di platino e palladio rispetto a oro e argento.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.06.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.647,5	-6,7	-8,8	27,2	-5,7
Oro (\$)	4.134,4	-5,8	-7,7	24,6	-4,9
Argento (\$)	62,1	-10,5	-13,8	73,5	-12,1
Platino (\$)	1.662,5	-12,4	-26,1	26,7	-18,6
Palladio (\$)	1.242,3	-12,2	-27,9	17,2	-22,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento per oro e argento (e maggior fiducia su platino e palladio). Se da un lato rallenta il calo degli investimenti in Metalli preziosi, in linea coi minori timori per un aumento dell'inflazione, viste la brusca frenata dei costi energetici e le minori aspettative di rincaro del costo del denaro, è presto per ipotizzare un nuovo movimento rialzista di oro e argento. L'avversione al rischio degli investitori si riduce, visti i recenti progressi relativi alla crisi in Medio Oriente, sfumando la prospettiva futura di tassi di interesse più elevati, in virtù anche della cautela espressa da tutte le banche centrali dei principali paesi importatori di energia nelle riunioni di giugno. Anche i rendimenti obbligazionari sono calati, smorzando la domanda degli investitori che potrebbe tornare, anche solo parzialmente, su beni difensivi come i Preziosi. Per queste ragioni, confermiamo il consolidamento dei prezzi per oro e argento rispetto alle quotazioni attuali nel breve periodo, restando allineati alla maggior parte degli analisti di mercato. Nel corso del 2026 prevediamo invece un discreto rialzo per platino e palladio, come conseguenza del loro utilizzo industriale che li discosta dalla classica visione di bene rifugio e che beneficerà della tenuta del ciclo mondiale, dopo lo shock energetico degli ultimi mesi. L'outlook dell'intero comparto resta però Neutrale, perché il peso di oro e argento (attesi consolidare debolmente) è superiore a quello di platino e palladio (stimati invece in recupero), determinando quindi la performance futura del settore.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.06.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.134,4	4.750,0	4.800,0	4.900,0	4.788,0	4.912,5
Argento (\$)	62,1	75,5	76,6	74,5	76,0	71,4
Platino (\$)	1.662,5	2.000,0	2.000,0	2.050,0	2.055,0	2.100,0
Palladio (\$)	1.242,3	1.535,0	1.560,0	1.555,0	1.576,0	1.475,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.06.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.134,4	4.200	4.000	4.000	4.400	4.200
Argento (\$)	62,1	65,0	57,0	50,0	70,0	50,0
Platino (\$)	1.662,5	1.930	1.950	1.900	2.002	1.956
Palladio (\$)	1.242,3	1.425	1.490	1.475	1.512	1.431

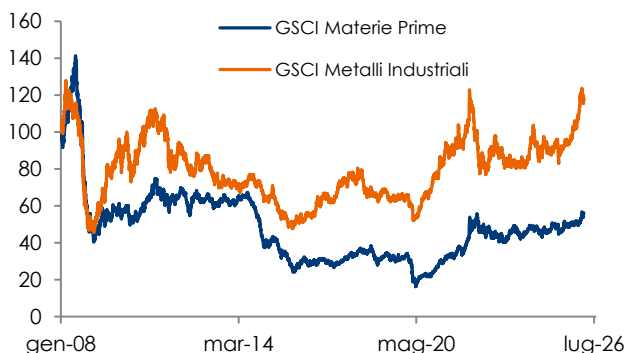
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: frena il rialzo e aumenta l'incertezza di breve termine

Il ripristino delle regolari forniture energetiche attraverso lo Stretto di Hormuz favorirà il comparto dei Metalli industriali, rafforzando la prospettiva di una domanda forte derivante da un ciclo globale robusto.

Il comparto dei Metalli industriali resta sotto pressione nonostante le minori tensioni geopolitiche. Lo scenario macroeconomico già favorevole ai metalli, grazie alla resiliente crescita economica nonostante le turbolenze degli ultimi mesi, potrebbe infatti migliorare ulteriormente. Il dollaro resta relativamente stabile, i rischi inflattivi, che avrebbero spinto le banche centrali a inasprire le loro politiche monetarie, sono per il momento limitati grazie alla sostanziale cessazione delle ostilità in Medio Oriente. Un quadro che non sta incrementando il rialzo del comparto in corso da inizio anno, ridottosi a circa +9%. La prospettiva di una definitiva risoluzione della crisi mediorientale dopo l'accordo siglato ha un doppio effetto positivo sui Metalli industriali. Da un lato, il forte storno dei prezzi energetici riduce i timori inflazionistici e i costi dei processi produttivi. Dall'altro, diminuisce il rischio di un rallentamento dell'economia globale, evitando di penalizzare la domanda di metalli come ipotizzato in precedenza. Per ora, vista la prudenza nel rialzare i tassi da parte delle banche centrali, le stime di crescita economica sembrano tenere. Le quotazioni dei Metalli industriali, in rialzo, hanno incorporato i tagli della capacità produttiva in Medio Oriente, innestandosi in un mercato che era già in forte crisi di offerta. Lo sblocco della navigazione via Hormuz potrebbe, almeno nel breve, riportare sul mercato quella parte di produzione bloccata nel Golfo Persico frenando le quotazioni di tutti i principali metalli. Nonostante le chiarite sul fronte geopolitico, strutturalmente i prezzi del gas naturale e dell'energia elettrica restano in costante fibrillazione, incidendo sui margini delle fonderie e creando, insieme alla possibile imposizione di tariffe punitive da parte dell'amministrazione Trump, qualche elemento di incertezza sullo scenario.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.06.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4.932,3	25,9	31,9	92,5
GSCI Industriali	2.318,9	8,9	34,0	40,3
Rame (\$)	13.371,0	7,6	38,4	42,0
Alluminio (\$)	3.232,5	7,9	29,1	32,5
Zinco (\$)	3.492,0	12,0	22,7	19,8
Nickel (\$)	17.172,0	3,2	-0,9	-6,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: nuovi massimi storici a inizio giugno, non escludiamo uno storno delle quotazioni. Il rame, dopo aver segnato nuovi massimi a inizio giugno, ha stornato in scia alla prospettiva di una risoluzione definitiva della crisi in Medio Oriente, dopo l'accordo siglato fra Iran e Stati Uniti. Le minori tensioni geopolitiche migliorano le prospettive di crescita globale e riducono la pressione sulla domanda industriale. Il rame resta inoltre sostenuto dalla domanda cinese che non sembra dare segni di rallentamento, all'interno di un mercato che registra scorte in calo e su cui incombe il rischio di nuove e penalizzanti tariffe imposte dall'amministrazione Trump. Se lo sblocco di Hormuz ha ridotto i timori sull'offerta e sui costi energetici, l'attenzione degli operatori si è immediatamente spostata negli Stati Uniti. Il Dipartimento del Commercio americano ha infatti tempo sino al 30 giugno per aggiornare il regime tariffario da applicare alle importazioni di rame raffinato. Al momento, sono soggetti a dazi del 50% i prodotti in rame e rame concentrato o grezzo (ovvero contenuto in altri minerali). Il metallo raffinato invece è rimasto sinora esente da tariffe, ma originariamente era stata proposta una tassazione pari al 15%, da incrementare al 30% nel 2028. Il timore di questo possibile aggravio di dazi sta comunque alimentando una serie di distorsioni sul mercato fisico del rame. Di contro, la domanda di materiale per la transizione

