

Commodity: si amplia l'area di crisi in Medio Oriente

Energia: outlook Moderatamente Negativo nel breve e nel lungo periodo

Il nostro outlook di breve resta Neutrale (e Moderatamente Negativo nel lungo periodo); il rialzo dei prezzi a cui abbiamo assistito è legato alla nuova 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 dei transiti navali possa interrompere la dinamica rialzista su petrolio e gas naturale, che prevediamo resteranno su livelli alti, ma inferiori agli attuali, fino a fine anno pur senza nuove fiammate rialziste.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, le costanti tensioni complicano il quadro

L'elemento chiave resta la dinamica dei rendimenti delle obbligazioni, già preferite al metallo aureo nelle scelte di portafoglio degli investitori. Una pausa nel rialzo dei rendimenti potrebbe favorire, per lo meno, il consolidamento dei Preziosi, in questa fase di forte volatilità e preoccupazione a livello globale. Per queste ragioni, confermiamo prezzi alti per l'oro e maggior difficoltà per l'argento.

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

Il comparto dei Metalli è ancora legato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente. Lo stallo dei negoziati fra Iran e Stati Uniti, le persistenti difficoltà di navigazione attraverso i due stretti di Hormuz e Bab El-Mandeb e la ripresa degli attacchi contro infrastrutture logistiche ed energetiche hanno inasprito il quadro dei fondamentali sui metalli, pur non generando quella tensione rialzista che ci si poteva attendere.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale, prosegue la pressione rialzista

Da qui a fine anno, i prezzi dei cereali dovrebbero muoversi in un canale laterale-rialzista. I mercati rimarranno estremamente sensibili al verificarsi di anomalie climatiche nell'emisfero australe (il cui raccolto arriverà verso fine anno) e all'evoluzione geopolitica, mantenendo intatto l'attuale livello dei prezzi. Più variegati gli effetti sulle soft commodity, solo in parte coinvolte nella crisi del Golfo Persico e dalle tensioni nel Mar Nero ma più esposte ai rischi climatici.

■ Soft Commodity:

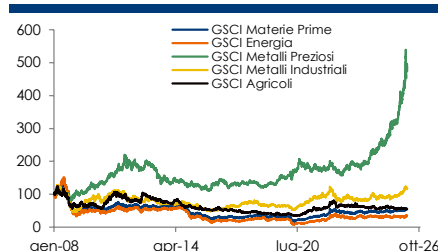
- ☐ **Cotone:** il rincaro del petrolio ha solo parzialmente favorito la fibra neutrale.
- ☐ **Zucchero:** la salita estiva dovrebbe lasciare spazio ad un assestamento su livelli alti.
- ☐ **Caffè:** la prospettiva di raccolti abbondanti potrebbe limitare i rialzi.
- ☐ **Cacao:** non si escludono nuove tensioni rialziste nel breve nonostante l'ampia offerta.

Performance degli indici commodity

	Valore 21.09.26	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.136,6	56,7	74,3	132,2
GSCI Energia	1.320,8	118,7	118,1	220,8
GSCI Met. Preziosi	4.890,3	-0,8	66,5	140,5
GSCI Met. Industriali	2.481,9	16,5	46,0	41,2
GSCI Prod. Agricoli	554,5	17,5	13,5	20,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg.
Previsioni di consenso al 21.09.2026

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

22 settembre 2026 - 15:52 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

22 settembre 2026 - 15:57 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Set.	Lug.
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	66,8	-19,9
Brent	64,9	-18,5
Gas naturale	-23,1	1,5
Gasolio	131,5	-10,4
Oro	0,2	64,4
Argento	-6,8	141,4
Rame	18,0	41,7
Alluminio	9,1	17,4
Zinco	26,0	4,7
Nickel	-2,0	8,6
Mais	23,3	-4,0
Frumento	43,3	-8,1
Soia	28,9	3,2
Cotone	24,2	-6,0
Caffè Arabica	-20,7	9,1

Fonte: Bloomberg. Dati 21.09.2026

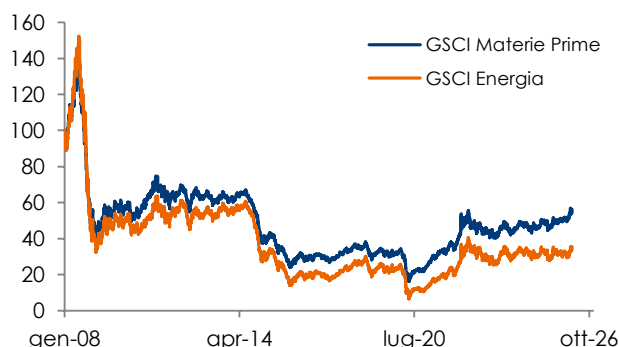
Energia: la crisi in Medio Oriente si allarga oltre il Golfo Persico

Si allarga la crisi in Medio Oriente e si aprono nuovi fronti di tensione ma non si interrompono le forniture navali attraverso lo Stretto di Hormuz. Le persistenti difficoltà di navigazione attraverso i due stretti di Hormuz (Golfo Persico) e Bab El-Mandeb (Mar Rosso) hanno allargato il perimetro della crisi in Medio Oriente. Il Memorandum of Understanding (MoU) in 14 punti annunciato il 14 giugno è stato rapidamente archiviato, complice l'eccessiva distanza fra le parti. Nel corso dell'estate Iran e Stati Uniti hanno riavviato un conflitto a bassa intensità che è spesso sfociato in fasi di altissima tensione, che hanno messo a dura prova le forze in campo e le economie dell'area. A inizio settembre, il bombardamento in Arabia Saudita di varie infrastrutture energetiche – incluse le raffinerie di Jizan e Abha, che hanno temporaneamente sospeso l'attività del porto di Yanbu, ma soprattutto dell'oleodotto East-West, il più importante del paese che consentiva di movimentare circa 7 milioni di barili al giorno (mb/g) dal Golfo Persico al Mar Rosso, aggirando lo Stretto di Hormuz – ha contribuito al rialzo dei prezzi di WTI e Brent sopra i 100 dollari al barile. Dopo l'iniziale interruzione, l'Arabia Saudita ha dichiarato di poter ripristinare rapidamente, prima parzialmente e poi in toto, la capacità di trasporto dell'oleodotto (danneggiato dagli attacchi dei ribelli Houthis sostenuti da Teheran). In aggiunta, sono aumentate le conferme sull'aumento delle spedizioni di greggio saudita, verso l'Asia, sfruttando la rotta meridionale, nelle acque territoriali dell'Oman, che consente di uscire dallo Stretto di Hormuz sotto la protezione della marina statunitense. Non a caso, il Governo americano sottolinea come i dati del Dipartimento dell'Energia siano i più attendibili perché basati su rilevazioni dirette della marina, mentre le stime e il tracciamento delle navi, monitorato da enti terzi, potrebbero sottovalutare il numero di passaggi poiché molte petroliere viaggiano di notte con i sistemi di tracciamento spenti. Quello che invece appare certo è che da metà luglio Washington ha ripristinato il blocco navale da e verso i porti dell'Iran, impedendo sia le esportazioni di petrolio che le importazioni di beni di prima necessità, nel tentativo di fiaccare la resistenza politica e finanziaria del regime. Le stime dei flussi in uscita dal Golfo appaiono soggette a significativi margini di errore e quindi potrebbero falsare il reale stato delle cose. Nonostante la variabilità delle stime, il deficit sul mercato mondiale è inferiore rispetto a quanto inizialmente temuto nel pieno della crisi di inizio primavera, quando i transiti apparivano pressoché azzerati. Questo perché emerge chiaramente come il blocco di Hormuz sia solo parziale, non totale in questa fase, grazie al controllo navale statunitense. In aggiunta, molti paesi, come Iraq, Arabia Saudita, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti, hanno deviato parte del loro export dal trasporto navale a quello via oleodotti o terrestre, nel tentativo di sfuggire alla morsa iraniana. In conclusione, mentre le scorte mondiali si erodono a velocità costante, evitando ulteriori shock di prezzo nelle principali economie, la mancata risoluzione della crisi frena il ribilanciamento del mercato petrolifero mondiale, che sarà più lento rispetto a quanto auspicato nei mesi scorsi. Il completo recupero delle esportazioni dal Medio Oriente difficilmente avverrà prima di metà 2027. In questa finestra temporale, le esportazioni da Hormuz potrebbero attestarsi fra il 50% e il 75% rispetto ai livelli pre-crisi, e l'ammancio sarà solo parzialmente pareggiato dal ricorso agli oleodotti e, più in generale, dall'aumento marginale dell'offerta petrolifera al di fuori del Golfo Persico. Questo scenario potrebbe mantenere alti i costi di gas naturale e petrolio (ma inferiori agli attuali livelli) ma potrebbe scongiurare una nuova impennata dei prezzi nel periodo invernale.

