

Mensile Materie Prime
Commodity: si allargano le tensioni in Medio Oriente
Energia: outlook Neutrale di breve, nuovo stop delle forniture energetiche

Mutiamo il nostro outlook di breve da Positivo a Neutrale (ma confermando il Moderatamente Negativo nel lungo periodo); il rialzo dei prezzi a cui stiamo assistendo è legato alla nuova e diffusa escalation in Medio Oriente (Golfo Persico e Mar Rosso) dopo il fallimento dell'intesa fra Stati Uniti e Iran. È probabile che solo lo sblocco definitivo dei transiti navali potrà fermare il rialzo di petrolio e gas naturale che resteranno su livelli molto alti per tutto il 3° trimestre.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, si rimescolano gli elementi dello scenario

Confermiamo il consolidamento dei prezzi per oro e argento, almeno nel breve, continuando a scommettere su una maggior ripresa per platino e palladio, come conseguenza del loro utilizzo industriale che li slega dalle dinamiche finanziarie e di portafoglio di investimento. L'outlook dell'intero comparto resta però Neutrale, sempre a causa del maggior peso di oro e argento (attesi stabili) che determina l'andamento del settore.

Metalli industriali: outlook Neutrale, la crisi in Medio Oriente torna centrale

Il comparto è rimasto vincolato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente, scendendo dopo l'intesa fra Iran e Stati Uniti per poi invertire la rotta e tornare leggermente a salire in coincidenza dell'inasprirsi delle tensioni sia nel Golfo Persico che nel Mar Rosso. Un aspetto di breve che va a sommarsi alla sensazione che i mercati fisici di molti metalli siano molto più in deficit di offerta di quanto percepito, mantenendo sottotraccia una strutturale pressione rialzista.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale da Positivo, rallenta la pressione rialzista

L'aumento delle quotazioni degli ultimi mesi è stato sostenuto dall'incremento degli acquisti cinesi, dopo gli accordi con gli Stati Uniti, e dal rincaro dei fattori produttivi, due elementi che potrebbero però smussare i loro effetti nel breve termine, facendo consolidare i prezzi dei cereali. Più variegati gli effetti sulle soft commodity, solo in parte coinvolte nella crisi del Golfo Persico e più sensibili agli effetti negativi che potrà avere la formazione de El Niño sulle colture.

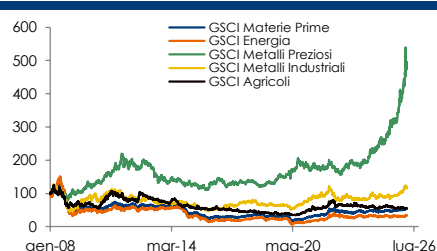
■ Soft Commodity:

- ☐ **Cotone:** il rialzo del greggio torna a spingere la fibra naturale a scapito di quella sintetica.
- ☐ **Zucchero:** l'aumento della domanda di etanolo riduce l'offerta di zucchero raffinato.
- ☐ **Caffè:** prevale l'incertezza, ma la prospettiva di raccolti abbondanti può limitare i rialzi.
- ☐ **Cacao:** le stime di abbondanti raccolti limitano la pressione rialzista sul cacao.

Performance degli indici commodity

	Valore 27.07.26	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.401,4	37,9	51,3	106,8
GSCI Energia	1.096,3	81,5	70,5	174,9
GSCI Met. Preziosi	4.561,1	-7,4	70,9	119,5
GSCI Met. Industriali	2.347,5	10,2	46,1	37,1
GSCI Prod. Agricoli	507,9	7,6	8,8	8,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg;
Dati al 27.07.2026

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

28 luglio 2026 - 14:48 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Mario Romani

Analista Finanziario

28 luglio 2026 - 14:53 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Lug.	Giu.
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. Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2026	2025
WTI	43,9	-19,9
Brent	45,2	-18,5
Gas naturale	-24,9	1,5
Gasolio	98,0	-10,4
Oro	-6,1	64,4
Argento	-17,2	141,4
Rame	10,5	41,7
Alluminio	5,7	17,4
Zinco	15,8	4,7
Nickel	3,4	8,6
Mais	2,6	-4,0
Frumento	30,2	-8,1
Soia	17,3	3,2
Cotone	23,4	-6,0
Caffè Arabica	-6,9	9,1

Fonte: Bloomberg; Dati al 27.07.2026

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.07.2026 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: torna a complicarsi il quadro sulle forniture dal Golfo Persico

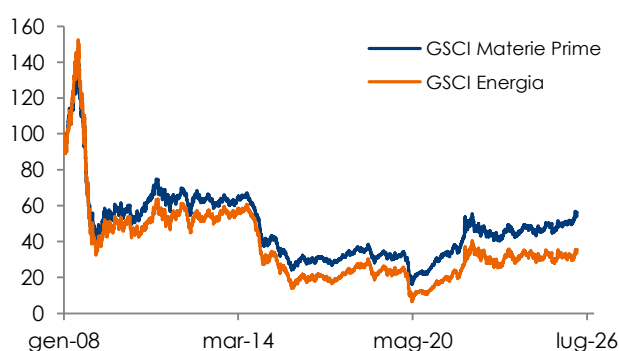
Si allarga la crisi in Medio Oriente e si aprono nuovi fronti di tensione mentre tornano ad interrompersi le forniture navali attraverso lo Stretto di Hormuz. Le ostilità nello Stretto di Hormuz sono di nuovo al centro dell'attenzione, ma il nostro scenario centrale incorporava già il rischio che il processo di normalizzazione dell'area subisse più di un rallentamento, compreso l'allargamento delle tensioni alle rotte marittime sul Mar Rosso. Un evento che aumenta i timori di un'impennata dell'inflazione fornendo maggiori argomenti agli esponenti delle banche centrali più preoccupati per il possibile surriscaldamento dei prezzi e l'allontanamento dai target fissati dai singoli istituti. Per tali ragioni, gli eventi recenti non ci inducono a revisioni del nostro quadro di cauta attesa mentre iniziano ad ampliarsi i rischi legati soprattutto all'aumento del prezzo del gas in Europa. A circa due settimane dal fallimento del Memorandum di Intesa (Memorandum of Understanding, MoU), gli Stati Uniti hanno ripreso con costanza i raid sull'Iran, mentre Teheran ha risposto annunciando attacchi contro installazioni militari statunitensi in Giordania e Kuwait. L'ampliamento del conflitto alle rotte del Mar Rosso, in particolare nello snodo nevralgico di Bab el-Mandeb, si aggiunge alle preoccupazioni dello Stretto di Hormuz rischiando di paralizzare i commerci e le forniture energetiche di tutta l'area mediorientale. Trump ha avvertito Iran e Houthi, dopo gli attacchi rivendicati dal gruppo yemenita contro due petroliere saudite nel Mar Rosso, che la rappresaglia americana sarà durissima. Diverse petroliere hanno già modificato la rotta per evitare di transitare dall'area per dirigersi nel Sud Est asiatico, preferendo risalire verso Suez e navigare nel Mediterraneo aggirando il problema. Questo ha ovviamente innalzato sia i premi assicurativi per la navigazione nel Mar Rosso che i costi di transito. Una situazione che ha immediatamente esercitato una fortissima pressione rialzista sulle materie prime energetiche, coi prezzi che sono tornati ad essere significativamente superiori rispetto alla media del trimestre corrente (88 dollari al barile per il Brent e 45 euro per megawattora per il TTF) associata al nostro scenario di base. Il nostro quadro previsionale, che appariva pienamente bilanciato dopo il raggiungimento dell'intesa fra Stati Uniti ed Iran, torna nuovamente a vacillare, esponendosi a rischi al rialzo sull'inflazione (e al ribasso sulla crescita) proprio a causa del nuovo rincaro dei costi energetici che, auspichiamo, possa essere solo temporaneo.

L'arrivo delle nuove tariffe imposte dagli Stati Uniti potrebbe avere effetti meno gravi di quanto atteso in precedenza. A partire da venerdì 24 luglio, gli Stati Uniti imporranno nuove tariffe sulle importazioni provenienti da 60 partner commerciali, come conseguenza della scadenza del precedente dazio globale e di natura temporanea (regolato dalla Sezione 122). Tra le merci interessate dalla tariffa prevista dalla Sezione 301, quella relativa a un ipotetico utilizzo del "lavoro forzato", figurano quelle provenienti da Cina, Unione Europea e Messico. Le esportazioni di alcuni paesi verso gli Stati Uniti saranno soggette a un'aliquota del 10%, mentre altre saranno colpite da un'aliquota del 12,5%. Per le importazioni provenienti da paesi con trattamento tariffario agevolato (MFN), come l'Unione Europea, il Giappone e la Corea del Sud, il dazio applicato sarà al netto delle imposizioni sancite nell'MFN. In sostanza, la combinazione del dazio previsto dalla Sezione 301 e del dazio MFN non dovrà superare il 10% o il 12,5%, a seconda del paese, a meno che la penalizzazione già prevista dall'accordo agevolato non superi già tale percentuale. Questo passaggio potrebbe rivelarsi fondamentale perché significherebbe che non si tratta di un altro dazio che va ad aggiungersi a quelli già esistenti ma sarebbe semplicemente una rimodulazione delle tariffe, per renderle compatibili con quanto prescrive la normativa della Sezione 301, riferita a quella tipologia di prodotti. Gli Stati Uniti esenteranno dalle nuove tariffe una serie di beni, tra cui numerosi prodotti agricoli e altre merci già soggette ai dazi previsti dalla Sezione 232, come l'acciaio e l'alluminio, oltre ad alcuni prodotti tessili provenienti dalla Malesia e al whisky dal Regno Unito.