energetica e le nuove tecnologie hanno sostenuto il mercato anche nel pieno delle tensioni nel Golfo Persico. Alla richiesta di materia prima si sono poi sommate le numerose interruzioni degli approvvigionamenti da alcune delle principali miniere, contribuendo a spingere i prezzi verso l'alto. Non escludiamo che l'incognita sul futuro regime tariffario statunitense possa spingere il rame a stornare ulteriormente.

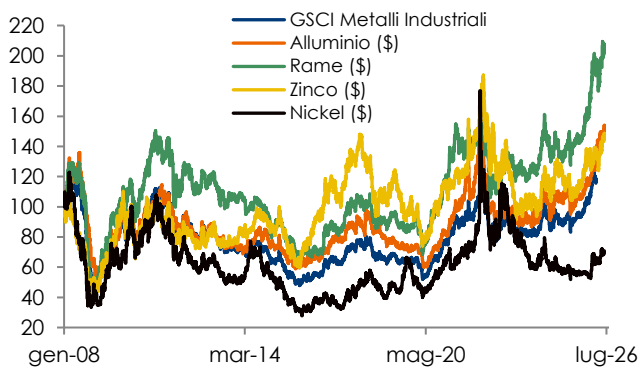
Alluminio: la tregua nel Golfo Persico ha favorito fisiologiche prese di beneficio, dopo i massimi storici segnati a inizio giugno. La crisi in Medio Oriente ha rincarato i costi dell'alluminio e inciso sul suo approvvigionamento, rischiando di mettere in crisi anche il comparto elettrico del settore Auto. I moderni veicoli elettrici o ibridi sono composti da alluminio per circa il 15% del loro peso, un'esigenza dettata dalla necessità di abbassare il peso dell'automobile e ridurre, di conseguenza, il consumo di carburanti ed energia elettrica. L'alluminio è utilizzato nei telai, in moltissime componenti della carrozzeria, in alcuni meccanismi del motore e nei cerchi delle ruote. Nonostante il Memorandum di Intesa che ha portato alla tregua nel Golfo Persico e l'auspicata ripresa del traffico navale via Hormuz, le difficoltà industriali correlate alle problematiche di consegna dell'alluminio sono destinate a protrarsi almeno fino al biennio 2027-28. Rincarato dei costi e carenza di offerta rischiano di incidere però in maniera differente da un'area economica all'altra. L'Europa è tra le aree del mondo più vulnerabili, assorbendo circa il 25% dell'alluminio proveniente dai paesi del Golfo Persico. L'Europa ha rinunciato in passato alla produzione primaria di alluminio, delocalizzandola in altri paesi per ragioni di convenienza economica, energetica e ambientali, vincolandosi però alle forniture in arrivo da quelle economie. Anche il Giappone è tra i più esposti, essendo il principale importatore mondiale di alluminio mediorientale, per circa il 30% dei propri consumi interni. Per l'alluminio stimiamo un rialzo di prezzo che lo porti a 3.445 dollari quest'anno, per poi stornare leggermente a 3.375 dollari nel prossimo.

Zinco: i prezzi sono scesi leggermente in scia alle minori tensioni dal Medio Oriente. I prezzi dello zinco consolidano su livelli alti, pur avendo frenato leggermente nell'ultima settimana a causa di due elementi: l'accordo in Medio Oriente e l'indebolimento della domanda in Cina. Gli investimenti cinesi nel mercato immobiliare sono diminuiti del 4,1% nei primi cinque mesi di quest'anno, un dato significativamente peggiore rispetto alle aspettative del mercato, che ha generato preoccupazioni sulla solidità dell'attività industriale e della domanda nel settore delle costruzioni in Cina, il più grande consumatore di metalli al mondo. Nonostante le crescenti preoccupazioni sulla domanda, il calo dello zinco è stato limitato dalla minore offerta disponibile sui mercati globali. Le molteplici interruzioni nelle consegne del minerale da parte di Perù, Cile e Kazakistan hanno finito per aggravare uno scenario già caratterizzato, secondo l'International Lead and Zinc Study Group, da un deficit di zinco raffinato che durerà per tutto il 2026. D'altro canto, permangono le aspettative di una maggiore produzione da parte di diversi operatori, visto il forte incremento dei prezzi degli ultimi mesi. Questa prospettiva sta però contribuendo a limitare il potenziale di rialzo dello zinco. Per questo prevediamo un movimento di consolidamento delle quotazioni nel breve e di ribasso verso fine anno e nel 2027.