L'OPEC+ lascia invariati i livelli di produzione di petrolio per ottobre. Al termine della riunione virtuale tra i membri dell'OPEC+ tenutasi domenica 6 settembre, per esaminare le condizioni e le prospettive del mercato petrolifero, i produttori hanno deciso di mantenere invariata la produzione di greggio di ottobre, lasciandola al medesimo livello di settembre. Si tratta di un'inversione di strategia da parte dei sette paesi che effettuano tagli volontari alla propria produzione (Arabia Saudita, Russia, Iraq, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman) dopo sei mesi di costanti aumenti, iniziati a marzo, e volti a fronteggiare gli effetti della chiusura dello Stretto di Hormuz. L'incremento delle quote varato nel mese di settembre aveva già portato al completamento del percorso di graduale rientro di una parte dei tagli volontari, pari a circa 1,65

milioni di barili al giorno, originariamente stabiliti nel 2023. Rimane tuttavia in vigore un'ulteriore quota di tagli che coinvolge gran parte dei membri dell'OPEC (circa 2,0 milioni di barili di petrolio giornalieri decisi a fine 2022) e che dovrebbe restare in vigore fino alla fine del 2026. La prossima riunione dell'OPEC+ si terrà il 4 ottobre.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



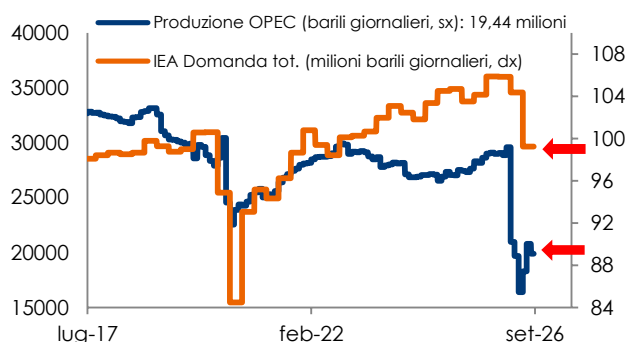
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

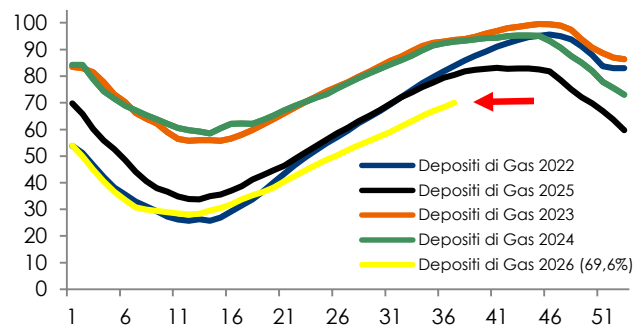
	Valore 21.09.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	6.136,6	56,7	74,3	132,2
GSCI Energia	1.320,8	118,7	118,1	220,8
WTI (\$)	95,8	66,8	33,2	32,6
Brent (\$)	100,3	64,9	34,7	31,7
Gas Naturale (\$)	2,8	-23,1	16,5	-41,0

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 settembre, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi a 105,5 mb/g nel 2025 (+0,3 mb/g dalle stime del mese di agosto) per poi raggiungere 105,8 mb/g nel 2026 (+0,3 mb/g a/a e in aumento di +0,1 mb/g rispetto al mese scorso) e infine toccare 108,2 mb/g nel 2027 (+2,4 mb/g a/a e +0,3 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 giugno) e a 55,5 mb/g nel 2027 (+0,7 mb/g a/a, stabile rispetto alle precedenti previsioni). La domanda di greggio rivolta agli aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC) è stimata a 42,6 mb/g nel 2025 e a 42,2 mb/g nel 2026 (in aumento di +0,1 mb/g da 42,1 mb/g previsti il mese prima) e infine a 43,9 mb/g nel 2027 (+1,7 mb/g a/a, in lieve incremento di +0,3 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 2.809 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. Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di settembre, l'Energy Information Administration (EIA) statunitense ha stimato che il consumo globale di petrolio si attesti a 104,28 mb/g nel 2025 (in rialzo dal mese precedente: 103,98 mb/g), a 102,59 mb/g nel 2026 (-1,69 mb/g a/a e quasi invariato rispetto a 102,73 mb/g di agosto) e a 104,98 mb/g nel 2027 (+2,39 mb/g a/a, stabile dai 104,96 mb/g stimati ad agosto). 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 76,91 mb/g nel 2025 (in lieve aumento rispetto al mese scorso: 76,78 mb/g), aumenti a 77,03 mb/g nel 2026 (in crescita rispetto all'anno precedente e +0,21 mb/g m/m) e salga a 80,49 mb/g nel 2027 (+3,46 mb/g a/a e +0,42 mb/g da 80,07 di agosto). L'offerta di greggio OPEC (rettificata togliendo la produzione degli Emirati) è stata rivista a 29,33 mb/g nel 2025 (invariata da agosto) e a 23,59 mb/g nel 2026 (in calo di -5,74 mb/g a/a e di -0,41 mb/g rispetto alla stima di agosto), ed è prevista poi crescere nuovamente a 29,39 mb/g nel 2027 (+5,80 mb/g a/a, in riduzione da 29,67 mb/g del mese di agosto). L'EIA si attende ora che, dopo un surplus di 3,43 milioni di barili al giorno nel 2025 (rimasto invariato rispetto alle stime di agosto), il mercato registri una contrazione, raggiungendo 0,43 milioni di barili nel 2026, a causa del blocco di Hormuz, per poi tornare a un surplus di 1,8 milioni di barili al giorno nel 2027 (stabile rispetto alle previsioni del mese precedente).

Produzione petrolifera OPEC e domanda mondiale IEA

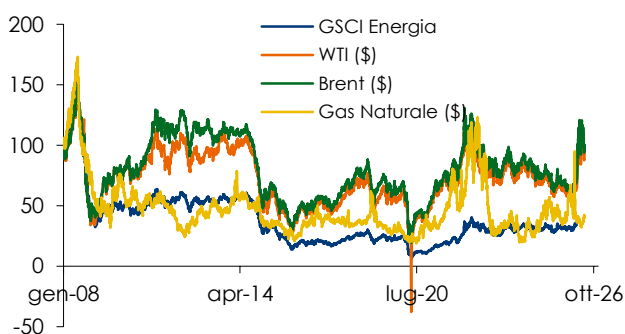
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA, dati al 20.09.2026

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

Nota: dati settimanali al 20.09.2026; 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 e del basso livello delle scorte europee, ai minimi degli ultimi 4 anni.

Il prezzo del gas naturale europeo, quotato alla borsa europea di Amsterdam (TTF), ha superato gli 80 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 un maggior impatto derivante dall'interruzione di quelle forniture. Alle tensioni nel Golfo Persico si aggiunge il processo di riaccumulo delle riserve continentali più lento degli ultimi 4 anni (70%); solo nel 2021 i depositi risultarono marginalmente più vuoti. Secondo le nostre stime, è probabile che si riesca a raggiungere una soglia di riempimento fra il 75% e l'85% della capacità, una percentuale che rischia di essere inferiore al minimo del 77% registrato nel 2021. Tale situazione espone l'intero sistema energetico europeo alle speculazioni di mercato, vista la forte concorrenza esercitata dalla domanda di gas liquefatto in arrivo dall'Asia e la probabile necessità di acquistare altro gas durante il periodo invernale, di massimo consumo. 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; questo impedirà di acquisire carichi di gas liquefatto di origine russa, in caso di necessità, restringendo ancor di più il campo d'azione degli operatori europei. Il mercato specula proprio su questa prospettiva: se quest'anno, con le forniture russe a disposizione, non si è riusciti a centrare l'obiettivo del 90% dei depositi entro ottobre, come sarà possibile farlo, nei prossimi anni, senza gli acquisti dalla Russia? Stimiamo che il TTF possa quindi mantenersi vicino a una media di 70 euro nel 4° trimestre (65 a inizio del prossimo anno) per poi stabilizzarsi a 40-50 euro nel corso del 2027.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.09.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	1.320,8	40,3	13,4	59,5	118,7
WTI (\$)	95,8	28,0	-2,6	52,9	66,8
Brent (\$)	100,3	28,8	-10,6	50,7	64,9
Gas Naturale (\$)	2,8	-12,8	-8,4	1,1	-23,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Negativo nel lungo termine: la risoluzione definitiva della crisi in Medio Oriente è l'unica strada per normalizzare il mercato energetico globale. Il nostro outlook di breve resta Neutrale (e confermiamo il Moderatamente Negativo nel lungo