L'OPEC+ aumenta l'offerta di altri 188.000 barili al giorno dal 1° agosto. L'OPEC+, nella videoconferenza del 6 luglio scorso, ha confermato di voler aumentare la produzione di petrolio dal 1° agosto di 188.000 barili al giorno, il medesimo incremento del mese scorso. L'aumento riguarderà solo i 7 paesi che effettuano i tagli volontari (Arabia Saudita, Iraq, Kuwait, Algeria,

Kazakistan, Russia e Oman). Dall'inizio della crisi nel Golfo Persico, i produttori avrebbero "teoricamente" (visto il blocco di Hormuz) aggiunto 940.000 barili al giorno, pari a quasi l'1% della domanda globale. Benché le esportazioni marittime di Arabia Saudita ed Emirati Arabi U. siano tornate quasi ai livelli pre-guerra nell'ultima settimana, la loro estrazione è ancora ben lontana dalla media abituale, dovendo prima smaltire il greggio accumulato. Inoltre, i mancati introiti hanno spinto l'Iraq a chiedere che l'OPEC alzi i target per il 2027, lasciando intendere che potrebbe seguire le orme degli Emirati e uscire dal Cartello. Il rialzo produttivo appena deciso dovrebbe essere il penultimo. L'ultima tranche di tagli volontari, secondo i piani iniziali, resterebbe in vigore fino a fine anno, ma la discussione interna in atto fra i produttori potrebbe sfociare in una conclusione anticipata del processo, già nella riunione del 2 agosto, quando si dovrà stabilire il livello produttivo per il mese di settembre.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

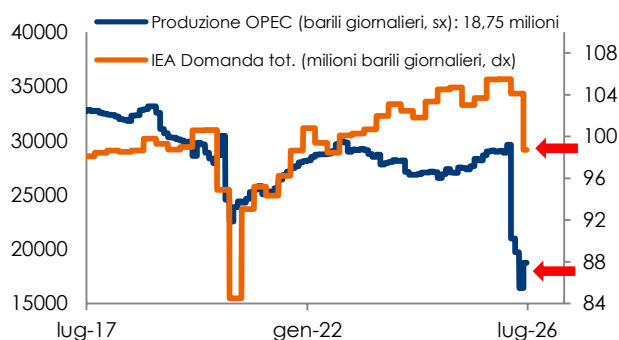
	Valore 27.07.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	5.401,4	37,9	51,3	106,8
GSCI Energia	1.096,3	81,5	70,5	174,9
WTI (\$)	82,6	43,9	7,1	14,1
Brent (\$)	88,4	45,2	8,9	18,2
Gas Naturale (\$)	2,8	-24,9	37,9	-31,6

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 luglio, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi a 105,2 mb/g nel 2025 (nessuna variazione attestata rispetto al mese di giugno) per poi raggiungere 105,9 mb/g nel 2026 (+0,7 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 (+2 mb/g a/a e in linea 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 giugno) e a 55,5 mb/g nel 2027 (+0,7 mb/g a/a, in lieve aumento di 0,1 mb/g rispetto al mese precedente: 55,4 mb/g). La domanda di greggio rivolta agli aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC) è stimata a 42,3 mb/g nel 2025, viene confermata allo stesso valore nel 2026 (in diminuzione di -0,2 mb/g da 42,5 mb/g previsti il mese prima) e infine a 43,6 mb/g nel 2027 (+1,3 mb/g a/a, in lieve incremento di +0,1 mb/g rispetto al mese precedente: 43,5 mb/g). Le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE nel 1° trimestre 2026 si sono attestate a 2.809 milioni complessivi (corrispondenti a 62 giorni di copertura), in deciso calo rispetto alla media annuale del 2025 di 2.840 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 luglio, stima che il mercato globale potrebbe registrare un deficit di 0,9 milioni di barili al giorno nel 2026, ma potrebbe poi tornare a un surplus senza precedenti di 4,6 milioni di barili al giorno nel 2027. Tuttavia, le prospettive future dipenderanno dagli sviluppi in Medio Oriente e le recenti escalation suggeriscono che probabilmente la ripresa non sarà agevole. L'IEA ha rivisto al rialzo la domanda globale di petrolio per il 2026 di 200.000 barili, a 103,5 mb/g rispetto ai 103,3 mb/g del mese scorso e di altri 200.000 barili la domanda del 2027 a 105,5 mb/g rispetto ai 105,3 mb/g della prima stima pubblicata lo scorso mese. L'offerta dei paesi non-OPEC dovrebbe attestarsi a 77,0 mb/g nel 2026 (dato rivisto al rialzo rispetto ai 76,9 mb/g del mese scorso) e a 79,1 mb/g nel 2027, un nuovo record (dato rivisto al ribasso rispetto ai 79,3 mb/g della prima stima pubblicata il mese scorso). Infine, si stima che la "call on OPEC crude", ovvero la

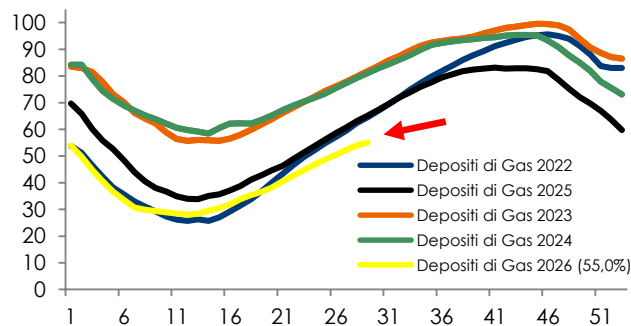
quantità di greggio richiesta per mantenere i mercati in equilibrio, sarà pari a 22,5 mb/g nel 2026 (dato rivisto al rialzo rispetto ai 22,3 mb/g del mese scorso) e a 21,5 mb/g nel 2027 (in rialzo rispetto ai 20,9 mb/g della prima stima pubblicata a giugno). Le riserve commerciali stimate globalmente dall'IEA indicano un'autonomia equivalente a circa 90 giorni di consumi petroliferi medi. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di luglio, l'Energy Information Administration (EIA) statunitense ha stimato che il consumo globale di petrolio si attesti a 104,0 mb/g nel 2025 (quasi invariato rispetto al mese precedente: 103,95), a 102,78 mb/g nel 2026 (-1,2 mb/g a/a, in lieve calo da 102,86 mb/g a giugno) e a 104,81 mb/g nel 2027 (+2,03 mb/g a/a, -0,51 mb/g da 105,32 mb/g stimati a giugno). Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC (che per il terzo mese consecutivo incorpora la quota produttiva degli Emirati Arabi Uniti, fuoriusciti dall'OPEC) raggiunga i 76,8 mb/g nel 2025 (invariato rispetto al mese scorso), rimanga a 76,8 mb/g nel 2026 (invariato rispetto all'anno precedente, +0,9 mb/g m/m) e salga a 79,9 mb/g nel 2027 (+3,1 mb/g a/a e -0,1 mb/g da 80 di giugno). L'offerta di greggio OPEC (rettificata togliendo la produzione degli Emirati) è stata rivista a 29,3 mb/g nel 2025 (invariata da 29,25 mb/g di giugno) e a 25,1 mb/g nel 2026 (in calo di -4,2 mb/g a/a e in rialzo da 23,1 mb/g stimati a giugno), prevista poi crescere nuovamente a 29,9 mb/g nel 2027 (+4,8 mb/g a/a, in aumento da 29,3 mb/g previsti nel mese di giugno). L'EIA prevede ora che, dopo un surplus di 3,4 milioni di barili al giorno nel 2025 (rimasto invariato rispetto alle stime di giugno), il mercato registri una contrazione, raggiungendo 0,4 milioni di barili nel 2026, a causa del blocco di Hormuz, per poi tornare a un surplus di 2,2 milioni di barili al giorno nel 2027 (rivisto al ribasso rispetto al surplus di 2,8 mb/g previsto nel mese di precedente).

Produzione petrolifera OPEC e domanda mondiale IEA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA, dati al 26.07.2026

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



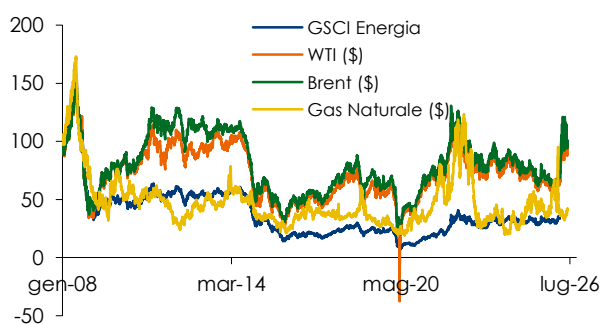
Nota: dati settimanali al 26.07.2026; sull'asse x il numero delle settimane dell'anno. Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il TTF (il gas europeo) accelera a causa dell'estensione della crisi in Medio Oriente, a cui si somma il ritmo più lento di ripristino delle scorte degli ultimi 4 anni.