Nickel: i dubbi sulla riduzione dell'offerta dall'Indonesia frenano la corsa rialzista del nickel. Frenata nei prezzi del nickel, dopo che l'accordo di pace tra Stati Uniti e Iran ha invertito la dinamica del metallo. Con il rapido affievolirsi del rischio geopolitico, la propensione al rischio del mercato si è ripresa in modo significativo ma non si è scaricata sul nickel, che resta invece gravato dalle solite tematiche di eccesso di offerta in arrivo dall'Indonesia. Il Paese asiatico ha introdotto una serie di misure restrittive, tra cui quote minerarie più basse, dazi all'esportazione più elevati e requisiti di localizzazione più rigorosi. Queste modifiche hanno interessato quasi tutti gli operatori stranieri, in particolare le aziende cinesi, che nel mese di maggio hanno formalmente protestato contro il Governo indonesiano affermando di essere gravate da normative rigide e da un'applicazione arbitraria della legge. Un insieme di vincoli che gli operatori cinesi non sembrano più intenzionati a subire passivamente vista l'ampia mole di investimenti effettuati nel

Paese. L'atteggiamento del Governo ha portato anche a un calo della fiducia degli investitori stranieri, che ha impattato sull'andamento della rupia indonesiana, sui titoli di stato e sul rating delle agenzie. Per paradosso, nel momento in cui il Governo sembra voler mantenere fede al suo proposito di ridurre l'anomala sovrapproduzione di nickel (e altri metalli), che ne ha sconvolto il mercato fisico, gli operatori stranieri del settore e i mercati finanziari sembrano reagire penalizzando il sistema indonesiano. Il naufragio dell'accordo fra Indonesia e Filippine, volto a creare una sorta di corridoio privilegiato (di prezzo e forniture) rivolto agli acquirenti stranieri della propria produzione mineraria di nickel, ha ulteriormente depresso il mercato. Le due nazioni detengono oltre il 70% delle riserve mondiali; una volta saltata l'intesa, le Filippine hanno accelerato le approvazioni per nuove concessioni minerarie e ampliato la capacità produttiva. Non disponendo di un'industria siderurgica nazionale matura, hanno dato priorità ai guadagni di breve termine derivanti dall'export del minerale. Con l'intensificarsi dell'alleanza tra Stati Uniti e Filippine, Manila non avrebbe infatti alcun vantaggio ad allineare le proprie politiche minerarie a quelle indonesiane, che dipendono fortemente dagli investimenti e dai capitali cinesi. Sul ribasso dei prezzi del nickel da noi pronosticato nel 4° trimestre pesano due elementi: la dimensione dei consumi futuri derivanti dalla rivoluzione tecnologica ed energetica e la sovraccapacità produttiva indonesiana e filippina.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.06.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.318,9	6,6	10,9	33,1	8,9
Rame (\$)	13.371,0	10,5	9,9	38,3	7,6
Alluminio (\$)	3.232,5	-0,9	9,2	25,3	7,9
Zinco (\$)	3.492,0	14,8	13,0	30,2	12,0
Nickel (\$)	17.172,0	1,3	8,8	15,1	3,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

0

Outlook ancora Neutrale, in attesa del ritorno alla normalità dei trasporti navali nello Stretto di Hormuz e in un contesto su cui pesa la prospettiva di un forte aumento della domanda.

Il comparto dei Metalli è rimasto vincolato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente, reagendo all'intesa fra Iran e Stati Uniti riducendo i guadagni da inizio anno. Un aspetto di breve che non offusca però la sensazione che i mercati fisici di molti metalli siano, in realtà, in una situazione di deficit di offerta maggiore di quanto percepito. Oltre alle temporanee mancate forniture in arrivo dal Golfo Persico, che probabilmente si sbloccheranno nel breve periodo, preoccupa la scarsità di investimenti degli ultimi anni per via del rallentamento economico ma anche degli alti tassi di interesse debitori. I problemi dal lato dell'offerta si scontrano anche con le crescenti previsioni di aumento della domanda per la transizione energetica e le nuove tecnologie, alimentando una dinamica rialzista di fondo. Le minori tensioni geopolitiche hanno infatti ridotto l'incertezza sul ciclo economico (e quindi sui consumi) e affievolito parzialmente i timori legati al rincaro dei costi energetici e i conseguenti riflessi sull'inflazione delle grandi aree economiche. Questo ha in parte sfumato la prospettiva di una nuova tornata di inasprimento delle condizioni creditizie (rialzo dei tassi di interesse passivi). Evitare un'ulteriore restrizione monetaria consentirebbe di sperare in un rilancio dei progetti esplorativi, minerari o siderurgici, che possano mitigare la carenza di offerta, favorendo un blando riequilibrio del mercato fisico in vista del previsto incremento della domanda nei prossimi trimestri e della conseguente pressione rialzista dei prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 23.06.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.371,0	12.935	12.627	12.425	12.831	12.500
Alluminio (\$)	3.232,5	3.555	3.420	3.450	3.444	3.350
Zinco (\$)	3.492,0	3.300	3.200	3.025	3.192	2.966
Nickel (\$)	17.172,0	17.750	17.600	17.500	17.500	17.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