periodo); il rialzo dei prezzi a cui abbiamo assistito 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 dei transiti navali possa interrompere la dinamica rialzista su petrolio e gas naturale, che prevediamo resteranno su livelli alti, ma inferiori agli attuali, fino a fine anno pur senza nuove fiammate rialziste. La maggior produzione da parte di paesi al di fuori del Golfo Persico (il cui export è salito dai livelli di inizio crisi), Stati Uniti in primis, e una contrazione della domanda mondiale stanno parzialmente mitigando le tensioni sul mercato fisico, mentre restano intatte le pressioni rialziste sul prezzo dei carburanti e dei prodotti raffinati, il vero problema a livello globale. Permane la scarsità di questi prodotti mentre prosegue il calo delle scorte strategiche e commerciali nel mondo. Il nostro scenario di base continua a ruotare intorno alla prospettiva che i negoziati riprendano e abbiano un esito positivo e che la libera navigazione attraverso le acque sia del Golfo Persico che del Mar Rosso sia ripristinata totalmente. 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, visto il basso livello raggiunto dalle scorte a poche settimane dall'inizio dell'anno termico invernale (1° ottobre) e dall'aumento dei consumi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.09.26	2026	2027	2027	2027	2028
WTI (\$)	95,8	75,5	73,0	71,3	69,3	69,0
Brent (\$)	100,3	85,2	85,2	85,2	73,0	71,0
Gas Naturale (\$)	2,8	3,4	3,6	3,4	3,6	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.09.26	2026	2027	2027	2027	2028
WTI (\$)	95,8	78,0	76,0	71,0	68,5	62,0
Brent (\$)	100,3	82,0	80,0	75,0	86,2	72,5
Gas Naturale (\$)	2,8	3,5	3,6	3,4	3,5	3,8
TTF (€/MWh)	73,5	70,0	63,0	43,0	47,0	36,0

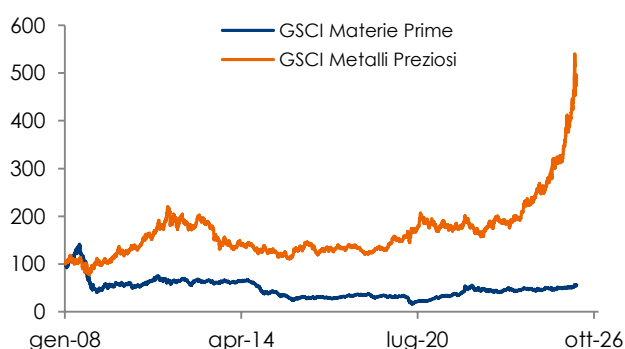
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: le costanti tensioni complicano il quadro

Il ritorno delle tensioni in Medio Oriente e il rialzo dei tassi operato dalle banche centrali complicano 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 ha costretto BCE e Fed ad intervenire inasprendo le loro politiche monetarie. Una prospettiva che potrebbe però non spingere immediatamente gli investitori a preferire i titoli obbligazionari rispetto al metallo aureo, vista la corsa dei rendimenti dei titoli di stato (europei ed americani) delle ultime settimane. Il movimento registrato dal comparto dei Metalli preziosi, nei mesi estivi, è stato guidato dall'accelerazione dell'oro sopra i 4.500 dollari (ad agosto), motivato da molteplici fattori: l'incertezza macroeconomica e geopolitica, a cui si sono sommate le tensioni internazionali legate ai rischi di sostenibilità fiscale di molte economie; la ripresa degli acquisti delle banche centrali, volti a diversificare le riserve; un parziale indebolimento del dollaro USA e il calo dei rendimenti dei Treasury, due aspetti sfumati nelle ultime settimane dopo il cambio di aspettative sulla Fed culminate col rialzo dei tassi di settembre; e infine, il rilancio degli investimenti in strumenti finanziari con sottostanti oro e argento, che sfruttano il minor costo delle strutture dovuto al calo dei Preziosi di questa primavera. Non a caso, anche il World Gold Council ha confermato che le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito e la stabilità monetaria mantengono vivo l'appello dei beni rifugio. Le previsioni di mercato restano moderatamente rialziste e si basano su alcuni elementi che resteranno al centro della scena, ovvero la "de-dollarizzazione" del sistema finanziario globale, da cui l'oro dovrebbe trarre ancora vantaggio, e il rischio fiscale derivante dai bilanci in rosso di molti stati. La Fed resterà al centro del quadro, rappresentando ancora l'elemento di maggior influenza per il comparto dei Metalli preziosi. Le sue decisioni di politica monetaria determinano direttamente il costo-opportunità del detenere asset che non pagano interessi, come l'oro e l'argento, piuttosto che obbligazioni e titoli di stato, che invece staccano cedole periodiche che remunerano i sottoscrittori. Il rialzo dei tassi nella riunione di settembre ha confermato la volontà di contrastare l'inflazione legata al rincaro del petrolio e del gas naturale ma ha anche frenato parzialmente la corsa dei rendimenti dei Treasury, ridando fiato, almeno nel breve, alle quotazioni dei beni rifugio. Perché i Preziosi recuperino ancora è necessaria una maggior normalizzazione dell'inclinazione futura delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi sviluppati, limitando la remunerazione per gli investitori e favorendo un ritorno di interesse verso il comparto.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.09.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.136,6	56,7	74,3	132,2
GSCI Met. preziosi	4.890,3	-0,8	66,5	140,5
Oro (\$)	4.343,4	0,2	65,7	144,3
Argento (\$)	65,9	-6,8	111,5	187,7
Platino (\$)	1.800,9	-11,9	83,9	78,9
Palladio (\$)	1.307,3	-18,9	22,3	-36,3

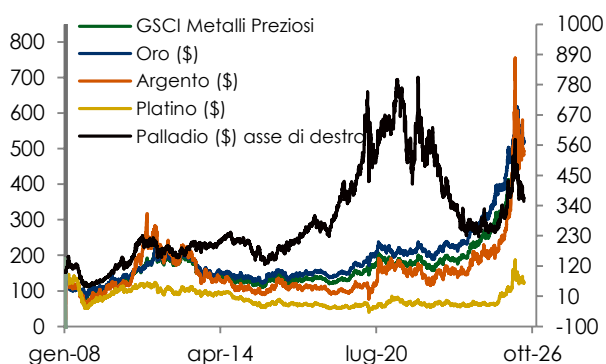
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prosegue il lento recupero dei prezzi che restano comunque su livelli alti, alimentando la prospettiva di nuovi rialzi.

Il movimento ribassista di oro e argento si è interrotto ad agosto, vista la costante tensione in Medio Oriente che non sembra trovare soluzione, almeno nel breve termine. La ripresa dei flussi di forniture energetiche dal Golfo Persico è tornata a rischio, spingendo al rialzo i prezzi di petrolio e metano e rianimando i timori di inflazione, sfociati nel rialzo dei tassi operato prima dalla BCE e poi dalla Fed. Il concretizzarsi dell'inevitabile inasprimento monetario non sembra però alimentare ulteriormente la dinamica rialzista dei rendimenti delle obbligazioni (un asset class caratterizzata da basso rischio e interessi certi). Il mercato sembra infatti aver già scontato questo scenario, favorendo un blando ritorno di interesse degli investitori

per oro e argento, gravati dal costo-opportunità della detenzione, vista la mancanza di una remunerazione periodica. Nonostante un quadro meno negativo, pensiamo che le quotazioni dell'oro possano limitarsi a un consolidamento su livelli alti, senza particolari eccessi rialzisti almeno nel breve periodo, con la dinamica di progressivo rialzo spostata più nel lungo termine. Anche l'argento ha subito forti pressioni, faticando a riguadagnare terreno e restando nell'intervallo 60-70 dollari; dubitiamo che possano esserci ulteriori rialzi e riteniamo che sia probabile una maggior inversione ribassista. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto continuano ad essere gli elementi che frenano la dinamica di **platino** e **palladio**, nonostante il marginale recupero messo a segno proprio nelle ultime settimane. Solo la fine delle tensioni geopolitiche e la normalizzazione dei costi energetici, che scongiuri un progressivo rialzo dei tassi monetari, unite alla tenuta del ciclo economico globale, potranno sostenere la prospettiva di un maggior recupero, espresso dalle nostre previsioni.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.09.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.890,3	3,4	-5,2	18,1	-0,8
Oro (\$)	4.343,4	3,7	-1,9	16,2	0,2
Argento (\$)	65,9	0,5	-5,3	50,2	-6,8
Platino (\$)	1.800,9	7,4	-4,1	26,7	-11,9
Palladio (\$)	1.307,3	3,2	-8,9	9,9	-18,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento per l'oro, di maggior difficoltà per l'argento e marginale rialzo su platino e palladio.