Il prezzo del gas naturale europeo, quotato alla borsa europea di Amsterdam (TTF), ha toccato i 65 euro al megawattora negli scorsi giorni: è il prezzo più alto da quando è cominciata la guerra in Medio Oriente e ha superato persino le quotazioni delle prime settimane, quando la chiusura dello Stretto di Hormuz aveva prospettato gravi e improvvise interruzioni nelle forniture. Da Hormuz passa un quinto di tutto il gas naturale commerciato al mondo, una piccola parte finisce in Europa proveniente dal Qatar, che rappresenta meno del 5% delle forniture continentali. Alle tensioni nel Golfo Persico si aggiunge il processo di riaccumulo delle riserve continentali più lento degli ultimi 4 anni (54%). Solo nel 2021 i depositi risultarono marginalmente più vuoti, con un riempimento pari al 52,5% nel medesimo periodo dell'anno. 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 77% e l'82% della capacità, una percentuale che rischia di coincidere pericolosamente con il minimo del 77% registrato nel 2021. Una situazione che espone l'intero sistema energetico europeo alle speculazioni di mercato, vista la forte concorrenza esercitata dalla domanda di gas liquefatto in arrivo dall'Asia. Le temperature a Oriente sono state particolarmente alte e questo ha spinto i

consumi di metano per la generazione di elettricità utilizzata per il raffrescamento degli ambienti, andando ad aggravare una situazione di mercato già tesa. In aggiunta, la procedura di totale esclusione delle forniture di gas liquefatto dalla Russia, sancita dalla Commissione Europea, andrà a regime a partire dal prossimo anno. Una prospettiva che stride con l'incremento, nei primi 6 mesi del 2026, proprio degli acquisti del prodotto russo: +18% rispetto al medesimo semestre del 2025. Mosca, in questa prima parte dell'anno, ha raggiunto una quota pari a circa il 17% del totale degli approvvigionamenti europei, contro poco meno del 14% dell'intero 2025. Il mercato, speculando su questi numeri, probabilmente si chiede come sarà possibile, il prossimo anno, centrare l'obiettivo del 90% dei depositi entro ottobre senza gli acquisti dalla Russia, se già quest'anno risulta estremamente difficile pur con le consegne di metano liquefatto da Mosca salite ai massimi degli ultimi 5 anni. Stimiamo che il TTF potrebbe quindi mantenersi vicino a una media di 53 euro nel 3° trimestre per poi stabilizzarsi a 45-50 euro a cavallo di fine anno.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.06.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	1.096,3	-5,1	25,3	41,1	81,5
WTI (\$)	82,6	-17,3	30,7	23,8	43,9
Brent (\$)	88,4	-20,6	29,2	26,2	45,2
Gas Naturale (\$)	2,8	8,1	-62,9	-7,4	-24,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Negativo nel lungo termine: la risoluzione definitiva della crisi in Medio Oriente resta l'unica soluzione possibile per normalizzare il mercato energetico globale. Mutiamo il nostro outlook di breve da Positivo a Neutrale (ma confermando il Moderatamente Negativo nel lungo periodo); il rialzo dei prezzi a cui stiamo assistendo è legato alla nuova e diffusa escalation in Medio Oriente (Golfo Persico e Mar Rosso) dopo il fallimento dell'intesa fra Stati Uniti e Iran. È probabile che solo lo sblocco definitivo dei transiti navali potrà fermare la speculazione rialzista su petrolio e gas naturale che prevediamo resteranno su livelli molto alti per tutto il 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 stanno solo parzialmente mitigando il movimento rialzista, mentre si accentuano la scarsità di alcuni carburanti e il calo delle scorte strategiche e commerciali a livello mondiale. Il nostro scenario di base continua a ruotare intorno all'ipotesi che i negoziati riprenderanno e avranno un esito positivo e che la libera navigazione attraverso le acque sia del Golfo Persico che del Mar Rosso sarà ripristinata. Per il gas naturale, il rientro dagli eccessi delle ultime settimane 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 nel pieno del periodo estivo, che registra nuovi picchi di richiesta di elettricità per gli impianti di raffrescamento degli ambienti.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	82,6	75,0	71,0	68,0	77,5	67,0
Brent (\$)	88,4	80,0	80,0	80,0	82,6	70,5
Gas Naturale (\$)	2,8	3,5	4,0	4,1	3,7	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	82,6	84,0	74,0	66,0	01,1	62,8
Brent (\$)	88,4	88,0	78,0	70,0	85,5	66,8
Gas Naturale (\$)	2,8	3,2	4,0	4,1	3,4	4,0
TTF (€/MWh)	56,5	53,0	45,0	48,0	46,7	32,3

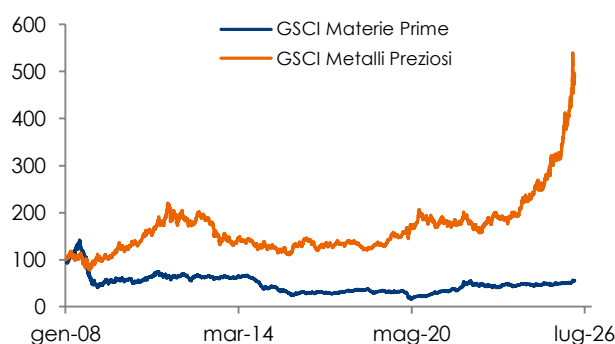
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: il ritorno delle tensioni rimescola il quadro

Il ritorno delle tensioni in Medio Oriente ha nuovamente alterato gli elementi che compongono lo scenario sui Preziosi. La ripresa delle ostilità in Medio Oriente ha spinto i prezzi di petrolio e gas naturale ai massimi da diverse settimane, riaccendendo i timori per l'inflazione. Una situazione che sta incidendo sulle aspettative di mercato e potrebbe indurre le banche centrali ad alzare i tassi di interesse, col risultato di incrementare i rendimenti delle obbligazioni. Una prospettiva che potrebbe nuovamente spingere gli investitori a preferire i titoli obbligazionari rispetto al metallo aureo. In sintesi, è questo il nocciolo dello scenario sui Preziosi in questa fase di rinnovata incertezza. Dopo i massimi di gennaio e il successivo ribasso, il comparto si è mosso lateralmente negli ultimi due mesi, restando su livelli alti ma al di sotto dei record. L'intesa siglata fra Stati Uniti e Iran aveva modificato lo scenario nel Golfo Persico, sostenendo le aspettative di un rapido ritorno alla normalità del traffico navale via Hormuz, un auspicio disatteso dal ritorno delle tensioni. La nuova crisi è tornata ad alimentare l'avversione al rischio degli investitori, che non hanno premiato i Preziosi preferendo, ancora una volta, il dollaro statunitense e il franco svizzero. I prezzi di gas e petrolio hanno immediatamente invertito la rotta tornando a salire e questo rischia di mutare l'approccio prudente, tenuto fino ad ora, dalle banche centrali. Un inasprimento delle condizioni monetarie per fronteggiare l'inflazione rischierebbe però di gravare sulla già debole crescita. Perché i Preziosi recuperino è necessario che si riduca l'inclinazione futura delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi sviluppati, limitando la remunerazione per i sottoscrittori e favorendo un ritorno di interesse verso il comparto.

Il ruolo dell'oro come riserva di valore e scudo contro la volatilità, le strategie delle banche centrali. La percezione positiva che le banche centrali e gli investitori hanno dell'oro rimane forte e origina dalla costante ricerca di protezione vista l'imprevedibilità degli scenari macroeconomici e geopolitici. Una condizione che resterà presente sul mercato e che tenderà ad aumentare, sostenendo le quotazioni probabilmente in maniera minore nel breve periodo e maggiore nel medio-lungo termine. Le banche centrali, nel 1° trimestre 2026, hanno acquistato 244 tonnellate di oro fisico, il trimestre più forte mai registrato, mentre nell'intero 2025 il dato ammonta a 863 tonnellate. La Banca Popolare Cinese (PBoC) ha esteso per il 20° mese consecutivo la sua serie di acquisti: solo a giugno sono state acquisite 15 tonnellate d'oro (dopo le 10 tonnellate di maggio), portando le riserve ufficiali a circa 2.347 tonnellate. L'oro rappresenta attualmente l'8,9% delle riserve valutarie di Pechino, una percentuale ancora significativamente inferiore però a quella di molte economie sviluppate, lasciando presupporre la possibilità di un'ulteriore crescita. In aggiunta, dal 24 luglio, il Governo cinese ha inibito ai conti individuali dei singoli cittadini di accedere ai servizi di trading su oro cartaceo e contratti derivati sui metalli preziosi, dando un mese di tempo per chiudere le posizioni esistenti. La decisione, volta a proteggere i cittadini dalla volatilità degli ultimi mesi, avrà anche l'effetto di limitare il numero e lo scambio irrazionale (a detta del Governo) di diritti cartacei sull'oro, che finirebbero per svalutare il reale valore dell'oro "fisico", quello concretamente detenuto proprio dalla PBoC.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

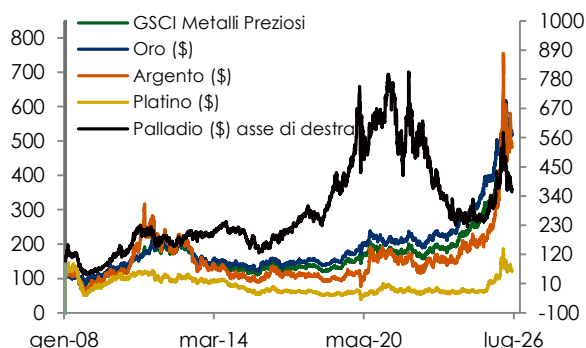
	Valore 27.07.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.401,4	37,9	51,3	106,8
GSCI Met. preziosi	4.561,1	-7,4	70,9	119,5
Oro (\$)	4.082,4	-6,1	71,0	126,5
Argento (\$)	58,7	-17,2	110,1	135,8
Platino (\$)	1.629,7	-20,2	73,3	53,8
Palladio (\$)	1.294,5	-19,7	43,0	-50,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Continua il consolidamento dei prezzi su livelli alti mentre resta limitata la prospettiva di nuovi rialzi.