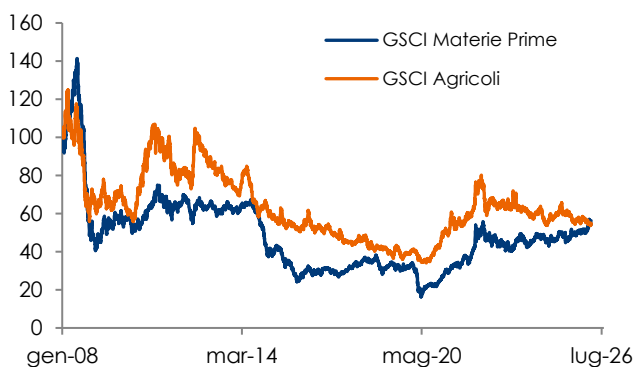
	Valore 23.06.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.371,0	13.500	13.000	12.750	13.205	13.000
Alluminio (\$)	3.232,5	3.555	3.450	3.300	3.445	3.375
Zinco (\$)	3.492,0	3.495	3.300	3.100	3.385	3.213
Nickel (\$)	17.172,0	17.500	16.600	15.750	17.500	16.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: calano le tensioni ma non la pressione rialzista

L'intesa in Medio Oriente ridurrà le tensioni su carburanti, fertilizzanti e altri prodotti chimici ma la pressione rialzista sui prezzi dei cereali potrebbe proseguire. Il netto calo delle tensioni nel Golfo Persico, dopo la sigla dell'intesa fra Stati Uniti e Iran, permetterà un graduale rientro dei costi dei fattori produttivi come carburanti, fertilizzanti e prodotti chimici utilizzati in agricoltura. Di conseguenza, anche le pressioni al rialzo sui prezzi delle merci agricole potrebbero allentarsi ma non cessare del tutto. Gli effetti del rincaro degli ultimi mesi incideranno ancora sulle scelte degli agricoltori, impattando sulle rese dei futuri raccolti, proprio a causa del ritardo temporale con cui si propagheranno. I fenomeni meteorologici rappresentano un altro elemento di rischio per le colture, minacciando la produzione e innalzando il prezzo finale alla vendita. I modelli climatici dei principali centri meteo concordano sulla probabile formazione, nel corso dell'anno, del fenomeno atmosferico de El Niño, che abitualmente porta a forti alterazioni delle temperature medie e sconvolge le normali statistiche sulla piovosità nelle principali regioni agricole del mondo. Non escludiamo che per queste zone l'offerta stagionale di cereali e prodotti coloniali possa deludere le attese, alimentando pressioni rialziste sui prezzi. In aggiunta, la domanda mondiale di derrate alimentari potrebbe sorprendere al rialzo: l'accordo raggiunto in maggio fra Stati Uniti e Cina prevede un aumento significativo dei volumi di importazioni di molti prodotti agricoli da parte del gigante asiatico, mentre la fine del conflitto in Medio Oriente smussa i timori di brusca frenata dell'economia mondiale, specie se le banche centrali decideranno di considerare il rialzo dell'inflazione un fenomeno temporaneo e non alzeranno ulteriormente i tassi di interesse. Se il ciclo globale resterà robusto e con condizioni di credito non eccessivamente ristrette, anche i consumi alimentari non dovrebbero subire contrazioni, spinti anche dalla forte crescita demografica nei Paesi emergenti.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.06.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4.932,3	25,9	31,9	92,5
GSCI Agricoli	463,5	-1,8	-7,5	3,5
Mais (\$ cent)	409,8	-6,9	-5,5	-37,3
Frumento (\$ cent.)	586,8	15,7	6,2	-9,9
Soia (\$ cent)	1.117,0	8,4	-5,0	-18,5
Cotone (\$ cent)	74,0	15,1	8,5	-14,5
Cacao	4.545,0	-25,1	-49,5	97,9
Zucchero	13,4	-10,6	-30,9	-20,7
Caffè (Arabica)	288,0	-17,4	27,1	88,0
Caffè (Robusta)	3.580,0	-12,9	-16,7	124,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

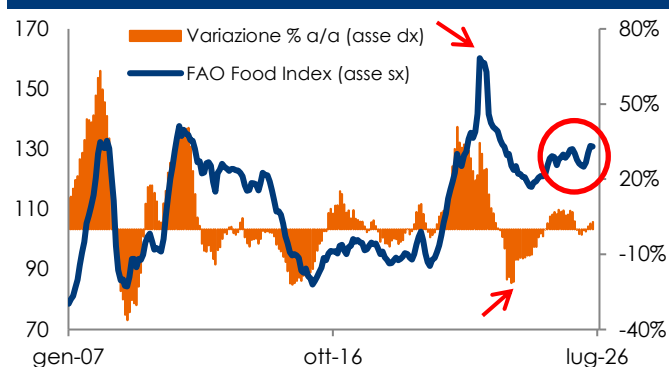
L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari cala a maggio, dopo i precedenti tre aumenti mensili. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso a maggio (-0,2% m/m e +2,9% a/a) dai suoi livelli di aprile, registrando una media di 130,8. Gli indici dei prezzi di cereali e zucchero sono cresciuti, compensando il calo di oli vegetali e latticini, mentre i prezzi della carne sono rimasti quasi invariati. L'indice dei prezzi dei cereali è salito del +2,6% rispetto ad aprile e di +4,9% rispetto ai livelli segnati lo scorso anno, beneficiando del rialzo di tutti i principali cereali. I prezzi del grano sono stati sostenuti dalle previsioni di raccolto inferiori alle attese dei paesi esportatori, tra cui gli Stati Uniti, che hanno registrato uno dei raccolti invernali peggiori degli ultimi decenni. Il rincaro dei cereali è stato determinato anche dal rialzo dei costi del carburante e dei fertilizzanti. Parallelamente, i prezzi mondiali del mais sono stati spinti da una maggior domanda da parte dei consumatori e da una minor disponibilità in Brasile e negli Stati Uniti. Anche in questo caso l'aumento del mais è stato accentuato dal rincaro dei prezzi dell'energia, col rialzo del petrolio che ha spinto la produzione di etanolo come carburante sostitutivo. In rialzo anche i prezzi internazionali del sorgo e dell'orzo, aumentati in seguito alla contrazione dell'offerta di grano e