Aumenta l'incertezza per i Metalli Preziosi; alle costanti tensioni nel Golfo Persico si sono sommate le minacce ai trasporti nel Mar Rosso (Houthi), espandendo i rischi per le forniture globali di combustibili. Una situazione che ha riportato i prezzi di petrolio e gas naturale sotto pressione, ravvivando i timori per l'inflazione e costringendo le banche centrali a concretizzare il temuto rialzo dei tassi di interesse. L'elemento chiave resta la dinamica dei rendimenti delle obbligazioni, già preferite al metallo aureo nelle scelte di portafoglio degli investitori. Una pausa nel rialzo dei rendimenti potrebbe favorire, per lo meno, il consolidamento dei Preziosi, in questa fase di forte volatilità e preoccupazione a livello globale. Per queste ragioni, confermiamo prezzi più alti per l'oro e maggior debolezza per l'argento, almeno nel breve, continuando a scommettere su una maggior ripresa per platino e palladio. L'Outlook dell'intero comparto resta però Neutrale, sempre a causa del maggior peso di oro e argento, rispetto a platino e palladio, che finisce per orientare la tendenza del settore.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.09.26	2026	2027	2027	2027	2028
Oro (\$)	4.343,4	4.494,1	4.600,0	4.800,0	4.750,0	4.375,0
Argento (\$)	65,9	66,0	67,8	70,7	68,0	59,0
Platino (\$)	1.800,9	1.897,1	1.867,0	1.900,0	1.937,6	1.900,0
Palladio (\$)	1.307,3	1.400,0	1.445,0	1.400,0	1.363,0	1.312,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

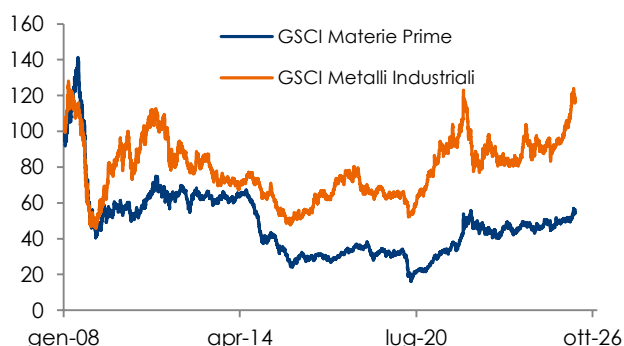
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.09.26	2026	2027	2027	2027	2028
Oro (\$)	4.343,4	4.200	4.200	4.250	4.275	4.450
Argento (\$)	65,9	59,0	55,0	53,0	53,0	53,0
Platino (\$)	1.800,9	1.900	1.900	1.950	1.956	2.000
Palladio (\$)	1.307,3	1.450	1.475	1.400	1.431	1.450

Fonte: Intesa Sanpaolo

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

Le difficoltà nello Stretto di Hormuz e di Bab El-Mandeb restano al centro dello scenario sui Metalli industriali. Il rialzo dei Metalli industriali nei mesi estivi è stato supportato dalle tensioni sull'offerta e da quelle geopolitiche. I conflitti in Medio Oriente hanno generato carenze di zolfo (essenziale per l'estrazione del rame) e interruzioni operative in grandi impianti, soprattutto di alluminio, nel Golfo Persico, riducendo l'offerta globale di oltre il 6%. A questa situazione dal lato delle forniture si sono contrapposte la spinta strutturale della "transizione green" e le pressioni generate dai futuri progetti legati all'intelligenza artificiale. La costante crescita della domanda reale legata a data center, infrastrutture energetiche, veicoli elettrici ed energia solare continua a sostenere uno scenario di possibile rialzo della domanda di rame e alluminio, parzialmente dello zinco e meno del nickel. Il tema delle politiche monetarie è invece un elemento a due facce: le iniziali ipotesi espansive della Fed e i piani di stimolo fiscale in Cina avevano riacceso l'ottimismo sulla ripresa degli investimenti minerari, siderurgici e manifatturieri, ma il ritorno delle tensioni nello Stretto di Hormuz e di Bab El-Mandeb è tornato al centro dello scenario sui Metalli industriali, peggiorando le aspettative di inflazione a causa del rincaro di greggio e metano e costringendo le banche centrali delle principali economie (Europa, Stati Uniti e Giappone) ad alzare i tassi di interesse, inasprendo le condizioni di credito. 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, 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 21.09.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.136,6	56,7	74,3	132,2
GSCI Industriali	2.481,9	16,5	46,0	41,2
Rame (\$)	14.661,0	18,0	54,7	57,9
Alluminio (\$)	3.267,0	9,1	31,5	11,3
Zinco (\$)	3.926,5	26,0	36,6	29,8
Nickel (\$)	16.318,0	-2,0	-1,2	-15,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: permangono i dubbi sulla forza del ciclo cinese, il principale consumatore di metalli al mondo. Torna a crescere la preoccupazione per l'economia cinese. Come noto, 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 l'economia e resta alle prese con una lunga crisi del settore immobiliare, che pesa sulla fiducia dei consumatori. I dati di agosto hanno mostrato ulteriori segnali di indebolimento economico, aumentando l'urgenza di nuove misure di stimolo da parte dell'autorità. Infatti, le vendite al dettaglio hanno rallentato a +0,4% a/a (contro +0,8% atteso) da +0,6% di luglio, mentre gli investimenti in immobilizzazioni nei primi otto mesi dell'anno sono diminuiti (oltre le previsioni) di -7,2% a/a; l'unica nota positiva è stata la crescita della produzione industriale (+5,2% a/a, contro +4,8% stimato e +4,5% precedente), che però è stata trainata dalle esportazioni. Dai risultati complessivi è quindi emerso un allargamento del divario tra la domanda estera e quella interna, frustrata dalla crisi ormai quinquennale del settore immobiliare. In altre parole, il settore manifatturiero strategico è ancora in grado di generare una forte crescita dell'output, ma la domanda domestica necessaria ad assorbire tale capacità produttiva in espansione rimane debole. 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.

Rame: nuovi massimi storici a settembre, prosegue la pressione rialzista. Il rame, dopo aver segnato nuovi massimi storici a inizio settembre, è in una fase laterale di consolidamento su alti livelli. Il rialzo estivo del rame è stato sostenuto da fattori macroeconomici e industriali ben definiti. Le ipotesi di riduzione dei costi di finanziamento, poi disattese a settembre con la tornata di rialzo dei tassi da parte delle principali banche centrali, si sono sommate alle interruzioni operative nelle principali miniere mondiali, oltre al calo del rendimento dei giacimenti in Sud America. In aggiunta, l'incertezza sui dazi (Section 232) e le esenzioni sul rame raffinato hanno spinto gli operatori alla corsa all'accumulo di scorte fisiche. Il rialzo della domanda strutturale legata all'elettrificazione dei trasporti, alle reti energetiche e all'espansione dei data center per l'intelligenza artificiale hanno sorretto i prezzi. Il mercato mantiene un orientamento rialzista a causa di un deficit strutturale stimato tra 160.000 e 400.000 tonnellate, a livello globale. Uno scenario compatibile con le nostre previsioni di consolidamento delle quotazioni a cavallo fra la fine dell'anno e il 2027.

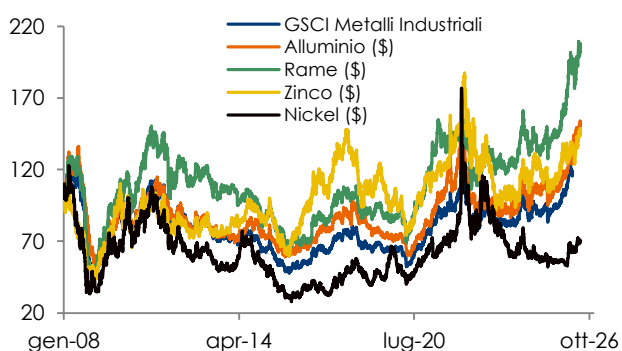
Alluminio: dopo i ribassi di fine giugno dovuti alla tregua nel Golfo Persico, consolida il movimento laterale che potrebbe preludere a un ulteriore recupero. La crisi in Medio Oriente torna a riaffacciarsi e a influenzare il comparto dell'alluminio. Il rialzo dell'alluminio, iniziato nel mese di luglio, arriva dopo il forte storno registrato a giugno ed è stato sostenuto da tre fattori principali: calo dell'offerta a causa delle tensioni geopolitiche, limiti alla commercializzazione del prodotto cinese e rincaro dei costi energetici, aggravato dal peso dei dazi. Il ritorno degli attacchi militari nel Golfo Persico ha aggravato la situazione sulle forniture di alluminio; l'impatto sui produttori mediorientali è stimato in un calo di circa il 3% della fornitura globale. Pechino ha raggiunto il tetto massimo alla capacità di fusione del metallo, fissato a 45 milioni di tonnellate annue, ed è stata quindi costretta a ridurre la produzione e l'export disponibile. Gli alti costi di elettricità per le fonderie e l'estensione dei dazi statunitensi ed europei (come il meccanismo CBAM - Carbon Border Adjustment Mechanism) hanno contribuito a mantenere i premi fisici elevati. Il mercato mantiene un orientamento di consolidamento su alti livelli, a causa di un deficit globale dovuto alla rigidità dell'offerta non cinese, a cui si somma la domanda da transizione energetica. Un quadro che collima con le nostre previsioni di breve e medio periodo.

Zinco: i prezzi consolidano su livelli alti, complice il ritorno delle tensioni dal Medio Oriente. I prezzi dello zinco proseguono il rialzo iniziato durante i mesi estivi, che ha spinto i prezzi oltre i 4.000 dollari per tonnellata, toccando i massimi di quattro anni a inizio settembre, ed è dipeso principalmente da una crisi dell'offerta. I fattori chiave sono stati le gravi carenze estrattive a monte e le interruzioni operative, legate a stop tecnici in impianti fondamentali in Corea del Sud e Perù, oltre alla riduzione dei margini di profitto delle fonderie di molti paesi a causa del rincaro dei costi energetici. A ciò si è aggiunta la forte diminuzione degli stoccaggi fisici nei magazzini LME al di fuori della Cina. Le nostre previsioni indicano un ulteriore rialzo delle quotazioni, anche se permangono i dubbi sul consumo di acciaio zincato (galvanizzato) a causa della debolezza persistente nel settore immobiliare cinese e del rallentamento delle costruzioni a livello globale. Il progressivo rientro dei premi di rischio legati agli eventi geopolitici e l'atteso aumento dell'offerta mineraria dovrebbero attenuare il deficit di mercato.

Nickel: prosegue il consolidamento ribassista, pesa l'eccesso di offerta indonesiano. Il movimento di ribasso del nickel, nei mesi estivi, è stato causato principalmente dal temporaneo allentamento dei timori sulle forniture dall'Indonesia e da un forte aumento degli stock globali registrati nei magazzini del LME (London Metal Exchange). A questo si è sommata una domanda debole e stagnante nel settore dell'acciaio inossidabile e manifatturiero in Europa e Nord America, unita al rafforzamento del dollaro statunitense. Solo un'inversione di rotta nel mercato fisico, che possa lenire il forte surplus di offerta grazie al rigido contingentamento indonesiano e

che non conceda, come in passato, aumenti generalizzati delle quote estrattive, porterà a una progressiva riduzione delle scorte globali e a un nuovo rialzo dei prezzi, a fronte della domanda di batterie per veicoli elettrici e nuove tecnologie prevista in aumento. Quest'ultimo scenario appare però di difficile realizzazione; per questo motivo, dopo una tensione rialzista di breve che pensiamo possa essere limitata, riteniamo che il consolidamento dei prezzi del nickel resti la prospettiva più probabile rimandando il maggior recupero nel 2028. Due restano i fattori chiave: 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

	21.09.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.481,9	4,0	15,5	37,9	16,5
Rame (\$)	14.661,0	7,4	22,9	47,0	18,0
Alluminio (\$)	3.267,0	-2,9	1,6	23,5	9,1
Zinco (\$)	3.926,5	8,8	28,0	35,7	26,0
Nickel (\$)	16.318,0	-8,1	-4,1	7,3	-2,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale, viste le difficoltà di tornare alla normalità dei trasporti navali nell'area del Golfo Persico.

Il comparto dei Metalli industriali è ancora legato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente. Lo stallo dei negoziati fra Iran e Stati Uniti, le persistenti difficoltà di navigazione attraverso i due stretti di Hormuz e Bab El-Mandeb e la ripresa degli attacchi contro infrastrutture logistiche ed energetiche hanno inasprito il quadro dei fondamentali sui metalli, pur non generando quella tensione rialzista che ci si poteva attendere. Oltre agli scontri tra Arabia Saudita e Houthi, i continui attacchi ucraini alle raffinerie russe rischiano di rendere ancor più teso il mercato fisico del greggio, rincarando i costi energetici, un elemento fondamentale nella lavorazione dei metalli. Permane la 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 forniture, preoccupa la scarsità di investimenti degli ultimi anni per via del rallentamento economico ma anche degli alti tassi di interesse debitori. Questi ultimi sono una componente che rischia di aggravarsi viste le tensioni inflattive generate dal rincaro dell'energia e il concretizzarsi del rialzo dei tassi da parte delle principali banche centrali, nelle riunioni di settembre. Più incerto il quadro sulle nuove tecnologie: le previsioni di aumento della domanda per la transizione energetica e l'intelligenza artificiale si uniscono ai dubbi sulla reale capacità del comparto di realizzare questa gigantesca mole di piani di sviluppo. Il tutto all'interno di un mercato fisico caratterizzato da forti squilibri, dovuti alle recenti politiche tariffarie.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 21.09.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Rame (\$)	14.661,0	13.779	13.700	13.600	12.886	12.948
Alluminio (\$)	3.267,0	3.350	3.300	3.220	3.197	3.000
Zinco (\$)	3.926,5	3.400	3.300	3.200	3.134	2.866
Nickel (\$)	16.318,0	17.326	17.500	17.476	17.240	17.439

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 21.09.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Rame (\$)	14.661,0	14.700	14.500	14.000	14.075	14.000
Alluminio (\$)	3.267,0	3.450	3.300	3.375	3.375	3.500
Zinco (\$)	3.926,5	4.250	4.000	3.900	3.850	3.600
Nickel (\$)	16.318,0	16.600	16.610	16.000	16.340	16.900

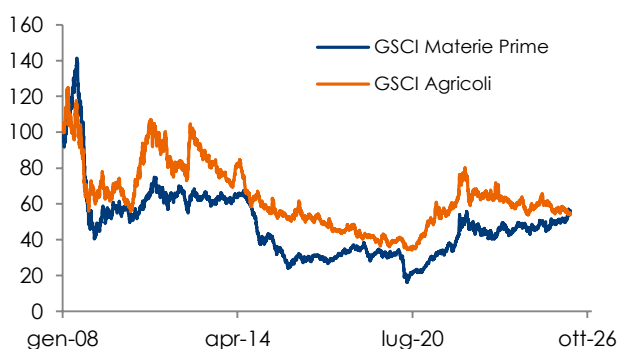
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: clima e geopolitica sostengono la pressione rialzista

Il perdurare del conflitto in Medio Oriente, l'incertezza sull'esito della crisi, le tensioni nell'area del Mar Nero e i rischi climatici mantengono alta la pressione rialzista sui prezzi dei cereali.

Il recente aumento dei prezzi dei cereali, registrato a partire dai mesi estivi (luglio-settembre 2026), ha interrotto una fase di stabilità o ribasso a causa dei concomitanti effetti di una serie di fattori di mercato: geopolitici, climatici e tecnici. Secondo i dati monitorati dalla FAO e i recenti report di mercato di altre agenzie (come l'USDA negli Stati Uniti, il Dipartimento dell'Agricoltura), i prezzi di grano, del mais e della soia sono saliti a causa delle tensioni geopolitiche e logistiche. La persistenza e la potenziale escalation dei conflitti nell'area del Mar Nero (Ucraina/Russia) e in Medio Oriente hanno riacceso i timori sulla sicurezza delle rotte di spedizione. Questo ha spinto gli intermediari commerciali a incorporare un premio di rischio maggiore sui trasporti, sostenendo in particolare i prezzi internazionali del grano. In aggiunta, le nuove stime (della FAO ma anche di altre agenzie) indicano una flessione della produzione globale di cereali per la stagione in corso. In Europa, l'associazione commerciale Cocalar ha ridotto significativamente le stime sul mais (portandolo ai minimi storici dal 2007) e sul grano, a causa del maltempo. Nel report WASDE di settembre, l'USDA ha rivisto al ribasso le stime sulla resa dei terreni coltivati a mais e ridotto le scorte finali di circa 86 milioni di bushel, innescando forti acquisti sui mercati per timore di carenza di prodotto durante i mesi invernali, spingendo al rialzo i prezzi. Infine, il clima e la domanda zootecnica sono due elementi di fondo che hanno ulteriormente rincarato le quotazioni dei cereali. Le ondate di siccità hanno complicato le semine autunnali e ridotto la resa del mais in alcune aree dell'Europa, proprio in concomitanza con l'incremento della domanda di mangimi animali, drenando l'offerta disponibile in quel momento e accentuando i timori sui consumi nell'ultima parte dell'anno. Il recente rialzo della soia è sostenuto dai massicci acquisti della Cina, legati non solo agli accordi commerciali stipulati con gli Stati Uniti ma anche e soprattutto alla forte domanda interna di mangimi, oltre all'uso per biocarburanti causato dal nuovo rincaro dei prezzi del greggio. Entro fine anno, l'USDA prevede prezzi stabili poiché le scorte finali ridotte compensano il raccolto americano che è atteso a livelli record. Le perturbazioni meteorologiche, che potrebbero formarsi come conseguenza de El Niño, potrebbero amplificare le preoccupazioni sui raccolti e accentuare i rischi per la sicurezza alimentare in Asia, specie in paesi vulnerabili come India, Indonesia e Filippine, in un contesto in cui il conflitto in Medio Oriente ha già interrotto le forniture di carburante e fertilizzanti, entrambi fattori chiave per l'agricoltura di quell'area, coinvolgendo anche le piantagioni di canna da zucchero, caffè e cotone.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.09.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.136,6	56,7	74,3	132,2
GSCI Agricoli	554,5	17,5	13,5	20,6
Mais (\$ cent)	543,0	23,3	35,2	3,3
Frumento (\$ cent.)	726,8	43,3	27,8	3,0
Soia (\$ cent)	1.328,0	28,9	31,2	3,5
Cotone (\$ cent)	79,9	24,2	10,6	-12,4
Cacao	5.351,0	-11,8	-30,1	105,4
Zucchero	17,5	16,5	-22,9	-9,6
Caffè (Arabica)	276,4	-20,7	10,2	50,7
Caffè (Robusta)	3.307,0	-19,5	-38,6	53,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari aumenta ad agosto. L'indice FAO dei prezzi alimentari è salito ad agosto (+0,6% m/m e +2,5% a/a) dai suoi livelli di luglio, registrando una media di 133,3 punti. Gli indici dei prezzi di oli vegetali e carne si sono rafforzati; al contempo, si è assistito all'incremento di zucchero, cereali e latticini. **L'indice dei prezzi dei cereali** è in rialzo