Il movimento ribassista di **oro e argento** ha rallentato, nonostante le forti tensioni emerse nelle ultime settimane in Medio Oriente e successive alla sigla del Memorandum di intesa fra Iran e Stati Uniti, ormai decisamente superato. La ripresa dei flussi di forniture energetiche dal Golfo Persico è tornata ad essere molto incerta, rianimando i timori di inflazione e mutando, in senso leggermente più restrittivo, le attese di rialzo dei tassi delle principali banche centrali, almeno in questa fase. Una prospettiva che rischia di alimentare la dinamica rialzista del rendimento delle obbligazioni (una asset class caratterizzata da remunerazione certa e a basso rischio) mitigando il ritorno di interesse degli investitori per oro e argento, lasciandone inalterato il costo/opportunità di detenerli, malgrado non producano un rendimento periodico. Le nostre previsioni vedono un possibile consolidamento dei prezzi del metallo aureo a 4.200/4.400 dollari l'oncia, a cavallo fra 2026 e 2027, con la dinamica di progressivo rialzo spostata più nel lungo termine. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto continuano ad essere gli elementi che deprimono **platino e palladio**, che hanno accentuato i ribassi allontanandosi sempre di più dai record di inizio anno con un movimento del tutto simile tra di loro. Il platino continua a subire maggiormente gli effetti delle dinamiche puramente finanziarie, risultando più volatile, mentre il palladio è più ancorato agli utilizzi industriali, accusando, di nuovo, il rincaro dei costi energetici. Solo la fine delle tensioni geopolitiche e la normalizzazione dei costi energetici, che scongiuri una nuova tornata di rialzo dei tassi monetari, unite alla tenuta del ciclo economico globale, potranno sostenere la prospettiva di un maggior recupero nel medio termine.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.07.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.561,1	-12,4	-27,1	24,5	-7,4
Oro (\$)	4.082,4	-11,1	-22,9	23,3	-6,1
Argento (\$)	58,7	-19,9	-48,6	53,8	-17,2
Platino (\$)	1.629,7	-16,6	-38,2	17,3	-20,2
Palladio (\$)	1.294,5	-11,8	-36,2	4,3	-19,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento per oro e argento e marginale rialzo su platino e palladio.

Aumenta l'incertezza per i Metalli Preziosi; alle forti tensioni nel Golfo Persico si sono sommate le minacce ai trasporti nel Mar Rosso (Houthi), espandendo i rischi per le forniture di combustibili a livello mondiale. Una situazione che ha riportato i prezzi di petrolio e gas naturale sotto pressione, ravvivando i timori per l'inflazione e mutando le aspettative di mercato circa le prossime mosse delle banche centrali, di nuovo pronte ad alzare i tassi di interesse. Il risultato è stato l'incremento dei rendimenti delle obbligazioni, tornate ad essere preferite al metallo aureo nelle scelte di portafoglio degli investitori. È intorno a questa dinamica che ruota lo scenario sui Preziosi, in questa fase di volatilità e preoccupazione a livello globale. Per queste ragioni, confermiamo il consolidamento dei prezzi per oro e argento, almeno nel breve, continuando a scommettere su una maggior ripresa per platino e palladio, come conseguenza del loro utilizzo industriale che li slega dalle dinamiche finanziarie e di portafoglio di investimento. L'Outlook dell'intero comparto resta però Neutrale, sempre a causa del maggior peso di oro e argento (attesi stabili), superiore a quello di platino e palladio (visti in possibile recupero), che determinano l'andamento del settore.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.082,4	4.450,0	4.488,3	4.700,0	4.554,0	4.813,0
Argento (\$)	58,7	71,3	71,3	69,5	72,5	68,5
Platino (\$)	1.629,7	1.900,0	1.900,0	1.867,0	1.946,0	1.937,6
Palladio (\$)	1.294,5	1.425,0	1.440,0	1.445,0	1.481,5	1.363,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.082,4	4.200	4.000	4.000	4.400	4.200
Argento (\$)	58,7	60,0	57,0	50,0	68,5	50,0
Platino (\$)	1.629,7	1.650	1.750	1.900	1.880	1.956
Palladio (\$)	1.294,5	1.275	1.370	1.475	1.440	1.431

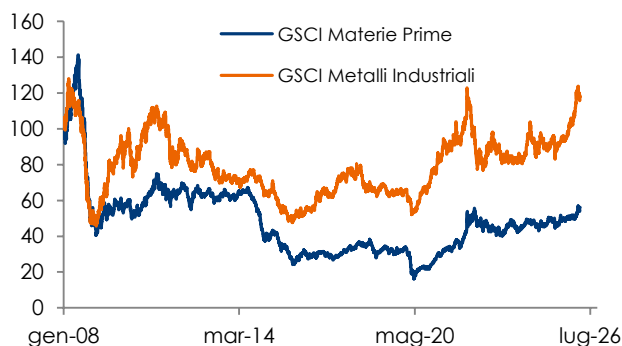
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: la crisi in Medio Oriente torna al centro del quadro

Il blocco dello Stretto di Hormuz torna ad essere l'elemento centrale dello scenario sui Metalli Industriali, minando le prospettive del ciclo economico globale. Il comparto dei Metalli industriali

resta sotto pressione a causa delle rinnovate ostilità tra Stati Uniti e Iran che hanno riaperto le preoccupazioni sulla crescita economica globale, riducendo le prospettive per le materie prime più cicliche, come appunto i metalli. Lo stato della navigazione attraverso lo Stretto di Hormuz rimane incerto, amplificando i timori di un aumento ulteriore dei costi energetici e di una prolungata interruzione delle forniture dal Golfo Persico, a cui si sommano le tensioni nel Mar Rosso portate dai ribelli Houthi. Un quadro altamente incerto che rischia di surriscaldare nuovamente l'inflazione, spingendo le banche centrali ad alzare i tassi di interesse, nonostante i recenti dati sulle dinamiche dei prezzi (successive alla firma del Memorandum di intesa) avessero parzialmente rassicurato sia la Fed che la BCE sui rincari dei beni. L'aumento dei costi di finanziamento per le aziende manifatturiere in genere frena la domanda di metalli industriali oltre a impedire nuovi investimenti minerari e siderurgici che necessitano di ingenti quantità di capitali a prestito. Sul fronte manifatturiero, i prezzi del gas naturale e dell'energia elettrica restano in costante fibrillazione, incidendo sui margini delle fonderie e accrescendo ulteriormente il livello di incertezza sullo scenario.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.07.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.401,4	37,9	51,3	106,8
GSCI Industriali	2.347,5	10,2	46,1	37,1
Rame (\$)	13.732,5	10,5	50,7	41,8
Alluminio (\$)	3.167,5	5,7	38,4	24,9
Zinco (\$)	3.611,5	15,8	35,3	21,2
Nickel (\$)	17.213,0	3,4	9,0	-11,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: permangono i dubbi sulla forza del ciclo cinese, il principale utilizzatore al mondo di metalli.

Torna a crescere la preoccupazione per l'economia cinese. In Cina, nel 2° trimestre, il PIL è cresciuto del 4,3% a/a, rallentando rispetto a +5% del periodo precedente. Il dato s'è attestato al di sotto del consenso (+4,5%) e sui minimi da oltre 3 anni (escludendo il periodo del Covid-19), sottolineando le crescenti difficoltà del Governo, che non riesce a rilanciare il ciclo e resta alle prese con una lunga crisi del settore immobiliare, che pesa sulla fiducia dei consumatori. Anche le tensioni in aumento con i partner commerciali, nonostante un forte incremento delle esportazioni (come certificato dai dati del 1° semestre della bilancia commerciale), hanno contribuito a guastare il clima interno dando l'impressione di un sistema comunque in difficoltà, che risulta fondamentale per il comparto dei Metalli, essendone il principale consumatore. Anche i dati mensili di giugno hanno mostrato un'economia in frenata, con le vendite al dettaglio in aumento di +1% a/a e gli investimenti calati di -5,7% a/a nel 1° semestre, con l'unico segnale positivo fornito dalla produzione industriale (+5,3% a/a). L'economia cinese è quindi alle prese con un crescente squilibrio: mentre la produzione industriale e le esportazioni, legate agli investimenti nell'Intelligenza Artificiale, continuano a trainare la crescita, i consumi e gli investimenti privati seguitano a indebolirsi, anche a causa della volatilità dei prezzi dell'energia. Il Politburo del partito comunista, che si riunirà il 30 luglio (data non ufficiale nel momento in cui scriviamo), cercherà probabilmente di incidere su queste dinamiche rafforzando la politica fiscale espansiva spingendo sugli investimenti infrastrutturali, tentando di centrare il target di crescita fissato nell'intervallo 4,5-5,0% previsto per quest'anno. Questa sessione trimestrale è una delle tre riunioni economiche cruciali (insieme a quelle di aprile e dicembre) in cui il Politburo

analizza le condizioni economiche attuali e annuncia gli adeguamenti di politica macroeconomica.

Rame: storno dai massimi storici di giugno, che conferma la nostra prospettiva di rallentamento.

Il rame, dopo aver segnato nuovi massimi a inizio giugno, ha proseguito il suo movimento di ribasso interrotto solo col ritorno delle tensioni in Medio Oriente nella prima settimana di luglio, che di fatto hanno invalidato l'accordo siglato fra Iran e Stati Uniti. L'andamento del rame continua quindi ad essere determinato dall'interazione tra fattori macroeconomici, tensioni geopolitiche e dinamiche di domanda e offerta. La nuova escalation nel Golfo Persico ha contribuito all'aumento dei prezzi dell'energia e al peggioramento del sentiment industriale, mentre il rafforzamento del dollaro statunitense e l'ipotesi di una politica monetaria più restrittiva da parte della Fed rappresentano un elemento di pressione non solo per il rame ma per tutti gli investimenti del comparto dei metalli. I tagli alle previsioni di produzione mineraria e il continuo accumulo di scorte negli Stati Uniti hanno reso decisamente più ingessato il mercato fisico del rame. Le nostre previsioni di blando ribasso riflettono il difficile equilibrio tra le pressioni di breve derivanti dall'incertezza che origina dalla politica monetaria e dall'andamento del dollaro, e il sostegno fornito dalle condizioni di offerta sempre più limitate in vista dell'aumento dei consumi dovuti agli investimenti nelle nuove tecnologie e nelle reti energetiche.