mais (e conseguente rincaro), che ha fatto spostare i consumi verso questi cereali secondari, in sostituzione dei primi. Infine, l'indice dei prezzi del riso è salito del 2,7%, trainato dalle condizioni meteorologiche avverse, che hanno inciso sui raccolti, e dall'aumento del costo dei carburanti, che ha reso più care le esportazioni dai principali produttori asiatici. **L'indice degli oli vegetali** ha registrato una media di 185 punti a maggio, in diminuzione del 4,6% da aprile, segnando il primo ribasso del 2026. Il calo è principalmente dovuto alle riduzioni dei prezzi degli oli di palma e di soia, che hanno prevalso sugli aumenti degli oli di colza e di girasole. L'olio di palma registra il primo declino dopo 5 aumenti mensili consecutivi, riflettendo le previsioni di una minor domanda a livello globale e l'incertezza legata al mercato del greggio. I prezzi mondiali dell'olio di soia hanno invece mostrato un andamento contrastato: da una parte c'è stato l'aumento stagionale di esportazioni dal Sud America, che ha provocato un calo dei prezzi, mentre dall'altra parte la solida domanda di biocarburanti ne ha sostenuto il prezzo soprattutto negli Stati Uniti. I prezzi dell'olio di colza sono aumentati a causa del calo stagionale dell'offerta nell'Unione Europea, e anche quelli dell'olio di girasole sono saliti riflettendo il calo dell'offerta, soprattutto in Ucraina. **L'indice dei prezzi della carne** è cresciuto dello 0,1% rispetto ad aprile (in rialzo del 6,3% a/a). L'aumento, che riflette il rialzo dei prezzi della carne bovina e ovina, congiuntamente a una moderata crescita della carne avicola, è compensato dal calo delle quotazioni della carne suina. La varietà bovina ha registrato un ulteriore aumento delle quotazioni a maggio, sostenuta da una robusta domanda, in particolare dalla Cina, e dalla persistente scarsità di offerta domestica negli Stati Uniti. A tali pressioni al rialzo si aggiunge la ricostituzione delle mandrie in diversi paesi allevatori, che limita la disponibilità di carne esportabile. Le quotazioni della carne ovina hanno segnato un rialzo in Nuova Zelanda a causa di un'offerta limitata, parzialmente compensato però dal calo dei prezzi di esportazione in Australia, dove le previsioni di tempo secco hanno fatto aumentare le macellazioni, ampliando le scorte esportabili di carne. Per quanto concerne la varietà avicola, le quotazioni sono leggermente salite, mentre la carne suina ha visto diminuire i suoi prezzi, soprattutto nell'Unione Europea, a causa di una forte offerta e di una domanda debole. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito dello 0,5% a maggio, in ribasso del 22,4% a/a. Le quotazioni del burro sono scese in Europa e Oceania, a causa di una maggior disponibilità di latte e di un'intensificarsi della concorrenza tra i principali esportatori. I prezzi del formaggio sono diminuiti solo marginalmente. D'altro canto, i prezzi del latte scremato in polvere (SMP) sono cresciuti ulteriormente, soprattutto in Europa, spinti da una forte domanda dal Medio Oriente, dal Nord Africa e da alcuni parti dell'Asia. Diversamente, il latte intero in polvere (WMP) segna movimenti contrastati, con prezzi in moderato rialzo in Oceania e una robusta domanda dal Sud-Est asiatico e dal Medio Oriente, controbilanciati da minori quotazioni in Europa a causa di una domanda più contenuta dalla Cina, in un contesto di ampia offerta globale. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è in rialzo del 7,5% rispetto ad aprile, pur rimanendo sotto i livelli dell'anno precedente (-13,1% a/a). L'incremento registrato a maggio è stato determinato principalmente da previsioni di minore offerta nei mesi a venire. Le aspettative indicano una minore destinazione della canna da zucchero alla produzione di dolcificante a favore dell'etanolo in Brasile. A sostenere ulteriormente il rialzo sono i timori derivanti da El Niño, che potrebbe peggiorare le prospettive sulla produzione di zucchero in India e Thailandia nella stagione 2026/27.

La FAO ha alzato leggermente le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione in corso, introducendo anche le prime previsioni per la stagione 2026/27. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di giugno, la FAO ha rivisto leggermente al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025/26, attesa ora a 3.043 milioni di tonnellate da 3.039,8 milioni di maggio (+3,2 milioni di tonnellate). Un risultato dovuto alla crescita della produzione di tutti i principali cereali, in particolare del mais. Il consumo di cereali, nel 2025/26, crescerà attestandosi a 2.952 milioni di tonnellate dai 2.946,2 milioni previsti lo scorso mese, riflettendo l'aumento di utilizzo di cereali secondari, principalmente del mais e del riso. Le scorte globali di cereali sono riviste leggermente al ribasso a fine 2026 a 952,2 milioni di tonnellate (da 954,6 milioni in precedenza), +9,5% su base annua. Ciò è dovuto a maggiori quantità di grano, mais e riso. Infine,