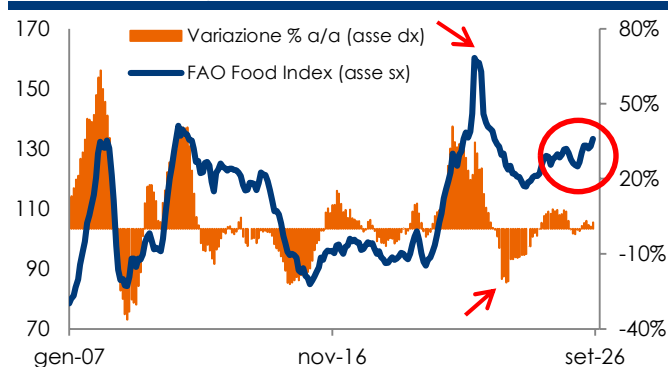
del +2,2% rispetto a luglio (+10% su base annua). I prezzi del grano sono cresciuti del +2,6% m/m, in un contesto caratterizzato dalle continue difficoltà logistiche che interessano le esportazioni dal Mar Nero e dal peggioramento delle prospettive produttive in alcune aree dell'Europa a causa delle condizioni climatiche calde e secche. A spingere ulteriormente le quotazioni è stato l'indebolimento del dollaro statunitense, che ha accresciuto la competitività delle forniture esportate e denominate nella valuta americana. Allo stesso modo, i prezzi mondiali del mais hanno subito un incremento del +2,5% rispetto a luglio, alimentati dalle crescenti preoccupazioni per le prospettive di resa in alcune delle principali aree produttive statunitensi e dal peggioramento delle aspettative di raccolto nell'Unione Europea a causa del caldo prolungato e della siccità. Ulteriore supporto alle quotazioni è arrivato dalla forte domanda proveniente dai settori dell'etanolo e dei mangimi, nonché dalle interruzioni dei flussi di esportazione ucraini. Anche i timori relativi all'approvvigionamento dei fattori produttivi a seguito della chiusura dello Stretto di Hormuz hanno contribuito a spingere i prezzi del mais. Le quotazioni del sorgo (+3,9%) e dell'orzo (+2,6%) in agosto sono state sostenute dal miglioramento generale delle condizioni di mercato nel comparto dei mangimi. Di contro, i prezzi del riso mostrano un rialzo del +0,5% ad agosto, grazie a una combinazione di movimenti valutari, acquisti supportati da parte dei paesi asiatici e africani e prospettive di una maggiore ristrettezza dell'offerta. **L'indice degli oli vegetali** si è attestato in media a 196,9 punti ad agosto, superiore del +0,6% rispetto a luglio e del +16,4% a/a, registrando il terzo aumento mensile consecutivo e raggiungendo il livello più elevato da giugno 2022. L'incremento è stato favorito dalle quotazioni dell'olio di palma e dell'olio di soia, che hanno compensato nettamente i minori prezzi degli oli di girasole e di colza. I prezzi internazionali dell'olio di palma hanno continuato a salire, sostenuti dalla robusta domanda globale di importazioni e dai timori per l'impatto delle condizioni meteorologiche legate al fenomeno El Niño sulle prospettive produttive del Sud-Est asiatico. Le quotazioni dell'olio di soia di origine sudamericana si sono mantenute elevate grazie alla forte domanda di esportazione, mentre negli Stati Uniti i prezzi hanno registrato una moderata flessione per l'incertezza legata alle politiche sui biocarburanti e alle implicazioni sulla domanda domestica di materie prime. Nel frattempo, i prezzi degli oli di girasole e di colza hanno registrato un lieve calo, riflettendo una domanda d'importazione contenuta e le attese di abbondanti disponibilità di entrambi gli oli nella stagione 2026/27. **L'indice dei prezzi della carne** è aumentato del +1,0% rispetto al mese di luglio, rimanendo stabile su base annua, sorretto dalle maggiori quotazioni delle carni avicole, suine e ovine, solo in parte compensate dal calo della carne bovina. I prezzi del pollame hanno recuperato grazie all'incremento dei prezzi all'esportazione del Brasile e alla robusta domanda internazionale. In rialzo anche le quotazioni della carne suina, soprattutto nell'Unione Europea, dove le elevate temperature hanno rallentato la crescita degli animali, riducendo la disponibilità di capi pronti per la macellazione. La carne ovina ha registrato una dilatazione dei prezzi per il ridotto volume di prodotto esportabile dalla Nuova Zelanda e per una domanda internazionale ancora sostenuta. In controtendenza, i prezzi della carne bovina sono diminuiti, risentendo del rallentamento delle esportazioni brasiliane verso la Cina e della maggiore concorrenza di Brasile e Australia su mercati alternativi. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è salito del +2,3% ad agosto, in ribasso del -21,7% a/a. Le quotazioni del latte scremato in polvere (SMP) e del latte intero in polvere (WMP) sono aumentate rispettivamente del +3,0% e +2,4%, grazie al rafforzamento dei prezzi nell'Unione Europea, dove la disponibilità di latte si è ridotta a causa delle condizioni climatiche calde e secche in alcune importanti aree produttive. Tale incremento ha più che compensato il calo stagionale delle quotazioni in Oceania, dove l'accrescimento della produzione di latte ha esercitato una pressione al ribasso sui mercati delle polveri. Anche i prezzi del formaggio sono cresciuti (+2,7%), spinti dalla limitata offerta di latte in Unione Europea. I prezzi del burro sono rimasti sostanzialmente invariati su base mensile, poiché il miglioramento delle quotazioni europee, dovuto alla minore disponibilità di materia grassa del latte, è stato compensato dalla flessione registrata in Oceania, dove la produzione stagionale è in aumento. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è in espansione del +11,9% rispetto a luglio (+2,7% a/a), raggiungendo il suo massimo da giugno 2025. Il rialzo riflette le maggiori preoccupazioni per l'offerta globale di zucchero nel 2026/27, a causa delle condizioni di caldo e siccità che hanno

ridotto le prospettive produttive nell'Unione Europea e degli effetti di El Niño su alcuni importanti paesi produttori asiatici. A sostenere ulteriormente i prezzi hanno contribuito anche il calo della produzione nella principale regione saccarifera del Brasile e l'annuncio dell'India di importazioni di zucchero grezzo esenti da dazi.

La FAO ha rivisto al ribasso le previsioni sulla produzione mondiale di cereali per il 2026/27, in un contesto in cui le persistenti incertezze sui flussi commerciali dal Mar Nero continuano a rappresentare un fattore di rischio significativo per il mercato internazionale.

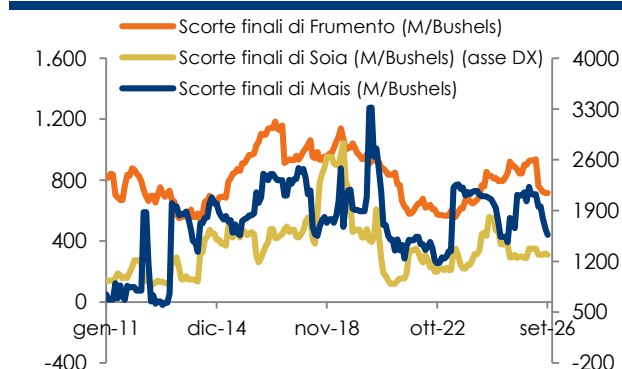
Nel Cereal Supply and Demand Brief di settembre, le stime sulla produzione globale di cereali per la stagione 2025/26, oggetto di una lieve correzione a rialzo da parte della FAO, sono ora pari a 3.041,0 milioni di tonnellate da 3.040,1 milioni di luglio (+0,9 milioni di tonnellate). Il consumo di cereali, nel 2025/26, aumenterà a 2.960 milioni di tonnellate (+7,6 milioni di tonnellate rispetto alla previsione dello scorso mese), riflettendo il maggiore utilizzo di cereali secondari destinati all'alimentazione animale. Le scorte globali di cereali sono state riviste al ribasso a fine 2026 a 945,4 milioni di tonnellate (da 949,6 milioni). Infine, il commercio internazionale di cereali, sostenuto da mais e frumento, è atteso in rialzo a 524,5 milioni di tonnellate da 518,3 milioni stimati in precedenza. Le previsioni per la stagione 2026/27 vedono la produzione mondiale di cereali a 2.979,8 milioni di tonnellate (da 2.983,2 milioni di luglio), con il calo del mais che ha ampiamente compensato la crescita di frumento e riso. Il consumo globale di cereali è stimato in leggero aumento a 2.965,5 milioni di tonnellate (da 2.961,4 milioni dello scorso mese). È attesa una riduzione delle scorte mondiali di cereali a 947,2 milioni di tonnellate da 957,8 milioni previsti a luglio: la marcata flessione delle scorte di cereali secondari, in particolare mais e orzo, ha più che compensato il lieve incremento delle scorte di frumento e riso, lasciando il rapporto globale scorte/consumo di cereali sostanzialmente invariato nel 2027 al 32%, vicino ai livelli del 2025/26. Il commercio globale di cereali è atteso in espansione nel 2026/27 a 509,3 milioni di tonnellate (da 507,6 milioni della previsione precedente) grazie alla crescente domanda europea e al rafforzamento degli scambi nel mercato del mais, trainato principalmente dalle esportazioni di Stati Uniti e Argentina.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



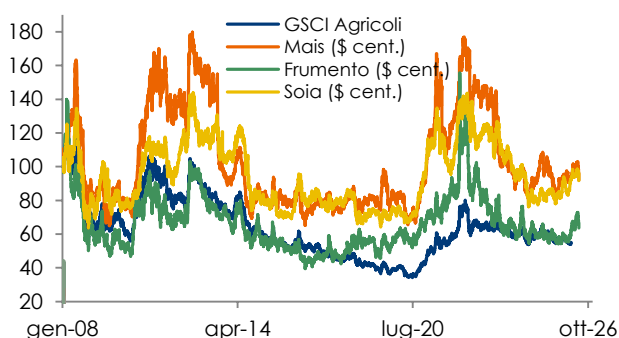
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2026)

WASDE: il report di settembre presenta un quadro complessivamente contrastato 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 aumento a 843,99 milioni di tonnellate da 843,35 milioni. Anche la stima aggiornata a settembre per la stagione 2026/27 è in espansione a 822,43 milioni di tonnellate da 819,30 milioni relativi alle proiezioni di agosto. Il consumo globale è rivisto in debole rialzo a 823,98 milioni da 823,61 milioni precedenti per la stagione in corso, mentre la previsione aggiornata per il 2026/27

è pari a 826,75 mln, in lieve incremento rispetto a 826,27 milioni della stima precedente. Per il commercio globale si attesta una crescita di +0,24 milioni di tonnellate (a 227,64 milioni da 227,40 mln) nel 2025/26, mentre per la prossima stagione è stimato a 211,77 milioni di tonnellate, in calo rispetto a 212,71 milioni previsti il mese passato. Le scorte finali per il 2025/26 sono previste in leggera salita a 280,60 milioni di tonnellate da 280,22 milioni del mese scorso. La produzione globale di **mais** per la stagione 2025/26 è in aumento a 1.330,81 milioni di tonnellate da 1.329,91 milioni della stima precedente; per la stagione 2026/27 la proiezione aggiornata è pari a 1.290,95 milioni di tonnellate, in diminuzione da 1.298,88 della previsione passata. Il consumo mondiale è atteso in ribasso di -2,65 milioni, da 1.327,78 milioni di tonnellate a 1.325,13 milioni, nel 2025/26, per poi continuare a scendere nella prossima stagione a 1.320,23 milioni di tonnellate (in calo anche rispetto alle stime di agosto, 1.323,05 milioni). Le importazioni mondiali sono state ridotte per il 2025/26 a 196,33 milioni di tonnellate da 197,25 milioni, ma risultano previste in crescita a 203,11 milioni per il 2026/27 (in calo da 203,73 milioni attesi ad agosto); per le esportazioni, le stime sono passate a 218,21 milioni di tonnellate da 220,73 mln nel 2025/26, per poi proseguire la decrescita nel 2026/27 a 210,08 milioni (in marginale contrazione anche rispetto alle stime di agosto: 210,48 milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 dovrebbero raggiungere 301,38 milioni di tonnellate, rispetto a 298,83 mln previsti ad agosto. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata a 1.629,23 milioni di tonnellate (da 1.628,02 milioni attesi ad agosto) per poi registrare una variazione negativa nella prossima stagione (2026/27) a 1.587,87 milioni da 1.593,01 milioni. Il consumo mondiale è atteso a 1.620,78 milioni di tonnellate, in flessione dalla precedente stima di agosto (1.622,62 milioni), e in ulteriore riduzione a 1.615,36 (da 1.616,90 milioni) per la stagione a venire. Le scorte finali sono attese in espansione a 332,54 milioni di tonnellate nella stagione in corso rispetto ai 330,53 mln del mese precedente. Per il mercato della **soia**, la stima della produzione mondiale per la stagione 2025/26 è rimasta pressoché invariata a 429,41 milioni di tonnellate, (dai 429,46 milioni precedenti); la previsione aggiornata per la stagione 2026/27 è invece stimata in aumento a 442,35 milioni, in rialzo contenuto anche rispetto ai 442,25 milioni previsti il mese precedente. Le esportazioni sono attese a 187,23 milioni di tonnellate (con una variazione minima delle stime rispetto allo scorso mese: 187,19 milioni), mentre per la stagione 2026/27 si attende un incremento a 191,58 mln da 190,41 milioni di tonnellate. Sono state, allo stesso modo, riviste in limitata crescita le importazioni per la stagione 2025/26 di +0,61 milioni di tonnellate (a 187,78 milioni da 187,17 mln), con un rialzo ulteriore nella stima per la stagione 2026/27 (pari a 190,42 milioni di tonnellate, in aumento 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

	21.09.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	554,5	19,3	12,9	17,0	17,5
Mais (\$ cent.)	543,0	32,0	16,6	28,7	23,3
Frumento (\$ cent.)	726,8	21,6	22,1	42,3	43,3
Soia (\$ cent.)	1.328,0	19,0	14,4	31,4	28,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: la corsa dei prezzi registrata nei mesi estivi dovrebbe rallentare consentendo alle quotazioni di consolidare su livelli comunque alti, vista la pressione generata dalle tante tensioni presenti sul mercato. Le nostre stime sui cereali indicano una tendenza generale improntata alla stabilità dei prezzi su livelli alti con pressioni rialziste comunque persistenti, sebbene mitigate da una serie di elementi che potrebbero ribilanciare il mercato. Le stime su

raccolti e scorte, in particolare, su grano e mais, prospettano un finale d'anno all'insegna della tensione sulle forniture a causa di una domanda comunque robusta, sia per l'alimentazione umana che per la zootecnica. A bilanciare questa situazione potrebbe contribuire il ruolo della Russia; nonostante le incertezze logistiche, le stime produttive di Mosca per la stagione in corso rimangono imponenti (87 milioni di tonnellate di grano). Questa immissione di prodotto sul mercato agirà da freno per le quotazioni dei cereali, impedendo aumenti incontrollati come quelli del 2022, nel pieno della crisi e col blocco del porto di Odessa. Da qui a fine anno, i prezzi dei cereali dovrebbero muoversi in un canale laterale-rialzista. I mercati rimarranno estremamente sensibili al verificarsi di anomalie climatiche nell'emisfero australe (il cui raccolto arriverà proprio verso fine anno) e all'evoluzione geopolitica, mantenendo intatto l'attuale livello dei prezzi. Più variegati gli effetti sulle soft commodity, solo in parte coinvolte nella crisi del Golfo Persico e dalle tensioni nel Mar Nero ma decisamente più esposte ai rischi climatici.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 21.09.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Mais (\$ cent.)	543,0	512,5	500,0	520,0	485,0	468,0
Frumento (\$ cent.)	726,8	720,4	725,0	730,0	717,5	595,0
Soia (\$ cent.)	1.328,0	1.253,4	1.250,0	1.220,0	1.161,5	1.135,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 21.09.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Mais (\$ cent.)	543,0	500	500	490	485	480
Frumento (\$ cent.)	726,8	750	750	730	715	690
Soia (\$ cent.)	1.328,0	1.300	1.250	1.250	1.250	1.250

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

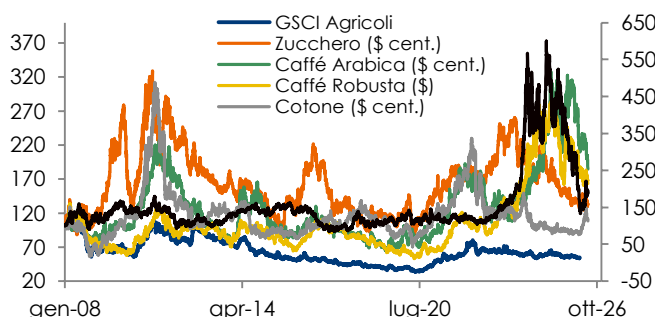
Molto più diversificato il quadro sulle soft commodity che risentono dei medesimi fattori dei cereali: il nuovo aumento dei prezzi del petrolio e del gas naturale e le difficoltà di approvvigionamento di fertilizzanti e altri prodotti chimici utilizzati in agricoltura, sia dal Golfo Persico che dal Mar Nero. Il caffè ha registrato un nuovo rialzo nei mesi estivi, coi raccolti minacciati dalle piogge in Brasile e da El Niño nel Sud-Est asiatico. Il cacao è stato molto volatile, in calo sull'aumento delle scorte a breve termine ma sostenuto dai parassiti che hanno colpito alcune piantagioni in Ghana. Di fondo però ci si attende un rialzo per fine anno a causa del possibile calo del raccolto in corso e per il classico incremento dei consumi dovuti alle festività di fine anno. In rialzo lo zucchero, in scia al rincaro del petrolio che ha, come di consueto, spostato parte della produzione di canna dalla manifattura del dolcificante a quella dei biocarburanti. Infine, stabile il cotone in lieve recupero dai minimi estivi.

Cotone: il rincaro del petrolio ha solo parzialmente innescato il classico effetto sostituzione fra la fibra naturale (più conveniente) con quella sintetica. I prezzi del cotone sono risultati stabili nelle ultime settimane ma in parziale recupero dai minimi estivi, sostenuti solo marginalmente dall'aumento del prezzo del petrolio che ha contribuito al rincaro della fibra di poliestere, confermando il classico effetto sostituzione a favore della fibra naturale. Il rialzo dei mesi estivi, che ha portato il cotone a sfiorare gli 85 centesimi, è stato provocato dalla siccità nelle piantagioni presenti negli stati del sud degli Stati Uniti e dalle forti tempeste tropicali in Asia che hanno finito per contrarre l'offerta globale. Il consolidamento dei prezzi (su livelli comunque alti) che ci attendiamo dipende invece dalla debole domanda tessile cinese. Entro fine anno, anche l'USDA prevede prezzi stabili nell'intervallo 80-90 centesimi, in linea con le nostre previsioni, poiché i consumi globali ridotti compenseranno i cali produttivi stimati.

Zucchero: la salita estiva dei prezzi dovrebbe rallentare per lasciare spazio a un consolidamento su livelli alti da qui a fine anno. Il recente rialzo dello zucchero, spintosi fino a lambire 20 centesimi, è dovuto alla forte siccità e agli incendi che hanno colpito le piantagioni del Centro-Sud del Brasile, con la conseguente riduzione dei raccolti di canna e una minor resa nella trasformazione del dolcificante. Il rincaro del petrolio e la bassa qualità della materia prima hanno poi spinto le raffinerie locali a deviare il prodotto verso la produzione di etanolo. Lo storno dei prezzi di fine estate è invece dovuto al recupero produttivo registrato in India e alle piogge abbondanti in

Thailandia che hanno aumentato la qualità e la resa della canna da zucchero proveniente dall'Asia, mitigando il deficit generato dalle minori esportazioni brasiliane. Entro fine anno, il mercato prevede prezzi stabili su livelli elevati, in linea con le nostre previsioni. I motivi risiedono nel fragile equilibrio tra domanda e offerta dovuto al persistente calo dell'export brasiliano, a cui si sommano le restrizioni al commercio dello zucchero da parte dell'India anche per la prossima stagione. Il Governo indiano intende favorire prioritariamente il mercato interno sia del dolcificante che dell'etanolo, garantendo che non siano eccessivamente intaccate le scorte alimentari domestiche, prima di allentare le misure sull'export. Una prospettiva che dovrebbe comunque evitare nuovi eccessi rialzisti da qui a dicembre, nonostante il probabile incremento stagionale dei consumi, sempre legato alle festività di fine anno.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.09.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	554,5	19,3	12,9	17,0	17,5
Cotone (\$ cent.)	79,9	5,0	18,6	23,0	24,2
Cacao (\$)	5.351,0	29,2	64,4	-26,1	-11,8
Zucchero (\$ cent.)	17,5	30,9	11,3	14,6	16,5
Caffè (Arabica) (\$ cent.)	276,4	0,5	-10,8	-24,6	-20,7
Caffè (Robusta) (\$)	3.307,0	-9,1	-12,5	-24,0	-19,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la prospettiva di raccolti abbondanti potrebbe limitare i rialzi, seppur all'interno di uno scenario con molte incertezze. Il rialzo del caffè nei mesi estivi (fino ai massimi a sei mesi registrati in luglio) è stato sostenuto dai ritardi nella raccolta e dai timori sulla qualità della materia prima generati dalle piogge eccessive in Brasile, a cui si è sommato il calo delle scorte comunicato dall'Intercontinental Exchange, Inc. (ICE). Al contrario, lo storno delle prime settimane di settembre è dovuto a piogge eccezionali in Brasile, ben oltre la media storica nello stato del Minas Gerais, che favoriscono la fioritura e migliorano la qualità del raccolto. Le nuove stime dell'International Coffee Organization (ICO) per l'annata 2025/26 indicano una produzione mondiale di 183,6 milioni di sacchi e consumi a 180,6 milioni, portando il mercato a un surplus di 3 milioni di sacchi dopo quattro anni consecutivi di deficit. Entro fine anno pensiamo possa comunque mantenersi costante la pressione al rialzo sui prezzi di entrambe le varietà di caffè, in attesa di capire se il completamento dei raccolti brasiliani porterà realmente ai massimi le esportazioni dal Paese. Anche nel caso del caffè, ci attendiamo il classico incremento stagionale dei consumi legato alle festività di fine anno.

Cacao: non si escludono nuove tensioni rialziste nel breve periodo nonostante stime di abbondanti raccolti. Il rimbalzo estivo dei prezzi del cacao, culminato con l'arrivo in area 7.000 dollari, nei primi giorni di settembre, è dovuto ai rinnovati rischi climatici legati al fenomeno de El Niño in Africa Occidentale, dove risiedono le maggiori piantagioni. Al contempo, il marginale recupero delle spedizioni dai porti della Costa d'Avorio (e Nigeria) e le scorte ICE salite ai massimi da due anni a questa parte hanno contribuito alla frenata dei prezzi a cui stiamo assistendo. Di fondo, però, la diffusione della malattia del "frutto nero" (black pod) ha frenato la maturazione delle fave di cacao, impattando non solo sui volumi ma anche sulla qualità del prodotto grezzo, e ha spinto il Ghana a tagliare le stime del raccolto 2026/27 del 13% e la Costa d'Avorio del 18%, rappresentando un elemento che sosterrà ulteriormente i prezzi del cacao. Secondo l'International Cocoa Organization (ICCO), le esportazioni globali di fave di cacao e semilavorati hanno raggiunto i 2,09 milioni di tonnellate tra gennaio e marzo 2026, registrando un calo del 2,8% rispetto allo stesso periodo della stagione precedente. La dinamica conferma che, nonostante la crescita dell'offerta, il mercato continua a incorporare un premio per il rischio

legato alle incerte condizioni climatiche che rischiano di impattare sulla produzione dell'Africa Occidentale e parzialmente su quella del Sud-Est asiatico, confermando come l'offerta non rappresenti più l'unico elemento determinante. Dopo la forte impennata dei prezzi registrata negli anni precedenti, l'industria del cioccolato sta adattando gli acquisti, in un contesto nel quale il costo della materia prima rimane alto ma la disponibilità è migliorata. Entro fine anno ci attendiamo prezzi sostenuti e volatili, anche in questo caso probabilmente guidati da un aumento dei consumi legati alle festività. Superata questa fase ci attendiamo invece un ribasso dei prezzi a metà del prossimo anno.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.09.26	2026	2027	2027	2027	2028
Cotone (\$ cent.)	79,9	83,3	87,0	83,7	79,2	80,0
Cacao (\$)	5.351,0	5.250	6.000	5.750	5.585	4.500
Zucchero (\$ cent.)	17,5	17,3	16,8	16,9	17,1	17,4
Caffè (Arabica) (\$ cent.)	276,4	322,0	311,7	322,2	329,0	320,0
Caffè (Robusta) (\$)	3.307,0	3.650	3.700	3.600	3.600	3.450

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.09.26	2026	2027	2027	2027	2028
Cotone (\$ cent.)	79,9	90	87	85	84,0	80,0
Cacao (\$)	5.351,0	6.500	6.000	5.500	5.500	4.500
Zucchero (\$ cent.)	17,5	19,0	18,0	17,5	17,5	17,5
Caffè (Arabica) (\$ cent.)	276,4	350	340	330	330	320
Caffè (Robusta) (\$)	3.307,0	3.800	3.700	3.600	3.600	3.450

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.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