Alluminio: dopo i ribassi di fine giugno dovuti alla tregua nel Golfo Persico, prosegue il movimento laterale.

La crisi in Medio Oriente torna a riaffacciarsi e a influenzare il comparto dell'alluminio. Tariffe, politiche protezionistiche regionali e rincaro dei costi energetici hanno distorto in maniera sostanziale il mercato fisico generando il paradosso per cui il prezzo pagato da una fonderia statunitense per approvvigionarsi del metallo si discosti nettamente da quello pagato da una fonderia in Asia o in Europa, per lo stesso volume della fornitura. Il fallimento del Memorandum di Intesa, che ha portato alla brevissima tregua nel Golfo Persico e alla temporanea ripresa del traffico navale via Hormuz, riporta al centro dello scenario le difficoltà industriali correlate alle problematiche di consegna dell'alluminio, destinate a protrarsi almeno fino al biennio 2027-28. A causa delle distorsioni descritte sul mercato fisico, il rincaro dei costi e la carenza di offerta incideranno però in maniera differente fra le diverse aree economiche. L'Europa è tra i sistemi più vulnerabili, assorbendo circa il 25% dell'alluminio proveniente dai paesi del Golfo Persico, avendo rinunciato alla propria produzione primaria di alluminio, delocalizzandola in altri paesi per ragioni di convenienza economica, energetica e a causa dei rigidi vincoli di sicurezza ambientale, per altro recentemente ammorbiditi. Una scelta che ha finito per vincolarla alle forniture in arrivo da quelle economie. Discorso simile per il Giappone che è tutt'ora il principale importatore mondiale di alluminio mediorientale (circa il 30% dei propri consumi). A rendere il quadro meno negativo l'esclusione dell'alluminio dalla revisione delle tariffe effettuata dall'amministrazione Trump negli scorsi giorni e che conferma le penalizzazioni sulle importazioni da altri paesi al livello precedentemente stabilito. Per l'alluminio stimiamo un rialzo di prezzo che lo porti a 3.450 dollari alla fine di quest'anno, per poi stornare leggermente a 3.375 dollari nel prossimo.

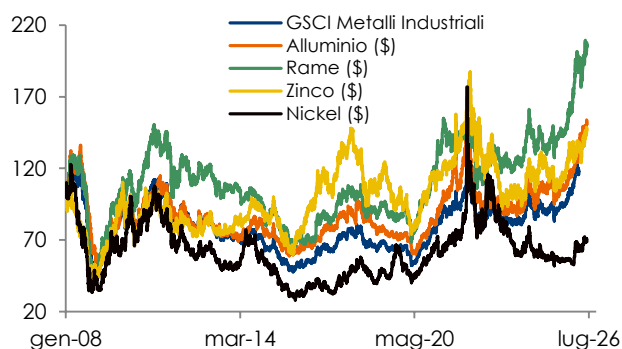
Zinco: i prezzi consolidano su livelli alti complice il ritorno delle tensioni dal Medio Oriente.

I prezzi dello zinco consolidano su livelli alti coerentemente col fallimento dell'accordo fra USA e Iran e il ritorno delle tensioni in Medio Oriente, aggravate dal nuovo fronte rappresentato dai ribelli Houthis (Yemen). L'indebolimento della domanda in Cina resta invece il maggior elemento di preoccupazione, dopo i deboli dati sulla crescita del 2° trimestre aggravati proprio dal prosieguo della crisi degli investimenti nel mercato immobiliare, ancora una volta in diminuzione. Nei primi sei mesi del 2026, gli investimenti immobiliari sono diminuiti del 18% su base annua. Tuttavia, una produzione industriale più robusta, scorte di magazzino inferiori e possibili interruzioni dell'offerta continuano a sostenere la domanda di zinco proveniente dal gigante asiatico. A limitare il rialzo delle quotazioni restano: da una parte l'International Lead and Zinc Study Group (LZSG) che conferma un possibile deficit di zinco raffinato per il 2026, e dall'altra le forti aspettative di una

maggiore produzione da parte di diversi operatori, dovuta proprio al forte rialzo delle quotazioni degli ultimi mesi. Per questo prevediamo un movimento di consolidamento delle quotazioni nel breve e di maggiore debolezza verso fine anno e nel 2027.

Nickel: inversione rialzista in luglio, complici le nuove tensioni nel Golfo Persico e la rinnovata volontà dell'Indonesia di ridurre la propria offerta. Dopo un mese di giugno di forte ribasso per i prezzi del nickel, dovuto anche all'accordo di pace tra Stati Uniti e Iran, le tensioni nel Golfo Persico e il nuovo fronte nel Mar Rosso (Houthi) hanno invertito la dinamica del metallo. A dare ulteriore sostegno a questo movimento la rinnovata volontà del Governo indonesiano di limitare la capacità produttiva nel settore minerario e siderurgico. Il Ministero dell'Energia e delle Risorse Minerarie di Jakarta ha fissato un obiettivo di produzione di minerale per il 2026 di circa 260 milioni di tonnellate, in calo rispetto ai 320 milioni di tonnellate del 2025, nell'ambito degli sforzi per sostenere i prezzi dopo il calo dello scorso anno. Nonostante il Ministero stia rivedendo leggermente le quote di produzione per il periodo estivo, al fine di affrontare le carenze di approvvigionamento segnalate da alcune fonderie, è stato ribadito che qualsiasi aumento sarà estremamente limitato. Rispetto alle dichiarazioni del recente passato, il mercato ha dato maggior credito alle posizioni espresse in virtù delle lamentele giunte dall'Indonesian Mining Experts Association (Perhapi) che riunisce i principali operatori siderurgici e minerari del Paese. Secondo l'associazione, le fonderie nazionali necessiterebbero di circa 350 milioni di tonnellate di minerale all'anno, una richiesta molto superiore all'obiettivo di produzione fissato quest'anno dal Governo. Per questa ragione molti impianti hanno già ridotto o interrotto parte delle loro attività a causa della minore disponibilità di minerale. Un segnale evidente che il settore accusa una reale contrazione dei volumi e che le restrizioni imposte da Jakarta stanno avendo effetto e non sono solo propagandistiche. A fronte di una tensione rialzista di breve che pensiamo possa perdurare, riteniamo che il ribasso dei prezzi del nickel da noi collocato nel 4° trimestre dipenda da due fattori: la dimensione dei consumi futuri derivanti dalla rivoluzione tecnologica ed energetica e il prosieguo delle limitazioni alla 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

	27.07.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.347,5	-0,9	3,3	32,2	10,2
Rame (\$)	13.732,5	5,3	4,9	40,2	10,5
Alluminio (\$)	3.167,5	-10,5	-2,7	20,4	5,7
Zinco (\$)	3.611,5	7,2	7,4	28,2	15,8
Nickel (\$)	17.213,0	-11,5	-5,8	12,7	3,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale, viste le difficoltà di tornare alla normalità dei trasporti navali nello Stretto di Hormuz che minano la fiducia sul ciclo economico mondiale. Il comparto dei Metalli è rimasto vincolato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente, registrando ribassi dopo l'intesa fra Iran e Stati Uniti per poi invertire la rotta e tornare leggermente a salire in coincidenza dell'inasprirsi delle tensioni nel Golfo Persico e nel Mar Rosso. Un aspetto di breve che va a sommarsi alla sensazione che i mercati fisici di molti metalli siano, in realtà, in una situazione di deficit di offerta maggiore di quanto percepito, mantenendo sottotraccia una certa pressione rialzista. Oltre alle mancate forniture preoccupa la scarsità di investimenti degli ultimi anni per via del rallentamento economico ma anche degli alti tassi di interesse debitori. Quest'ultimo è una componente che rischia di aggravarsi viste le tensioni inflattive generate dal rincaro dell'energia

e la possibilità che le principali banche centrali reagiscano alzando i tassi di interesse. Le crescenti previsioni di aumento della domanda per la transizione energetica e le nuove tecnologie concorrono anch'esse ad alimentare una dinamica rialzista di fondo. 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 dei consumi nei prossimi trimestri e della conseguente pressione rialzista dei prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.732,5	13.385	13.225	13.315	13.240	12.897
Alluminio (\$)	3.167,5	3.383	3.400	3.300	3.325	3.198
Zinco (\$)	3.611,5	3.400	3.300	3.100	3.377	3.138
Nickel (\$)	17.213,0	17.500	17.500	17.600	17.459	17.086

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

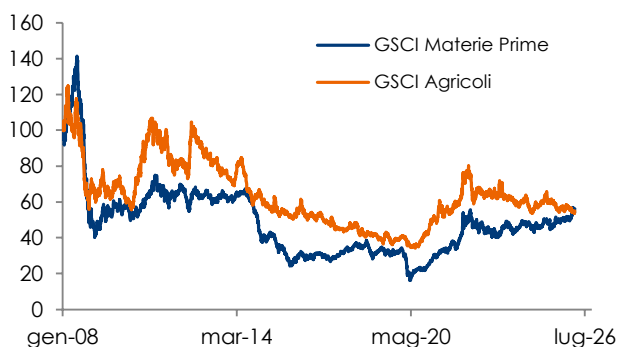
	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.732,5	13.500	13.000	12.750	13.205	13.000
Alluminio (\$)	3.167,5	3.300	3.450	3.300	3.366	3.375
Zinco (\$)	3.611,5	3.495	3.300	3.100	3.381	3.213
Nickel (\$)	17.213,0	17.500	16.600	15.750	17.477	16.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: tornano le tensioni ma rallenta la pressione rialzista