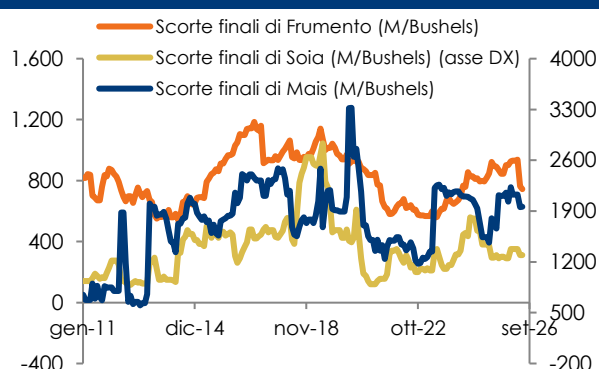
il commercio internazionale di cereali è previsto in rialzo a 508,6 milioni di tonnellate da 504,3 milioni stimati in precedenza, trainato da una forte crescita del commercio globale di grano e degli altri cereali secondari. D'altro canto, si stima una contrazione del commercio internazionale del riso, in ribasso rispetto ai livelli dell'anno precedente. **La FAO ha inoltre introdotto anche le prime previsioni per la stagione 2026/27.** La produzione mondiale di cereali è prevista a 2.982 milioni di tonnellate (da 3.043 milioni della stagione in atto, pari a -2% a/a) a causa di un calo della produzione di tutti i principali cereali, soprattutto del grano e in misura minore di mais e orzo. Il consumo globale di cereali è stimato crescere del +1%, a 2.969 milioni di tonnellate (da 2.952 mln della stagione in corso), assieme al mangime (+0,5%), per via di un maggior utilizzo di mais e orzo a scapito di grano e riso. Per quanto riguarda gli altri usi dei cereali, si prevede una lieve diminuzione dello 0,2%, dovuta, anche in questo caso, al calo dell'impiego di grano e orzo. È attesa una contrazione delle scorte mondiali di cereali a 949 milioni di tonnellate, causata principalmente dalla riduzione delle riserve di riso e sorgo, che compensa la ripresa di quelle di grano e orzo. Infine, per quanto riguarda il rapporto tra scorte e consumi a livello globale, ci si aspetta un valore del 31,7%, vicino ai livelli del 2025/26. Il commercio globale di cereali è stimato in calo nel 2026/27 a 507,2 milioni di tonnellate (da 508,6 mln dell'anno precedente) a causa della riduzione degli scambi di orzo e grano, che dovrebbero compensare la crescita del commercio internazionale di mais e riso, rispettivamente pari a +3,9% e +1,4%.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

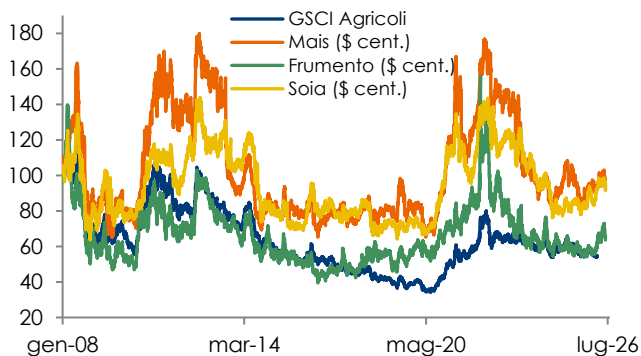


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2026)

WASDE: il report di giugno migliora le stime per la stagione 2025/26. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di maggio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2025/26 e 2026/27. Le stime globali per il **grano** nel 2025/2026 vedono una produzione mondiale in leggero aumento a 844,36 milioni di tonnellate da 843,84 milioni. La prima stima per la stagione 2026/27 è invece di 819,06 milioni di tonnellate. Il consumo globale è rivisto in leggerissimo rialzo a 823,94 milioni da 823,52 milioni precedenti per la stagione in corso, mentre la previsione per il 2026/27 è pari a 823,23 mln. Per il commercio globale si attesta una crescita di 3,02 milioni di tonnellate (a 226,70 milioni da 223,68 mln) nel 2025/26, mentre per la prossima stagione è stimato a 221,70 milioni di tonnellate. Le scorte finali per il 2025/26 sono previste in leggero aumento a 279,95 milioni di tonnellate da 279,21 milioni del mese scorso. La produzione globale di **mais** per la stagione 2025/26 è in aumento a 1.326,67 milioni di tonnellate da 1.312,68 milioni della stima precedente; per la stagione 2026/27 la prima stima è pari a 1.295,38 milioni di tonnellate. Il consumo mondiale è atteso in rialzo di +8,76 milioni, da 1.310,53 milioni di tonnellate a 1.319,29 milioni, nel 2025/26 per poi scendere nella prossima stagione a 1.314,79 milioni di tonnellate. Le importazioni mondiali sono state incrementate a 197,59 milioni di tonnellate da 195,86 milioni (in ulteriore aumento per il 2026/27, attese a 198,59 mln), così come le esportazioni che sono passate a 217 milioni di tonnellate da 213,61 mln nel 2025/26, per poi essere previste in calo nel 2026/27 a 206,91 milioni. Le scorte finali globali per il

2025/26 sono attese in aumento a 303,36 milioni di tonnellate da 296,85 mln previsti a maggio. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata a 1.622,29 milioni di tonnellate (da 1.606,82 milioni attesi a maggio) per poi scendere a 1.588,65 milioni nella prossima stagione (2026/27). Il consumo mondiale è atteso in deciso rialzo a 1.611,96 milioni di tonnellate dalla precedente stima di maggio (1.600,90 milioni), e in leggero ribasso a 1.608,31 milioni per la prima previsione relativa alla stagione a venire. Le scorte finali sono attese crescere a 334,69 milioni di tonnellate nella stagione in corso rispetto ai 228,84 mln del mese precedente. Per il mercato della **soia**, la stima della produzione mondiale per la stagione 2025/26 è incrementata a 429,20 milioni di tonnellate, dai 427,60 milioni precedenti, mentre la prima stima per la stagione 2026/27 è di 441,54 milioni. Le esportazioni sono attese a 186,75 milioni di tonnellate (con una variazione minima delle stime rispetto allo scorso mese: 186,57 milioni), mentre per la stagione 2026/27 si attende un incremento a 189,22 milioni di tonnellate. Sono state, allo stesso modo, riviste in leggero aumento le importazioni per la stagione 2025/26 di 0,24 milioni di tonnellate (a 185,01 milioni da 184,77), con un aumento ulteriore nella prima stima per la stagione 2026/27 (pari a 188,02 milioni di tonnellate).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.06.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	463,5	-5,5	-3,5	-4,9	-1,8
Mais (\$ cent.)	409,8	-11,4	-9,1	-1,6	-6,9
Frumento (\$ cent.)	586,8	-0,6	12,5	9,5	15,7
Soia (\$ cent.)	1.117,0	-3,3	5,1	6,7	8,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo da Neutrale: la tensione rialzista sui prezzi delle granaglie, e solo parzialmente sulle soft commodity, potrebbe proseguire.