Le nuove tensioni in Medio Oriente e l'incertezza sull'esito della crisi, dopo il fallimento del Memorandum, rallentano la pressione rialzista sui prezzi dei cereali. L'incertezza sull'esito della crisi, dopo il fallimento del Memorandum, ha riaperto le preoccupazioni sui 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 hanno avuto una parziale ripresa, anche se inferiore a quanto ci si potesse attendere. Quello che resta immutata è la prospettiva che gli effetti del rincaro degli ultimi mesi incida ancora sulle scelte degli agricoltori, impattando sulle rese dei futuri raccolti, sempre come conseguenza del ritardo temporale con cui si propagheranno. La formazione del fenomeno atmosferico de El Niño, avvenuta lo scorso giugno, è divenuta ora il principale elemento di attenzione, con gli eventi meteorologici che rappresentano sempre di più un rischio per le colture, minacciando la produzione e innalzando il prezzo finale alla vendita. Non escludiamo che per le aree più impattate da El Niño, che abitualmente porta a forti alterazioni delle temperature medie e sconvolge le normali statistiche sulla piovosità, l'offerta stagionale di cereali e prodotti coloniali possa deludere le attese. Aumentano invece le evidenze sull'accordo raggiunto in maggio fra Stati Uniti e Cina che prevede un aumento significativo dei volumi di importazioni di molti prodotti agricoli da parte del gigante asiatico, come emerso dai recenti dati sulla bilancia commerciale cinese. Di contro, la nuova tornata di dazi decisa dall'amministrazione Trump ha escluso ancora una volta una larga fetta di derrate alimentari, al fine di non alimentare il surriscaldamento di questo tipo di prodotti. Il buon esito della crisi in Medio Oriente è l'unica prospettiva che può smussare i timori di brusca frenata dell'economia mondiale, specie se le banche centrali decideranno di considerare il rialzo dell'inflazione un fenomeno temporaneo e si convinceranno, definitivamente, a non alzare i tassi di interesse. Se il ciclo globale resterà solido e le condizioni di credito agevolate, 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 27.07.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.401,4	37,9	51,3	106,8
GSCI Agricoli	507,9	7,6	8,8	8,0
Mais (\$ cent)	451,8	2,6	14,5	-17,8
Frumento (\$ cent.)	660,0	30,2	26,1	-4,2
Soia (\$ cent)	1.208,5	17,3	12,2	-15,6
Cotone (\$ cent)	79,3	23,4	20,1	-12,7
Cacao	5.100,0	-15,9	-36,6	113,1
Zucchero	14,6	-2,9	-20,8	-20,5
Caffè (Arabica)	324,6	-6,9	41,0	60,9
Caffè (Robusta)	3.877,0	-5,6	-9,9	101,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

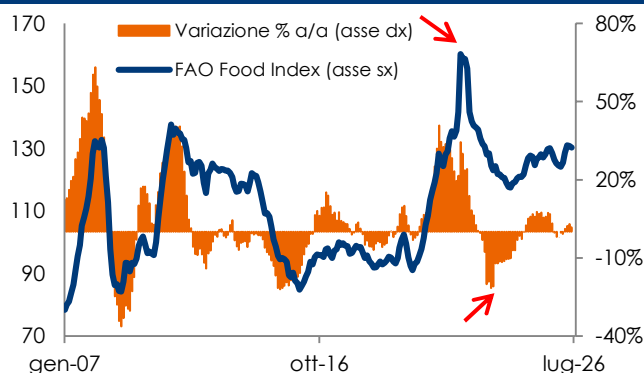
L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari cala a giugno. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso a giugno (-0,3% m/m e +1,7% a/a) dai suoi livelli di maggio, registrando una media di 130,3 punti. Gli indici dei prezzi di oli vegetali e carne sono aumentati, compensando il calo di zucchero, cereali e latticini. **L'indice dei prezzi dei cereali** è calato del -3,5% rispetto a maggio (in aumento di +2,7% su base annua). I prezzi del grano sono calati del -4,4% risentendo dei buoni raccolti e della prospettiva di una solida offerta nel Mar Nero. A far diminuire ulteriormente le quotazioni sono stati l'apprezzamento della valuta statunitense (che rende più cari i contratti finanziari quotati alle borse merci) e il rientro dei prezzi del gas e petrolio, a seguito della riduzione delle tensioni nello Stretto di Hormuz. Tale ribasso dei prezzi, però, è stato attenuato dai timori delle previsioni di raccolto negli Stati Uniti e in Australia. In particolare, in Australia, le previsioni di produzione sono basse a causa del rincaro dei fattori produttivi e della siccità causata da El Niño,

benché le recenti piogge abbiano attenuato il rischio sulla resa delle colture. Allo stesso modo, i prezzi mondiali del mais sono diminuiti del -6,2% per effetto, da un lato, di stime migliori relative all'offerta dal Sud America, dall'altro della minore domanda di biocarburanti (a seguito della diminuzione del prezzo del greggio). I cali delle quotazioni del sorgo (-7,7%) e dell'orzo (-3,4%) sono dovuti ad attese migliori di produzione, ma anche alla maggior sostituzione con grano e mais, visto il ribasso del prezzo di questi ultimi che ne ha favorito l'utilizzo nella produzione di mangimi animali. Di contro, i prezzi del riso mostrano un rialzo del +3,2% a giugno, trainato dalla crescita della domanda di riso Indica e dai maggiori prezzi del riso non aromatico, dovuto ai timori legati al meteo, al rincaro dei costi di produzione, trasporto e commercializzazione. **L'indice degli oli vegetali** ha registrato una media di 192 punti a giugno, in aumento del +3,8% rispetto a maggio e in rialzo del +23,3% a/a. L'incremento è stato trainato dalle maggiori quotazioni dell'olio di palma e di colza, e dai prezzi pressoché invariati dell'olio di girasole, che hanno compensato nettamente i minori prezzi di quello di soia. A provocare gli aumenti dei prezzi mondiali dell'olio di palma sono state le aspettative di minori esportazioni dall'Indonesia e la minor resa dei raccolti, congiuntamente a un incremento della domanda derivante dalla produzione di biodiesel. Allo stesso modo, le quotazioni dell'olio di colza sono state spinte dalla solida domanda di biocarburanti e dalle condizioni meteo non favorevoli in Australia e Canada. Per quanto riguarda l'olio di girasole, i prezzi sono rimasti stabili, in quanto le pressioni al rialzo dovute agli scarsi raccolti del 2025/26 sono state controbilanciate dalle attese di un'offerta più abbondante nel 2026/27. Mentre in controtendenza è stato l'olio di soia, la cui quotazione è scesa penalizzata dalla maggior offerta stagionale dal Sud America e dal declino dei prezzi del greggio. **L'indice dei prezzi della carne** è cresciuto dello 0,4% rispetto al mese di maggio, e del 4% su base annua, segnando un nuovo record, sorretto dalle maggiori quotazioni della carne avicola, e, in misura minore, da quella ovina, mentre i prezzi della carne suina e bovina hanno contribuito a rallentare il rialzo complessivo dell'indice. Sia i prezzi del pollame – soprattutto in Brasile – che della carne ovina sono spinti al rialzo dall'aumento della domanda che si scontra con una disponibilità minore sui mercati globali. Al contrario, le quotazioni della carne di maiale sono diminuite a fronte di un'ampia disponibilità nell'Unione Europea e di una minor richiesta da parte dei numerosi mercati asiatici. A limitare ulteriormente il rialzo dell'indice generale sono le quotazioni della carne ovina, penalizzate dalle aspettative di un aumento dell'offerta in Australia e dal rallentamento della domanda in Cina. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito dell'1,5% a giugno, in ribasso del 24,5% a/a. Le quotazioni del latte scremato in polvere (SMP) sono leggermente diminuite dopo 5 mesi di rialzi consecutivi, a causa di una maggiore offerta nell'Unione Europea e negli Stati Uniti, dove c'è stato un allentamento della domanda. I prezzi del latte intero in polvere (WMP) sono diminuiti a seguito della minor richiesta da parte della Cina, compensando ampiamente non solo la forte domanda dal Sud Est Asiatico e dal Medio Oriente ma anche la minor disponibilità in Oceania. D'altro canto, i prezzi del burro e del formaggio sono calati ulteriormente, riflettendo la maggior disponibilità di latte che è stata dirottata proprio nella produzione di questi prodotti, soprattutto nell'Unione Europea e negli Stati Uniti, aumentando la quantità esportata. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è in ribasso del 5,7% rispetto a maggio (-13,3% a/a). I minori prezzi dell'etanolo hanno incentivato una maggior allocazione della canna da zucchero verso la produzione di dolcificante. Ulteriore pressione al ribasso è arrivata dall'aumento delle esportazioni dal Brasile, unite al deprezzamento del real brasiliano contro dollaro. Il calo generale delle quotazioni è però attenuato dai timori dovuti alle conseguenze de El Niño nelle principali aree produttive del Sud Est Asiatico, che potrebbe peggiorare le prospettive di resa in India e Thailandia nella stagione 2026/27.