L'intesa sul Memorandum fra Stati Uniti e Iran dovrebbe portare al rapido sblocco navale dello Stretto di Hormuz, la cui chiusura ha inciso fino ad ora sul prezzo e sulla disponibilità dei fertilizzanti, rincarando il gasolio per uso agricolo e amplificando le difficoltà di tutte le catene di approvvigionamento agricole. Pensiamo che la salita dei prezzi, apparsa finora più evidente sui cereali, possa continuare anche nei prossimi trimestri. Le tensioni su carburanti e prodotti chimici rischiano ancora di influenzare le semine autunnali, malgrado l'ottimismo sulla risoluzione definitiva della crisi: gli agricoltori potrebbero comunque preferire colture a più bassa lavorazione e scarso utilizzo di concimi e pesticidi, a scapito di altri prodotti. A questa situazione si sommano anche le pressioni rialziste originate dai nuovi accordi commerciali fra USA e Cina. Uno scenario che si è tradotto in una crescita dei prezzi per tutto il comparto dei cereali, ma in particolare soia e frumento, oggetto di tali accordi. Pressione anche sul mais, sempre in relazione al rincaro dei prodotti chimici, mentre potrebbe venir meno la richiesta di etanolo, per effetto del ribasso del petrolio degli ultimi giorni. L'aumento delle quotazioni degli ultimi mesi è stato sostenuto, quindi, dall'incremento degli acquisti cinesi e dal rincaro dei fattori produttivi (prodotti chimici), due elementi che non esauriranno il loro effetto rialzista nel breve termine, continuando a sostenere i prezzi dei cereali. Più variegati gli effetti sulle soft commodity, solo in parte coinvolte nella crisi del Golfo Persico. Cotone e cacao appaiono destinati a ridurre le proprie quotazioni; sulla fibra tessile pesa lo storno del petrolio che fa tornare convenienti le fibre sintetiche. Più sfumato l'effetto sullo zucchero; nonostante possa venir meno la domanda sostitutiva di etanolo (prodotto da canna da zucchero e barbabietole), pensiamo

che la scarsità del dolcificante possa favorire ancora un rialzo dei prezzi. Entrambe le varietà di caffè appaiono destinate a incrementare ulteriormente le loro quotazioni.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 23.06.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	409,8	466,7	470,0	484,8	455,0	462,9
Frumento (\$ cent.)	586,8	620,0	640,0	630,0	600,0	629,5
Soia (\$ cent.)	1.117,0	1.212,5	1.195,0	1.175,0	1.145,1	1.135,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 23.06.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	409,8	440	460	450	444	460
Frumento (\$ cent.)	586,8	600	620	610	595	610
Soia (\$ cent.)	1.117,0	1.155	1.150	1.150	1.145	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

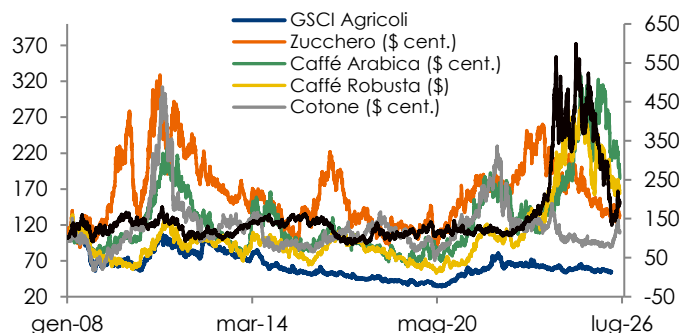
Soft commodity

L'aumento dei prezzi del petrolio e le difficoltà di approvvigionamento di fertilizzanti e altri prodotti chimici utilizzati in agricoltura continueranno a estendere i loro effetti anche dopo l'intesa raggiunta fra Stati Uniti e Iran per porre fine al conflitto nel Golfo Persico, impattando in maniera maggiore sul mercato dei cereali e meno su quello dei coloniali.

Cotone: il rincaro delle fibre sintetiche si riduce di pari passo con il calo dei prezzi del greggio, riassorbendo il vantaggio acquisito dalla fibra naturale. L'intesa USA-Iran rende meno incerto l'esito della crisi in Medio Oriente, mentre l'obiettivo primario resta lo sblocco della navigazione dello stretto di Hormuz e delle forniture di petrolio e gas naturale dal Golfo Persico, poiché i costi del petrolio sono uno dei principali fattori che determinano il prezzo del poliestere e hanno un impatto indiretto anche sulla determinazione della domanda e dei prezzi del cotone. Il forte calo delle quotazioni del greggio sta immediatamente riducendo i costi delle fibre sintetiche, azzerando il vantaggio competitivo del cotone naturale, gravato peraltro da un mercato fisico dove abbonda l'offerta. Per tali ragioni, il nostro scenario prevede un fisiologico calo del prezzo medio anche sotto i 70 centesimi.