La FAO stima un calo della produzione di cereali nel 2026, rispetto ai livelli record previsti in precedenza, con El Niño che resta un elemento di grande incertezza. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di luglio, la FAO ha rivisto leggermente al ribasso le stime sulla produzione mondiale di cereali per la **stagione 2025/26**, attesa ora a 3.040,1 milioni di tonnellate da 3.043,0 milioni di giugno (-2,9 milioni di tonnellate). Il consumo di cereali, nel 2025/26, resterà a 2.952 milioni di tonnellate (invariato rispetto allo scorso mese), riflettendo l'aumento di utilizzo di cereali

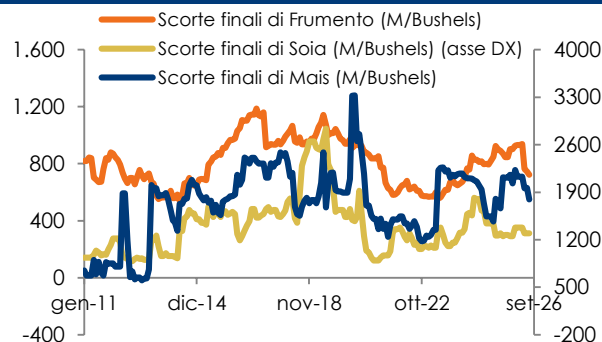
secondari, principalmente del mais e del riso. Le scorte globali di cereali sono riviste leggermente al ribasso a fine 2026 a 949,6 milioni di tonnellate (da 952,2 milioni in precedenza). Infine, il commercio internazionale di cereali è previsto in rialzo a 518,3 milioni di tonnellate da 508,6 milioni stimati in precedenza, trainato da una forte crescita del commercio globale di grano e degli altri cereali secondari. **Le previsioni per la stagione 2026/27** vedono la produzione mondiale di cereali a 2.983,2 milioni di tonnellate (da 2.982, 1 milioni della stima di giugno), una variazione al rialzo minima che ha coinvolto la produzione di tutti i principali cereali. Il consumo globale di cereali è stimato calare di -1%, a 2.961,4 milioni di tonnellate (da 2.969,3 milioni stimati lo scorso mese). È atteso un incremento delle scorte mondiali di cereali a 957,8 milioni di tonnellate da 949,0 milioni stimati a giugno: le revisioni al rialzo delle scorte di grano e cereali secondari hanno più che compensato la riduzione del riso, lasciando il rapporto globale scorte/consumo di cereali sostanzialmente invariato nel 2027 al 32,0%, vicino ai livelli del 2025/26. Il commercio globale di cereali è stimato in aumento nel 2026/27 a 507,6 milioni di tonnellate (da 507,2 milioni della previsione precedente) grazie alle ottime performance di vendita di Argentina e Unione Europea.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (luglio 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

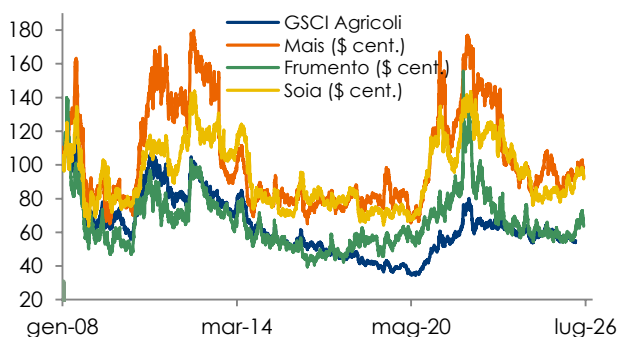


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (luglio 2026)

WASDE: il report di luglio migliora ancora le stime per la stagione 2025/26. Ormai a partire dal rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di maggio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha iniziato a pubblicare le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali sia per la stagione 2025/26 che 2026/27. Le stime globali per il **grano** nel 2025/26 vedono una produzione mondiale in leggero calo a 843,77 milioni di tonnellate da 844,36 milioni. Anche la stima aggiornata a luglio per la stagione 2026/27 è in lieve diminuzione a 819,97 milioni di tonnellate da 820,06 milioni relativi alle proiezioni di giugno. Il consumo globale è rivisto in leggero rialzo a 824,61 milioni da 823,94 milioni precedenti per la stagione in corso, mentre la previsione aggiornata per il 2026/27 è pari a 826,16 mln, in crescita rispetto a 824,59 milioni della stima precedente. Per il commercio globale si attesta una crescita di 0,38 milioni di tonnellate (a 227,08 milioni da 226,70 mln) nel 2025/26, mentre per la prossima stagione è stimato a 213,05 milioni di tonnellate, in incremento rispetto a 211,95 milioni previsti dalla stima del mese passato. Le scorte finali per il 2025/26 sono previste in leggera diminuzione a 279,04 milioni di tonnellate da 279,95 milioni del mese scorso. La produzione globale di **mais** per la stagione 2025/26 è in lieve aumento a 1.327,70 milioni di tonnellate da 1.326,67 milioni della stima precedente; per la stagione 2026/27 la proiezione aggiornata è pari a 1.297,09 milioni di tonnellate, in calo da 1.300,38 della previsione passata. Il consumo mondiale è atteso in rialzo di +5,95 milioni, da 1.319,29 milioni di tonnellate a 1.325,24 milioni, nel 2025/26, per poi scendere nella prossima stagione a 1.320,49 milioni di tonnellate (in calo anche rispetto alle stime di giugno, 1.322,52 milioni). Le importazioni mondiali sono state ridotte a 196,73 milioni di tonnellate da 197,59 milioni ma risultano previste in aumento a 204 milioni per il 2026/27 (in crescita da 199,63 milioni attesi a giugno); per le esportazioni, le stime

sono passate a 220,66 milioni di tonnellate da 217 mln nel 2025/26, per poi essere previste in calo nel 2026/27 a 209,88 milioni (sebbene in crescita rispetto alle stime di giugno: 207,61 milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese in diminuzione a 298,67 milioni di tonnellate da 303,36 mln previsti a giugno. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata a 1.624,33 milioni di tonnellate (da 1.622,29 milioni attesi a giugno) per poi registrare una variazione negativa nella prossima stagione (2026/27): prevista a 1.591,95 milioni da 1.594,49 milioni. Il consumo mondiale è atteso in deciso rialzo a 1.619,06 milioni di tonnellate dalla precedente stima di giugno (1.611,96 milioni), e in leggero ribasso a 1.615,61 (da 1.616,80 milioni) per la stagione a venire. Le scorte finali sono attese in decrescita a 329,86 milioni di tonnellate nella stagione in corso rispetto ai 334,69 mln del mese precedente. Per il mercato della **soia**, la stima della produzione mondiale per la stagione 2025/26 è leggermente incrementata a 429,46 milioni di tonnellate, dai 429,20 milioni precedenti; parimenti, la previsione aggiornata per la stagione 2026/27 è stimata in lieve aumento a 441,70 milioni, in rialzo anche rispetto ai 441,34 milioni previsti il mese precedente. Le esportazioni sono attese a 187,08 milioni di tonnellate (con una variazione minima delle stime rispetto allo scorso mese: 186,75 milioni), mentre per la stagione 2026/27 si attende un incremento a 190,41 mln da 189,22 milioni di tonnellate. Sono state, allo stesso modo, riviste in leggero aumento le importazioni per la stagione 2025/26 di 1,33 milioni di tonnellate (a 186,34 milioni da 185,01 mln), con un aumento ulteriore nella stima per la stagione 2026/27 (pari a 189,27 milioni di tonnellate, in crescita anche rispetto alla proiezione del mese precedente).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.07.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	507,9	1,0	8,1	6,7	7,6
Mais (\$ cent.)	451,8	-2,9	5,1	14,7	2,6
Frumento (\$ cent.)	660,0	1,7	23,1	22,6	30,2
Soia (\$ cent.)	1.208,5	3,0	12,4	22,2	17,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Positivo nel breve periodo: la tensione rialzista sui prezzi delle granaglie rallenta mentre più incerto è l'andamento sulle soft commodity. Il fallimento dell'intesa sul Memorandum fra Stati Uniti e Iran ha nuovamente reso incerto il traffico 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 rallentare, specie nel breve, nonostante le nuove tensioni e l'incertezza sull'esito della crisi in Medio Oriente. Le tensioni su carburanti e prodotti chimici rischiano ancora di influenzare le semine autunnali, mentre l'aumento delle quotazioni degli ultimi mesi è stato sostenuto dall'incremento degli acquisti cinesi, dopo gli accordi con gli Stati Uniti, e dal rincaro dei fattori produttivi, due elementi che potrebbero però smussare i loro effetti nel breve termine, facendo consolidare i prezzi dei cereali. Più variegati gli effetti sulle soft commodity, solo in parte coinvolte nella crisi del Golfo Persico e più sensibili agli effetti negativi che potrà avere la formazione de El Niño sulle colture.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	451,8	456,6	470,0	470,0	450,0	462,9
Frumento (\$ cent.)	660,0	620,0	650,0	630,0	600,0	629,5
Soia (\$ cent.)	1.208,5	1.192,5	1.232,5	1.200,0	1.145,1	1.135,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 27.07.26	3° trim. 2026	4° trim. 2026	1° trim. 2027	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	451,8	450	460	450	448	460
Frumento (\$ cent.)	660,0	660	635	620	614	620
Soia (\$ cent.)	1.208,5	1.200	1.185	1.150	1.166	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 tornano ad estendere i loro effetti visto il sostanziale fallimento dell'intesa raggiunta fra Stati Uniti e Iran e la ripresa del conflitto nel Golfo Persico.

Cotone: il rincaro del petrolio favorisce l'effetto sostituzione fra la fibra neutrale (più conveniente) rispetto a quella sintetica.

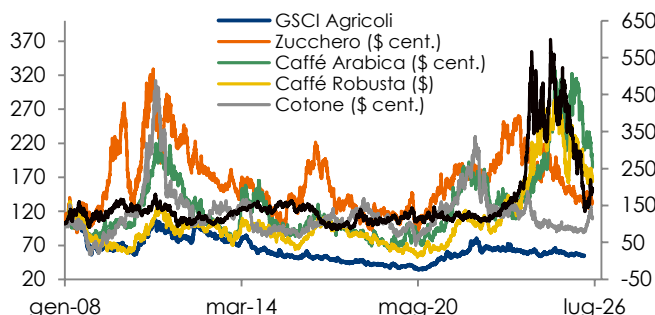
I prezzi del cotone sono tornati a salire nelle ultime settimane, sostenuti dall'aumento del prezzo del petrolio che ha contribuito al rincaro della fibra di poliestere, generando il classico effetto sostituzione a favore della fibra naturale. In aggiunta, il persistente ottimismo riguardo all'accumulo di riserve di cotone in Cina e le preoccupazioni sulla dimensione e sulla resa della produzione a causa delle condizioni meteorologiche in India sono stati gli altri elementi di supporto. In particolare, la seconda asta statale cinese di acquisto di riserve di cotone ha registrato nuovamente il 100% delle vendite: l'85% del prodotto offerto proveniva da Stati Uniti e Brasile, mentre il restante 15% dalla regione interna dello Xinjiang. Il successo dell'offerta (totalmente sottoscritta) ha rafforzato le aspettative sulla domanda e sulla stabilità delle industrie tessili cinesi (Pechino è il primo consumatore di materia prima grezza e il primo produttore al mondo di filati e tessuti di cotone) sebbene gli operatori del settore si lamentino del fatto che le dimensioni dell'offerta siano troppo ridotte per essere un segnale concreto sulla reale salute del comparto. Sul fronte agricolo, per i coltivatori di entrambi gli emisferi, la fine dell'inverno e l'inizio della primavera rappresentano un periodo cruciale per l'approvvigionamento di fertilizzanti e prodotti chimici. Nel 2026, questo periodo prima della semina è stato caratterizzato da una serie di circostanze che hanno reso l'approvvigionamento di questi prodotti un'impresa particolarmente difficile, aumentando i timori di una resa inferiore alle attese per le piantagioni di cotone. La formazione de El Niño è l'altro elemento di incertezza; tutto il Sud Est Asiatico, India e Vietnam in particolare, rischiano di avere condizioni meteorologiche anomale e in grado di incidere sulla qualità e sulla quantità dei raccolti. Un quadro incerto che potrebbe tenere alta la pressione sulle quotazioni del cotone nel breve, per poi lasciar spazio a un fisiologico storno dei prezzi.

Zucchero: la nuova salita dei prezzi petroliferi spinge la domanda di etanolo, dirottando la materia prima dal dolcificante al biocarburante.

Situazione simile per lo zucchero che consolida su livelli alti a causa del rincaro delle quotazioni petrolifere che spinge la domanda di etanolo, dirottando la materia prima dal dolcificante al biocarburante. Gli zuccherifici di tutto il mondo potrebbero così decidere di destinare una maggiore quantità di canna da zucchero (e barbabietola) alla produzione di etanolo anziché del dolcificante, riducendo l'offerta di zucchero raffinato sui mercati. A mitigare il rialzo dei prezzi sono invece le notizie diffuse dal Dipartimento Meteorologico Indiano che ha segnalato che le precipitazioni monsoniche cumulative in India a metà luglio risultano inferiori solo del 19% rispetto alla media, un miglioramento sostanziale rispetto al -42% (al di sotto della media) registrato nel mese di giugno. La corretta irrigazione delle piantagioni di canna da zucchero, dell'area asiatica, è un elemento fondamentale per il processo biologico che porta ad accrescere (o diminuire) la percentuale zuccherina presente nel prodotto maturo. Una notizia che ha migliorato le aspettative sulle dimensioni e sulla qualità del raccolto indiano, frenando la corsa dei prezzi. Sul mercato fisico grava ancora il divieto dell'India, il secondo produttore mondiale di zucchero, di esportarlo almeno fino alla fine di settembre, nel tentativo di non erodere le riserve domestiche del

dolcificante. Questo insieme di fattori dovrebbe 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

	27.07.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	507,9	1,0	8,1	6,7	7,6
Cotone	79,3	2,6	24,5	17,7	23,4
Cacao	5.100,0	58,5	15,0	-38,8	-15,9
Zucchero	14,6	5,4	-1,7	-10,5	-2,9
Caffè (arabica)	324,6	6,7	-11,6	9,1	-6,9
Caffè (robusta)	3.877,0	6,8	-9,3	7,0	-5,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la prospettiva di raccolti abbondanti potrebbe limitare i rialzi, seppur all'interno di uno scenario carico di incertezze.

La persistente volatilità del mercato globale del caffè rischia di ritardare qualsiasi riduzione significativa dei prezzi al dettaglio, nonostante le aspettative di raccolto abbondante in Brasile. Un'analisi che calza perfettamente con l'aumento dei prezzi del caffè di inizio mese, dovuto a molteplici interruzioni dell'offerta, all'aumento dei costi di produzione derivanti anche dalla crisi nel Golfo Persico (carburanti e prodotti chimici) ma anche alla costante crescita della domanda globale. Di fondo, però, il peso del miglioramento delle stime sulla produzione in Brasile dovrebbe comunque limitare il rialzo dei prezzi, rispetto ai massimi storici raggiunti nel 2025. L'ottimismo del mercato, che ha generato la pressione rialzista di qualche settimana fa, potrebbe però venire nuovamente alimentato dai ritardi nei raccolti, dalle scorte limitate e dalle rinnovate preoccupazioni per il potenziale impatto del fenomeno de El Niño sulle regioni produttrici di caffè. L'assenza di certezze sulla qualità e sul volume dei raccolti in Brasile e Vietnam (qualità Robusta) continua a rendere complicato lo scenario. Quando il numero degli elementi appare così in contrasto, abitualmente si genera un consolidamento su livelli comunque sostenuti.

Cacao: dopo i massimi di inizio luglio, calano i prezzi del cacao in scia alle stime di abbondanti raccolti.

Il rialzo dei prezzi di inizio luglio, coinciso con la ripresa delle ostilità nel Golfo Persico, ha lasciato spazio a un rapido storno delle quotazioni, depresse dalle nuove stime di raccolti abbondanti in Africa Occidentale. I dati cumulativi comunicati la scorsa settimana dalla Costa d'Avorio hanno mostrato che i coltivatori hanno spedito 2,10 milioni di tonnellate di cacao ai porti questa stagione commerciale (dal 1° ottobre 2025 al 19 luglio 2026), con un aumento del 21% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Inoltre, sono stati diffusi i dati relativi alle esportazioni nigeriane di cacao, che a giugno sono aumentate del 30% a/a raggiungendo le 18.922 tonnellate. Meno chiare le indicazioni in arrivo dalla Costa d'Avorio: secondo gli agronomi ivoriani la formazione di baccelli di fave di cacao sugli alberi, dopo la fioritura, sarebbe inferiore alla media quest'anno, ipotizzando una scarsa resa per il raccolto principale che inizierà a settembre. Pur non escludendo che la situazione possa migliorare, sulla base di queste informazioni preliminari, le prime proiezioni sul raccolto ivoiriano indicano una media di 1,8 milioni di tonnellate (a settembre), in calo del 18% rispetto ai 2,2 milioni di tonnellate della scorsa stagione. Si amplia quindi il consenso circa la riduzione del surplus di cacao; dopo le stime di ICCO (The International Cocoa Organization) anche altre agenzie hanno rivisto al ribasso l'eccedenza, che ora si attesterebbe fra le 80.000-100.000 tonnellate, rispetto alla precedente stima di oltre 400.000 tonnellate. Infine, sul fronte climatico, il fenomeno de El Niño, generatosi nel mese di giugno nell'area del Pacifico equatoriale, sarà probabilmente uno dei più intensi degli ultimi 75 anni. El Niño in genere porta condizioni più calde e secche proprio in Africa Occidentale, riducendo le precipitazioni e rendendo più arido il terreno delle piantagioni, diminuendo la

raccolta di fave di cacao. Per quanto concerne la domanda, il 2° trimestre ha visto dati contrastanti. L'Associazione Europea degli Operatori sul Cacao (ECCA) ha riportato che le lavorazioni sono diminuite del 4,6% a/a, un calo maggiore rispetto al -1,5% a/a previsto, rappresentando il livello più basso (per il 2° trimestre) degli ultimi 6 anni. La National Confectioners Association (NCA), al contrario, ha comunicato che le lavorazioni in Nord America nel 2° trimestre sono inaspettatamente aumentate del 7,7% a/a, ben al di sopra delle aspettative di -1% a/a, attenuando i timori sulla domanda. Anche la domanda di cacao in Asia è migliorata dopo che la Cocoa Association of Asia (CAA) ha riportato che le lavorazioni nel 2° trimestre sono aumentate del 25% a/a, superando le aspettative di +9% a/a. Un quadro che, seppur carico di incertezze, ci spinge a confermare 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
	27.07.26	2026	2026	2027	2026	2027
Cotone (\$ cent.)	79,3	74,0	75,0	76,0	71,4	74,3
Cacao (\$)	5.100,0	3.829	4.000	4.753	3.900	4.150
Zucchero (\$ cent.)	14,6	15,4	15,8	16,3	15,3	17,1
Caffè (Arabic) (\$ cent.)	324,6	259,3	262,9	250,0	293,5	286,0
Caffè (Robusta) (\$)	3.877,0	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
	27.07.26	2026	2026	2027	2026	2027
Cotone (\$ cent.)	79,3	77,0	71,0	67,0	72,0	66,0
Cacao (\$)	5.100,0	5.000	4.200	3.300	4.248	3.300
Zucchero (\$ cent.)	14,6	15,0	15,5	17,0	14,8	17,0
Caffè (Arabica) (\$ cent.)	324,6	330	325	360	314	365
Caffè (Robusta) (\$)	3.877,0	3.900	3.800	3.950	3.781	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 formata 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://www.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 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