Zucchero: il forte storno dei prezzi petroliferi ridurrà la domanda di etanolo, tornando a dirottare i raccolti di canna e barbabietola da zucchero verso la produzione di dolcificante. Anche lo zucchero rischia di vedere limitati i propri rialzi, visti i progressi nella risoluzione della crisi in Medio Oriente. Se da un lato si confermano le previsioni di abbondanti forniture globali da tutti i principali produttori, è probabile che gli agricoltori delle principali aree produttive tornino a dirottare i raccolti di canna e barbabietola da zucchero verso la produzione di dolcificante, a scapito della raffinazione di biocarburanti. Sul mercato fisico pesa tuttavia il divieto dell'India, il secondo produttore mondiale di zucchero, di esportare lo zucchero almeno fino alla fine di settembre, nel tentativo di proteggere le forniture locali di dolcificante. L'allarme suscitato da questa decisione potrebbe mantenere una certa pressione rialzista, sufficiente a confermare il marginale rialzo dei prezzi dello zucchero che ci attendiamo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.06.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	463,5	-5,5	-3,5	-4,9	-1,8
Cotone	74,0	10,1	15,5	15,6	15,1
Cacao	4.545,0	42,9	-23,7	-50,5	-25,1
Zucchero	13,4	-15,5	-12,2	-14,9	-10,6
Caffè (arabica)	288,0	-6,2	-17,0	-12,8	-17,4
Caffè (robusta)	3.580,0	-4,6	-9,8	-10,2	-12,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la prospettiva di raccolto record per il Brasile sostiene l'ipotesi di un mercato ben fornito.

Prezzi del caffè in discesa come conseguenza delle aspettative degli operatori, che restano convinti che l'offerta sarà abbondante questa stagione, come ribadito dall'International Coffee Organization (ICO). Ad alimentare le prospettive di ribasso è ancora l'aggiornamento di metà maggio diffuso dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB). L'ente brasiliano stima una produzione totale per la campagna 2026/27 (marzo-febbraio) in salita al record di 66,7 milioni di sacchi, con la produzione di Arabica rivista al rialzo di 1,67 milioni di sacchi a 45,8 milioni (+28% sul 2025/26 e +4% rispetto alle stime di gennaio). La produzione di Robusta è stata invece tagliata di circa 1,2 milioni di sacchi a 20,9 milioni, comunque in crescita dello 0,8% rispetto all'anno precedente. La superficie coltivata in Brasile è salita del 3,9% a 2,34 milioni di ettari, con rese in aumento a 34,4 sacchi per ettaro. La stessa CONAB ha però segnalato che le scorte restano basse e che la domanda continua a crescere, due elementi che hanno in parte mitigato il sentiment ribassista del mercato. Il clima resta la variabile che potrebbe mutare il quadro e incidere sui raccolti brasiliani. La formazione de El Niño, fra maggio e luglio, ha una probabilità di circa l'80% per i maggiori centri meteo. Il verificarsi del fenomeno potrebbe ritardare le piogge per la fioritura tra settembre e ottobre 2026 in alcune regioni brasiliane, anche se la vastità del Paese rende molto complesso stabilire l'impatto, l'intensità e le tempistiche su piantagioni distribuite in aree così diverse. Il quadro complessivo ricco di elementi in contrasto, che abitualmente sfocia in un rialzo di entrambe le varietà di caffè, ci porta a prevedere un comune profilo rialzista delle quotazioni.

Cacao: la Costa d'Avorio stima un incremento della produzione di cacao nella stagione 2025/26, alimentando il ribasso delle quotazioni.

L'aumento della produzione di fave di cacao della Costa d'Avorio, annunciato dal Coffee and Cocoa Council (CCC) negli scorsi giorni, prevede un raccolto stimato tra 2 e 2,1 milioni di tonnellate, nella stagione 2025/26. Se le stime saranno confermate, si tratterà del primo incremento della produzione degli ultimi tre anni, dopo due stagioni in cui le condizioni meteorologiche avverse hanno invece inciso sulla produttività delle colture, accentuando il calo dell'offerta. In aggiunta, l'invecchiamento delle piantagioni e la diffusione di malattie e parassiti, che hanno colpito gli alberi di cacao, hanno ridotto anche la qualità dei frutti, abbassando la resa del prodotto finale. La previsione supera nettamente il consenso degli analisti che indicava una produzione di circa 1,8 milioni di tonnellate per la stagione 2025/26. Un quadro che conferma la nostra previsione ribassista per le quotazioni del cacao.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	23.06.26	2026	2026	2027	2026	2027
Cotone (\$ cent.)	74,0	74,0	75,0	76,0	71,4	74,3
Cacao (\$)	4.545,0	3.829	4.000	4.753	3.900	4.150
Zucchero (\$ cent.)	13,4	15,4	15,8	16,3	15,7	17,1
Caffè (Arabic) (\$ cent.)	287,9	254,3	250,4	243,4	293,0	286,0
Caffè (Robusta) (\$)	3.580,0	3.550	3.650	3.950	3.700	3.850

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	23.06.26	2026	2026	2027	2026	2027
Cotone (\$ cent.)	74,0	71	69	67	70,0	66,0
Cacao (\$)	4.545,0	3.500	3.300	3.300	3.615	3.300
Zucchero (\$ cent.)	13,4	14,0	15,5	17,0	14,6	17,0
Caffè (Arabic) (\$ cent.)	287,9	280	325	360	300	365
Caffè (Robusta) (\$)	3.580,0	3.600	3.800	3.950	3.700	3.850

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A., senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A. di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg e FactSet. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A. e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A., all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile.

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

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 S.p.A., 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 e 2242 ove applicabile, 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>).

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

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.

Certificazione Analisti

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

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. 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 S.p.A.

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Chiara Mascia
Fulvia Rizzo

Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi