

Mensile Materie Prime

La crisi in Medio Oriente si somma all'incertezza sui dazi

Energia: outlook Neutrale, fra tensioni geopolitiche e timori per gas e petrolio

Confermiamo il nostro outlook Neutrale ma alziamo leggermente le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent, nell'ipotesi che, superato lo shock legato alla crisi in Iran, i valori ritornino poco sopra i livelli precedenti, essendosi chiuso il divario apertosi a seguito degli attacchi. Il riformimento dei depositi europei di metano sta avvenendo in un contesto ancora più complicato di quanto ci aspettavamo, fra tensioni geopolitiche e timori di blocchi delle forniture, nuove regole europee e la totale esclusione di qualsiasi tipo di approvvigionamento dalla Russia, col risultato di aumentare la pressione rialzista sul metano.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, lieve impatto dalle tensioni geopolitiche

Il nostro scenario di previsione incorpora la novità dell'inasprimento della crisi mediorientale che pone ancor più in secondo piano i timori legati alla "guerra commerciale". Questo avvicendamento di elementi, che ha comunque alimentato l'avversione al rischio sui mercati, non si è completamente scaricato sui Preziosi sostenendo il nostro approccio neutrale.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo a fronte di fondamentali immutati

Le minori tensioni commerciali, dopo il parziale accordo fra Stati Uniti e Cina siglato a Ginevra lo scorso mese, hanno consentito alle quotazioni dei Metalli industriali di risalire dai minimi visti in aprile, dopo l'iniziale introduzione delle tariffe. I minori timori per la crescita economica si sono però scontrati col ritorno delle tensioni in Medio Oriente accrescendo la volatilità anche dei Metalli. In questo contesto complicato ribadiamo la nostra visione moderatamente positiva.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, regna la totale incertezza sui dazi

La fase di tensione legata alla totale incertezza in cui versa la trattativa commerciale sul comparto agro-alimentare continua a invitare alla cautela. Si conferma anche questo mese la pressione speculativa sui prezzi dei cereali, favorita dalla mancanza di accordo fra i principali soggetti colpiti dalle tariffe statunitensi (per ora sospese), che ci consente di riaffermare la nostra previsione di rialzo lungo tutto l'orizzonte di previsione.

■ Soft Commodity:

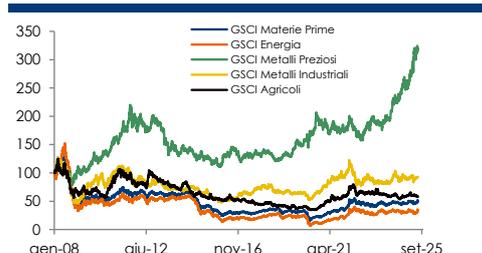
- Cotone:** il quadro di incertezze rallenta il previsto recupero delle quotazioni.
- Zucchero:** l'aumento della produzione in Brasile ha rallentato il recupero dei prezzi.
- Caffè:** le tensioni sui mercati frenano i prezzi, in un quadro di fondamentali molto incerti.
- Cacao:** il calo di giugno può favorire un rimbalzo ma non muta le prospettive di lungo.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	24.06.25	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.716,3	1,7	14,9	128,8
GSCI Energia	620,8	-2,5	17,5	174,6
GSCI Met. Preziosi	3.653,8	25,1	68,9	79,8
GSCI Met. Industriali	1.742,0	5,8	12,3	58,8
GSCI Prod. Agricoli	487,5	-5,3	-17,0	65,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 24.06.2025

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

25 giugno 2025 - 16:27 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 giugno 2025 - 16:33 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Giù.	Mag.
WTI	=	=
Brent	=	=
Gas naturale	=	=
Gasolio	=	=
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

(%)	2025	2024
WTI	-10,2	0,1
Brent	-10,0	-3,1
Gas naturale	-2,6	44,5
Gasolio	-3,9	-7,4
Oro	25,6	27,5
Argento	22,2	21,4
Rame	10,3	2,4
Alluminio	1,1	7,0
Zinco	-9,9	11,9
Nickel	-2,7	-7,7
Mais	-9,2	-2,7
Frumento	-2,9	-12,2
Soia	4,9	-22,8
Cotone	-3,5	-15,6
Caffè Arabica	-1,4	69,8

Fonte: Bloomberg; dati al 24.06.2025

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.06.2025 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: petrolio e metano ritracciano dopo la crisi in Iran

Se le trattative e i primi accordi commerciali sottoscritti avevano ridotto le tensioni, la crisi in Medio Oriente ha temporaneamente reso incerto il quadro globale. Se le trattative e i primi accordi commerciali siglati avevano ridotto i timori sullo scenario economico mondiale e migliorato le aspettative sulla domanda di materie prime, almeno nel breve termine, la crisi in Medio Oriente ha temporaneamente amplificato la volatilità sui mercati accrescendo il nervosismo degli operatori. La prospettiva di una crescita economica più lenta, accompagnata da limitata propensione agli investimenti da parte delle imprese, da scarsa propensione ai consumi delle famiglie e da aspettative di elevata inflazione, dovrebbe scoraggiare la domanda di materie prime cicliche, incluse quelle energetiche e i metalli industriali. Per quanto riguarda il petrolio, le spinte ribassiste alimentate dal ciclo macroeconomico e dalle politiche energetiche espansive dell'OPEC+, impegnata nella progressiva eliminazione dei tagli volontari, potrebbero essere sufficienti a controbilanciare le preoccupazioni sulle forniture dall'area mediorientale, in caso di ulteriore escalation delle tensioni geopolitiche. Il comparto dei metalli industriali ha subito le maggiori distorsioni a causa delle tariffe statunitensi, sia implementate che minacciate, e questo lo condanna a una fase di oggettiva incertezza, fino a quando non saranno chiariti tempi e dimensioni degli aggravii o, nel caso più favorevole, non si verificherà un vero e proprio cambio di strategia da parte dell'Amministrazione USA. Infine, le merci agricole hanno risentito di pressioni ribassiste per l'aspettativa che un rallentamento della crescita mondiale potesse generare un calo dei consumi di derrate alimentari, una prospettiva che si è concretizzata solo parzialmente in questi primi sei mesi dell'anno. Anche per questo motivo, se nei mesi estivi si allentassero le preoccupazioni relative ai dissidi commerciali, i prezzi delle materie prime agricole potrebbero rapidamente recuperare ulteriore terreno.

L'OPEC+ conferma l'aumento dell'offerta anche a luglio. Lo scorso 31 maggio l'OPEC+ ha deciso un nuovo incremento della produzione di petrolio anche per il mese di luglio, aggiungendo 411.000 barili al giorno alla produzione esistente. Questo aumento segue quelli analoghi di maggio e giugno, e rientra nel piano dei produttori di eliminare i tagli volontari e accrescere le proprie quote di mercato per contrastare anche i prezzi elevati del petrolio. Le nuove sanzioni sul greggio russo, il sostanziale azzeramento dell'export dal Venezuela imposto a Chevron e l'embargo al petrolio dell'Iran sono tutti elementi che ovviamente hanno favorito questa decisione. La mossa effettuata dall'OPEC+ accelera ulteriormente (dopo la sorpresa di giugno) il ritorno sul mercato dei 2,2 milioni di barili al giorno volontariamente esclusi, azzerando rapidamente i tagli effettuati solo da alcuni paesi: Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman. Se il nuovo ritmo di aumento dell'offerta fosse mantenuto costante anche per i prossimi mesi, l'OPEC+ potrebbe portare a termine la sua strategia già a settembre di quest'anno, rispetto a luglio del 2026 come previsto in precedenza. Il corposo incremento della produzione deciso, che inizialmente aveva destato più di una perplessità, ora assume un significato del tutto diverso, alla luce della crisi lampo in Iran e del temporaneo rialzo dei prezzi petroliferi. Le quotazioni del greggio sono infatti tornate sostanzialmente ai livelli precedenti l'aumento dell'offerta, in una singolare coincidenza di tempistiche ed eventi. I leader dell'OPEC+ si vedranno in videoconferenza il 6 luglio per decidere quale livello di offerta rendere disponibile dal mese di agosto sulla base delle osservazioni che emergeranno dal meeting JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee), l'incontro fra i tecnici dei paesi produttori previsto il giorno stesso.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.06.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.716,3	1,7	14,9	128,8
GSCI Energia	620,8	-2,5	17,5	174,6
WTI (\$)	64,4	-10,2	-6,9	66,2
Brent (\$)	67,1	-10,0	-9,1	63,6
Gas Naturale (\$)	3,5	-2,6	29,6	138,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

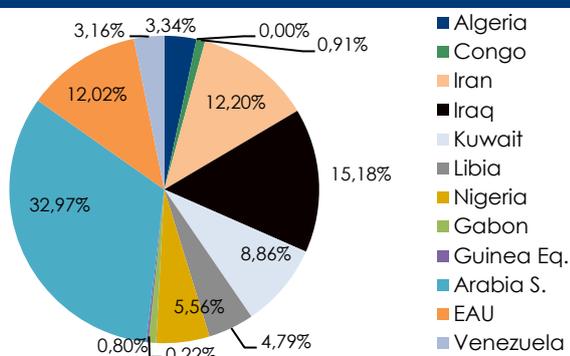
Le tensioni in Medio Oriente hanno solo ampliato la volatilità di petrolio e gas senza mutare lo

scenario di fondo. Il cambio di strategia dell'OPEC+, che ha rapidamente iniziato a eliminare i tagli volontari ampliando l'offerta disponibile, aveva lasciato presupporre che i prezzi del petrolio potessero rimanere fra 60 e 68 dollari al barile per un periodo prolungato, vista l'incertezza sull'evoluzione delle politiche commerciali americane e sui loro impatti negativi su crescita e inflazione mondiali. A cambiare solo temporaneamente lo scenario è stato il deflagrare della crisi fra Israele e Iran, ora in via di risoluzione. Il divario in termini di capacità offensiva, rispetto agli Stati Uniti (e a Israele), è apparso subito chiaro, oltre che amplificato dal crescente isolamento internazionale dell'Iran. Nonostante gli Stati Uniti abbiano dichiarato inizialmente di non voler intervenire, l'ingresso attivo nel conflitto è poi avvenuto, con danni ingenti alle strutture iraniane di arricchimento dell'uranio. Una mossa che ha di fatto stroncato sul nascere qualsiasi possibilità di prolungare lo scontro, palesando la totale impotenza militare della Repubblica islamica. Questo successo ha consentito a Trump di intestarsi la paternità del "cessate il fuoco", completando il presidio di un'area strategica dal punto di vista energetico, soprattutto in chiave anti-Cina, visto che la quasi totalità del petrolio iraniano è acquistato da Pechino. La reazione dei mercati all'intervento USA è stata decisamente più limitata rispetto all'attacco iniziale di Israele, probabilmente perché le prospettive di un'escalation che potesse coinvolgere Russia o Cina sono apparse da subito inconsistenti. La rapida fine delle ostilità era una prospettiva ritenuta molto probabile: le possibili rappresaglie militari iraniane o condotte attraverso gruppi terroristici affiliati difficilmente avrebbero potuto portare al blocco dello stretto di Hormuz. Un'ipotesi remota che avrebbe comunque provocato una reazione immediata degli Stati Uniti. Non sorprende dunque che i principali canali di trasmissione dei potenziali effetti sull'economia mondiale, petrolio e gas, abbiano reagito immediatamente con un forte storno all'avvenuto "cessate il fuoco".

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di giugno, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata in aumento da 42,7 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 (+0,4 mb/g su base annua, rivisto al rialzo dai 42,6 mb/g del mese scorso) a 43,2 mb/g nel 2026 (+0,5 mb/g su base annua, rivisto al rialzo dai 42,9 mb/g di maggio). La domanda globale di petrolio dovrebbe crescere dal livello record di 105,1 mb/g del 2025 (+1,3 mb/g su base annua, rivisto al rialzo dai 105,0 mb/g del mese scorso) a un nuovo massimo storico di 106,4 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g su base annua, rivisto al rialzo dai 106,3 mb/g di maggio). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe aumentare da 54,0 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g su base annua, invariato rispetto al mese scorso) a 54,7 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g su base annua, rivisto al ribasso rispetto ai 54,8 mb/g stimati in precedenza). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono aumentate di circa 5,0 milioni di barili, attestandosi a 2.739 milioni di barili, corrispondenti a circa 59,7 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia

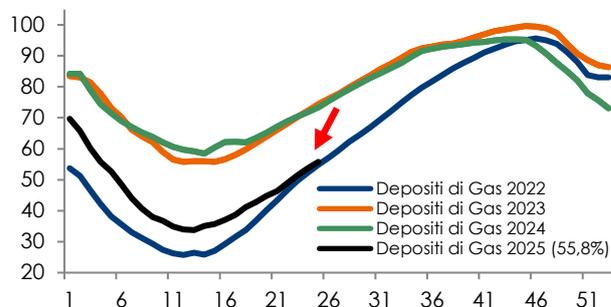
Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di giugno (**OMR**), ha previsto un quadro più debole per il 2025 e il 2026, a causa della revisione al ribasso delle stime sulla domanda globale e della revisione al rialzo dell'offerta globale. Secondo le nuove stime, la domanda globale dovrebbe crescere da 103,0 mb/g nel 2024 (rivista al ribasso da 103,2 mb/g nelle stime del mese scorso) a 103,8 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, rivista al ribasso da 103,9 mb/g), e a 104,5 mb/g nel 2026, un nuovo record storico (+0,7 mb/g a/a, rivista al ribasso da 104,7 mb/g di maggio). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,3 mb/g nel 2024 (rivista al rialzo dai 70,2 mb/g del mese scorso) a 71,6 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 71,5 mb/g) e a 72,4 mb/g nel 2026, un nuovo record (+0,8 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 72,3 mb/g precedenti). Infine, la "call on OPEC crude", ovvero il volume di greggio che l'OPEC deve produrre per mantenere l'equilibrio del mercato, scenderà da 27,2 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso dai 27,4 mb/g delle stime del mese scorso) a 26,5 mb/g nel 2025 (-0,7 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 26,7 mb/g di maggio) e a 26,2 mb/g nel 2026 (-0,3 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 26,5 mb/g precedenti). Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di giugno, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 102,7 mb/g nel 2024 (invariato rispetto al mese scorso) a 103,5 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 103,7 mb/g del mese scorso) e a 104,6 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, invariato rispetto alla precedente stima), segnando un nuovo record. Si stima che l'offerta non-OPEC aumenterà da 70,4 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso) a 71,6 mb/g nel 2025 (+1,2 mb/g a/a, invariata rispetto alla stima di maggio) e a 72,2 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 72,7 mb/g del mese scorso), segnando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 26,7 mb/g nel 2024 (invariati rispetto a maggio), per poi aumentare a 27,0 mb/g nel 2025 (+0,3 mb/g a/a, rivisti al rialzo rispetto ai 26,9 mb/g del mese scorso) e a 27,1 mb/g nel 2026 (+0,1 mb/g a/a, rivisti al rialzo rispetto ai 26,9 mb/g della stima precedente).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.05.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



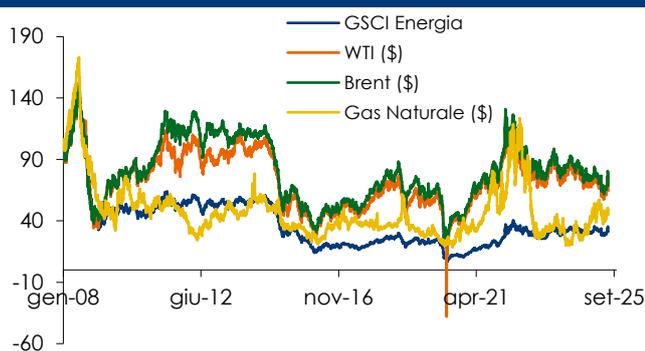
Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 22.06.2025

Si placano i timori per le forniture di gas dovuti alle tensioni in Medio Oriente, mentre l'Europa modifica le regole sullo stoccaggio delle riserve.

La crisi fra Israele e Iran e il ruolo attivo svolto dagli Stati Uniti hanno aumentato i timori per le forniture di gas in partenza da quell'area, in caso di blocco dello stretto di Hormuz. Le recenti evoluzioni e il sostanziale "cessate il fuoco", dopo il duro bombardamento effettuato dagli americani hanno scongiurato questa ipotesi. Una rappresaglia dell'Iran, in quel tratto di mare, è apparsa da subito di difficile realizzazione, impraticabile sia dalle forze armate iraniane sia attraverso eventuali attentati terroristici. Inoltre, nel concreto, il grosso delle spedizioni di gas naturale liquefatto (GNL) da quell'area è diretto in Asia, e non in Europa, anche se è apparso comunque evidente che un aumento delle tensioni sul mercato fisico e della volatilità dei prezzi sulle quotazioni asiatiche avrebbe potuto incidere anche sui contratti europei. L'unico elemento di reale preoccupazione poteva riguardare il trasporto del metano liquefatto, che non ha alternative rispetto alla spedizione navale, non esistendo gasdotti terrestri nell'area. Le temporanee tensioni geopolitiche si sono innestate in un

quadro già complicato: nonostante le consegne di metano liquefatto in Europa siano state abbondanti, le scorte sono ancora inferiori alla media stagionale, in questa delicata fase di accumulo estiva in vista dei consumi del prossimo inverno. Lo stop delle spedizioni di gas russo attraverso l'Ucraina è un fattore che è ormai strutturalmente scontato dal mercato, dato che sono sfumate tutte le ipotesi di accordo causando un netto rialzo dei prezzi del TTF (il contratto europeo sul gas quotato ad Amsterdam), ormai stabilmente sopra i 30 euro per MWh. I dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe (GIE) mostrano che al 22 giugno i depositi europei erano pieni appena al 55,8%, un livello che non ha bisogno di commenti e che evidenzia le difficoltà che attraversa il sistema dopo la drastica riduzione delle sue fonti di approvvigionamento. Secondo le nostre simulazioni, le scorte europee potrebbero raggiungere un picco dell'82% prima del prossimo inverno (con un intervallo di confidenza compreso fra 75% e 85%). Sarebbe il risultato peggiore dal 2021, quando i depositi toccarono un massimo di appena il 77,3% di riempimento il 21 ottobre. In questo scenario, la Commissione Europea desidera tagliare definitivamente gli acquisti di gas naturale e GNL dalla Russia. A tal fine, il 17 giugno ha presentato un disegno di legge che vieterebbe di stipulare nuovi contratti a partire dal 2026, proibirebbe gli acquisti a breve termine sul mercato spot a partire dal 17 giugno del prossimo anno e addirittura vorrebbe totalmente eliminare l'import di gas russo (via TurkStream e GNL) entro la fine del 2027. Tutti i contratti russi a lungo termine dovrebbero essere quindi rescissi entro quella data, chiudendo definitivamente il canale di approvvigionamento russo. Ovviamente non è scontato che la proposta diventi legge, poiché è necessaria l'approvazione del Parlamento Europeo tramite maggioranza semplice e la ratifica del Consiglio Europeo tramite maggioranza qualificata. In precedenza, nel tentativo di ridurre la pressione sui prezzi, il Parlamento Europeo aveva già approvato la proposta della Commissione che vorrebbe abbassare l'obiettivo di riempimento dei depositi di gas dal 90% all'83%, da raggiungersi in qualsiasi momento tra il 1° ottobre e il 1° dicembre di ogni anno. Il precedente regime del 90% sarebbe comunque terminato a dicembre 2025. Il pessimismo emerso fra gli operatori rispetto al raggiungimento di tale soglia (90%), unito alla proposta di blocco di qualsiasi gas di origine russa e alla recente volatilità generata dalle tensioni geopolitiche, rischia di premere ancora sui prezzi nel pieno degli acquisti estivi. Stimiamo che il prezzo del TTF, il benchmark europeo, possa mantenersi in un intervallo fra i 30 e i 40 euro per MWh, con un'estensione massima fino a 50 euro (a cui associamo una probabilità contenuta) nella stagione estiva, anche se il processo di accumulo delle scorte dovesse proseguire senza intoppi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	620,8	-3,7	3,2	0,2	-2,5
WTI (\$)	64,4	-6,7	-8,2	-20,4	-10,2
Brent (\$)	67,1	-8,1	-8,8	-21,0	-10,0
Gas Naturale (\$)	3,5	-7,9	-10,4	28,3	-2,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: il rialzo del petrolio, legato alla crisi in Medio Oriente, è risultato temporaneo e controbilanciato dal deciso cambio di strategia dei produttori OPEC+. I rischi sul gas naturale europeo permangono fra timori per le forniture, blocco del gas russo e nuove regole sugli stoccaggi.

Il rialzo dei prezzi petroliferi a seguito del conflitto in Iran appare di natura temporanea. Passata questa fase iniziale di interventi militari, che hanno visto il coinvolgimento degli Stati Uniti dopo i primi attacchi di Israele, l'obiettivo auspicabile per tutti gli attori coinvolti resta quello di giungere a un accordo

duraturo sul nucleare, dopo il recente "cessate il fuoco". Il sistema economico globale è adeguatamente rifornito di greggio ed era comunque apparso in grado di affrontare temporanei cali di produzione dal Medio Oriente. Per questo motivo la violenta reazione delle quotazioni ad eventi inattesi non va mai confusa con l'effettiva scarsità sul mercato fisico. Alla luce del recente mutamento di scenario geopolitico, pensiamo che con la rapida chiusura della fase più acuta della crisi, il petrolio Brent potrebbe tornare a oscillare tra 60 e 75 dollari, con una media di 70 dollari nel 3° e 4° trimestre del 2025, e probabilmente anche nel 2026. Uno strascico temporale della crisi, con l'alternarsi di timori per le forniture di petrolio e maggiori difficoltà nel giungere a un accordo sul nucleare, potrebbe mantenere il greggio in una fascia più alta della precedente: tra 70 e 85 dollari. Maggior apprensione destano le forniture di metano in partenza dall'area mediorientale e dirette, nello specifico, verso l'Asia. Il gas liquefatto non ha infatti alternative oltre al trasporto marittimo (tramite lo stretto di Hormuz), vista la mancanza di gasdotti terrestri nell'area. È evidente che anche solo un temporaneo blocco del traffico navale avrebbe ripercussioni più immediate sui prezzi globali e, di conseguenza, anche sul contratto europeo. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale ma alziamo leggermente le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Il superamento dello shock legato alla crisi in Iran dovrebbe riportare i prezzi solo poco sopra i livelli precedenti, chiudendo il divario apertosi a seguito degli attacchi. Il rifornimento dei depositi europei di gas naturale sta avvenendo in un contesto più complicato di quanto ci aspettavamo, fra tensioni geopolitiche, nuove regole europee e totale esclusione di qualsiasi tipo di fornitura dalla Russia, col risultato di mantenere alta la pressione rialzista sul metano, soprattutto nel breve periodo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	24.06.25	2025	2025	2026	2026	2027
WTI (\$)	64,4	64,1	63,5	63,5	64,5	67,0
Brent (\$)	67,1	67,2	65,0	65,5	65,0	70,0
Gas Naturale (\$)	3,5	3,8	4,0	4,1	3,9	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

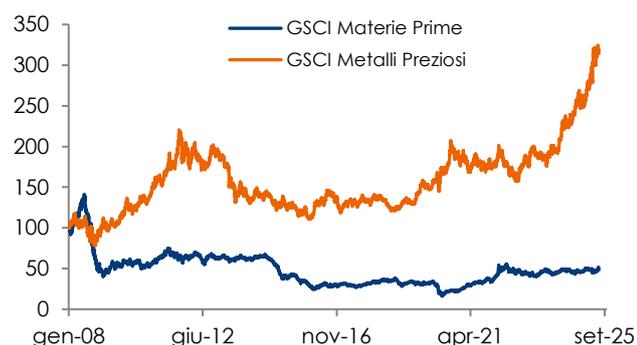
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	24.06.25	2025	2025	2026	2026	2027
WTI (\$)	64,4	68,0	68,0	67,0	67,0	67,0
Brent (\$)	67,1	70,0	70,0	70,0	70,0	71,0
Gas Naturale (\$)	3,5	3,5	3,8	3,9	4,0	4,3
TTF (€/MWh)	35,9	38,0	42,0	35,0	30,6	24,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: lieve impatto dalle tensioni geopolitiche

La guerra fra Israele e Iran ha innalzato l'avversione al rischio e alimentato la domanda di beni rifugio che ha coinvolto solo marginalmente i Preziosi. L'aggravarsi della crisi in Medio Oriente con lo scoppio del conflitto fra Israele e Iran ha spinto al rialzo gli asset difensivi come l'oro, che non ha però rinnovato il massimo storico (3.500 dollari per oncia) segnato ad aprile in concomitanza con l'introduzione dei dazi di Trump. Una reazione attesa ma che è apparsa piuttosto contenuta, rispetto alla gravità della situazione. A dimostrazione di come gli alti livelli già raggiunti dal metallo auro impediscano ulteriori accelerazioni e confermino la nostra idea di una minor forza intrinseca del movimento rialzista, in atto ormai dalla fine del 2023. La sostanziale differenza fra questa crisi e le tensioni generate dalle tariffe è che allora gli investitori avevano repentinamente abbandonato il dollaro, la vera vittima della guerra commerciale, spingendo a nuovi massimi l'oro, mentre, in questo caso, proprio per il ruolo strategico degli Stati Uniti come ago della bilancia dell'area mediorientale, gli acquisti difensivi si sono indirizzati anche sul biglietto verde, dimenticando i timori sulla tenuta del bilancio statunitense e tutto l'insieme di criticità che gravano, in questo momento storico, sul "sistema America". La vera novità di questi ultimi due mesi è lo straordinario rialzo del platino, come conseguenze della forte domanda cinese derivante dal comparto della gioielleria. Per questi motivi, non modificiamo il nostro outlook che resta Neutrale per il 2025, nonostante i nuovi massimi che potrebbe ancora registrare l'oro. Dopo il rialzo degli ultimi due mesi, i metalli con usi più industriali restano candidati a un maggior recupero più nel medio-lungo termine, quando la richiesta che arriverà dalla transizione "green" premerà sui prezzi.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

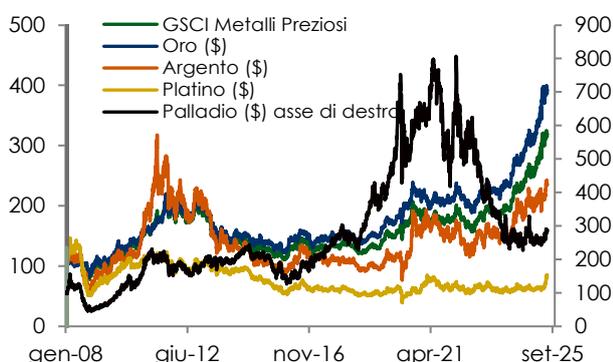
	Valore 24.06.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.716,3	1,7	14,9	128,8
GSCI Met. preziosi	3.653,8	25,1	68,9	79,8
Oro (\$)	3.318,5	25,6	72,7	88,2
Argento (\$)	35,8	22,2	59,4	101,2
Platino (\$)	1.312,4	44,5	42,4	63,0
Palladio (\$)	1.060,2	16,0	-17,7	-42,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Immutata la previsione di consolidamento per il comparto dei Preziosi nel corso del 2025. L'oro continua la sua dinamica rialzista ma più lentamente, come dimostrato dalla reazione contenuta che hanno avuto le quotazioni auree nel pieno della crisi Israele-Iran, marcando la differenza con quanto era invece successo con l'introduzione dei dazi in aprile e il raggiungimento del massimo storico a 3.500 dollari l'oncia. Tornano a destare preoccupazione i possibili sviluppi geopolitici in Russia e Medio Oriente, il persistere di queste tensioni potrebbe spingere il prezzo dell'oro a nuovi record ma pur sempre all'interno di un quadro di minor forza del movimento. Nel medio-lungo, invece, è probabile che possano calare gli acquisti delle banche centrali di metallo fisico da imputare a riserva, determinanti negli scorsi trimestri nell'alimentare il rialzo dell'oro. Sull'**argento**, riteniamo continuerà a persistere una maggior volatilità rispetto all'oro a causa delle scarse riserve presso il London Metal Exchange (LME) nonostante la forte reazione rialzista, avuta in coincidenza col deflagrare degli scontri fra Israele e Iran. La forte accelerazione positiva di **platino e palladio** grazie all'atteso recupero della domanda mondiale muta il nostro profilo di previsione che vede ora un possibile consolidamento dei prezzi nel breve per il palladio e una possibile pausa fisiologica per il platino, rimandando il maggior rialzo al medio-lungo termine. In particolare, ha sorpreso il forte incremento della domanda di platino da parte del settore automobilistico, della gioielleria e del comparto elettronico. Nello specifico, il platino è

ampiamente utilizzato nel settore automobilistico nella produzione di convertitori catalitici che facilitano la trasformazione dei gas tossici (come il monossido di carbonio e l'ossido di azoto) in sostanze meno nocive. Il prezzo del platino è salito anche a causa del calo delle scorte in superficie, che dovrebbero scendere del 25% quest'anno, riducendo l'offerta di immediata reperibilità a soli 2,5 milioni di onces. Le miniere di platino produrranno circa 6,9 milioni di onces quest'anno, il livello più basso degli ultimi cinque anni, a causa dei problemi in Sudafrica e Russia. Dati recenti del World Platinum Council (WPIC) mostrano che il mercato del platino indica un deficit di circa 848.000 onces quest'anno, una dimensione frutto della differenza fra una domanda di circa 7,9 milioni di onces e un'offerta di circa 7,2 milioni di onces. La domanda di platino è stata particolarmente forte in Cina, specie dal comparto della gioielleria, con volumi record quest'anno. Il WPIC prevede che la domanda globale di gioielli realizzati con il metallo prezioso crescerà anche nella seconda parte dell'anno.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.653,8	9,0	25,0	39,7	25,1
Oro (\$)	3.318,5	9,8	26,8	43,2	25,6
Argento (\$)	35,8	6,3	20,5	23,9	22,2
Platino (\$)	1.312,4	33,5	38,7	32,7	44,5
Palladio (\$)	1.060,2	10,4	11,3	12,3	16,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale sui Preziosi; la pressione rialzista sull'oro resta presente ma il movimento appare rallentato, un elemento che conferma la nostra prospettiva di consolidamento (su livelli alti) delle quotazioni. Il nostro scenario di previsione incorpora la novità dell'inasprimento della crisi mediorientale che pone ancor più in secondo piano i timori legati alla "guerra commerciale". Questa rotazione di elementi, che ha comunque alimentato l'avversione al rischio sui mercati, non si è completamente scaricata sui Preziosi sostenendo il nostro approccio neutrale. Nonostante siano leggermente cambiati la composizione e il peso delle componenti dello scenario sull'oro, la pressione rialzista resta presente, ma meno robusta rispetto ai mesi scorsi, come dimostra il mancato rinnovo dei massimi storici in coincidenza con l'attacco israeliano a Teheran, questo tuttavia non preclude il verificarsi di nuovi massimi. Anche lo scenario sul dollaro è parzialmente variato: la valuta americana, che ha subito in pieno i possibili riflessi negativi delle politiche economiche del nuovo Governo statunitense, ha leggermente recuperato grazie alle minori tensioni sui dazi e beneficiato del suo ritrovato ruolo di moneta difensiva. Per tutte queste ragioni ribadiamo il nostro outlook Neutrale sul comparto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	24.06.25	2025	2025	2026	2026	2027
Oro (\$)	3.318,5	3.179,7	3.200,0	3.200,0	3.025,0	2.900,0
Argento (\$)	35,8	34,0	34,9	34,9	35,0	34,0
Platino (\$)	1.312,4	1.045,0	1.057,5	1.062,5	1.150,6	1.200,0
Palladio (\$)	1.060,2	972,5	980,0	990,0	964,0	965,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	24.06.25	2025	2025	2026	2026	2027
Oro (\$)	3.318,5	3.425	3.300	3.200	3.050	3.100
Argento (\$)	35,8	35,0	33,0	32,5	33,0	34,0
Platino (\$)	1.312,4	1.096	1.150	1.175	1.205	1.225
Palladio (\$)	1.060,2	1.010	1.070	1.120	1.155	1.195

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: permane l'incertezza nonostante la pausa nelle tariffe

La sospensione delle tariffe ha ridotto le tensioni commerciali ma non ha eliminato l'incertezza sui Metalli industriali, specie sul mercato fisico. La sospensione dei dazi e il parziale accordo con la Cina hanno ridotto le tensioni ma non eliminato l'incertezza che grava sul comparto dei Metalli Industriali. Al momento sono sospesi sino al 9 luglio sia i dazi bilaterali verso tutti i paesi, tranne la Cina, annunciati nel "Liberation day" del 2 aprile, sia le tariffe del 50% imposte all'Europa e annunciate il 23 maggio. Se i paesi non raggiungeranno un accordo con gli Stati Uniti entro il 9 luglio, tornerebbero in vigore le tariffe del 2 aprile (circa il 20% per l'Europa). La Cina, sino al 12 agosto, è gravata invece da una tariffa media ridotta al 30%, a fronte del precedente dazio medio di circa il 145%. Se entro tale data non si siglerà un nuovo accordo commerciale, i dazi per Pechino tornerebbero a salire, in media, al 54% (un livello superiore al 34% annunciato il 2 aprile). A livello settoriale sono tuttora in vigore, e non saranno probabilmente abrogate, tariffe elevate sul settore automobilistico e su altri beni, fra cui spiccano pannelli fotovoltaici, semiconduttori, alluminio e acciaio (dazi raddoppiati dal 25% al 50% dal 4 giugno per tutti i paesi esportatori tranne Regno Unito, che ha già siglato un accordo commerciale con gli USA). Sono invece esentate dai dazi bilaterali le importazioni di valore inferiore agli 800 dollari e del settore Tecnologico. Nuove tariffe potrebbero essere annunciate nei prossimi mesi sul settore farmaceutico e metallurgico, rame raffinato in primis, non appena terminerà l'approfondimento del Dipartimento del Commercio su quali siano le nazioni che maggiormente lo esportano verso gli Stati Uniti. Questa incertezza continua ad alimentare il rapido calo delle scorte di rame disponibili sui mercati, come ribadito anche questo mese dalle due principali borse, il COMEX e l'LME. Non a caso, mentre si attende l'accordo commerciale con gli Stati Uniti, l'Europa resta intenzionata a sostenere ed espandere le proprie capacità siderurgiche, in particolare nel settore dell'acciaio e dei metalli industriali. Al momento, l'Europa è ancora in grado di soddisfare gran parte della domanda domestica di acciaio (90%) e rame (83%), mentre appare in difficoltà per alluminio (46%) e nickel (25%), per di più nella prospettiva di una crescente domanda derivante dalla spesa per la difesa che dovrà essere conclusa entro il 2030. La forte erosione delle scorte e il massiccio aumento della spesa militare potrebbero quindi continuare a sostenere i prezzi, anche se diminuissero le tensioni dal lato commerciale.

Cina: la sospensione di 90 giorni dei dazi migliora il sentiment di mercato ma la questione non è risolta e tornerà d'attualità dopo l'estate. L'intesa siglata a Ginevra fra Stati Uniti e Cina, lo scorso maggio, in cui le parti si sono impegnate a sospendere per 90 giorni una parte delle loro tariffe punitive, ha contribuito ad allontanare i timori di una recessione globale più profonda. Questo allentamento delle tensioni commerciali ha immediatamente portato a un nuovo anticipo degli acquisti da parte dei compratori cinesi, che, approfittando della finestra temporale, hanno fatto incetta di rame e alluminio, spingendo i prezzi verso l'alto. Un comportamento identico a quello tenuto fino al fatidico "Liberation Day", quando le quotazioni di tutti i metalli erano salite, spinte dall'anticipo di forniture in vista dell'introduzione dei dazi, per poi crollare dopo il varo delle tariffe, fra aprile e maggio. In mancanza di un accordo strutturale, la sensazione è che il mercato fisico dei metalli possa essere travolto da una forte pressione rialzista, in arrivo in particolare da alcuni comparti. Il settore Auto utilizza alluminio in quantità crescenti per realizzare componenti leggeri e resistenti, utili sia per rispettare i vincoli ambientali in materia di emissioni ma anche per efficientare i consumi, in una transizione che passa dai modelli ibridi a quelli totalmente elettrici, dove il rapporto peso ed energia è diventato fondamentale. Non a caso, il rincaro dell'alluminio è una delle principali preoccupazioni del settore manifatturiero cinese, ormai leader nella produzione di veicoli elettrici. A livello globale il comparto automobilistico rappresenta circa il 25% della domanda di alluminio; è evidente che un eccessivo rincaro delle quotazioni inciderebbe su tutta la filiera, dai produttori di componentistica ai consumatori finali. I costruttori si troverebbero infatti costretti a ritoccare al rialzo i listini, rallentando ulteriormente un mercato in difficoltà in cui proprio il settore dell'auto elettrica ha subito un forte rallentamento a causa anche degli alti tassi d'interesse e della frenata dei consumi per via dell'incertezza economica. Il rincaro del rame rischia invece di essere un problema per il settore dell'elettronica di consumo

e delle tecnologie digitali (smartphone e computer) ma anche per i sistemi fotovoltaici e di ricarica elettrica, che sono fortemente dipendenti dalle oscillazioni del rame e che, ancora una volta, rischierebbero di rallentare quella "transizione energetica" che resta al centro degli obiettivi dei principali paesi, Cina inclusa nel suo ruolo di produttore globale.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.06.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.716,3	1,7	14,9	128,8
GSCI Industriali	1.742,0	5,8	12,3	58,8
Rame (\$)	9.669,0	10,3	15,2	64,1
Alluminio (\$)	2.579,0	1,1	18,6	64,3
Zinco (\$)	2.661,3	-9,9	13,2	31,1
Nickel (\$)	14.920,0	-2,7	-30,0	19,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

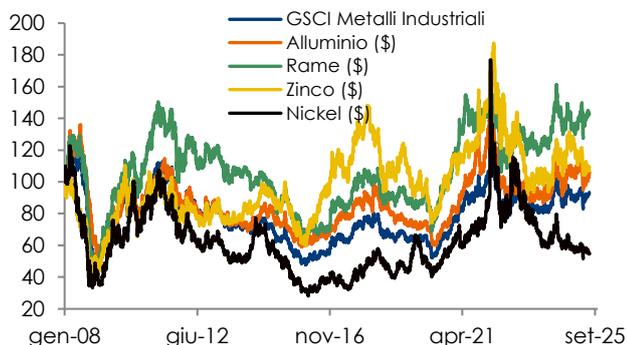
Alluminio: l'aumento dei dazi al 50% dal 4 giugno accresce l'incertezza. La decisione del presidente Trump di raddoppiare i dazi sulle importazioni di alluminio al 50% (dal 4 giugno) probabilmente farà aumentare i prezzi del metallo e i costi per i suoi utilizzatori. I premi pagati dalla manifattura statunitense che acquista alluminio sul mercato fisico domestico sono già saliti di oltre il 160% da inizio anno, con un movimento iniziato prima del varo effettivo delle tariffe. Il passaggio a un dazio del 50% implicherà un ulteriore rialzo dei premi pagati per mantenere il flusso di metallo in ingresso nel sistema statunitense. Quello che infatti potrebbe accadere è che questo eccessivo rincaro delle tariffe, limitato al mercato americano, porti a un naturale spostamento dei flussi di materia prima grezza verso altri mercati. Questo rischia di generare un probabile duplice effetto negativo: (1) distorcere i costi di approvvigionamento o peggio (2) creare un eccesso indesiderato di offerta che finisca per deprimere la redditività dei soggetti produttivi presenti in quei mercati. La grande incertezza che aleggia sul comparto ci spinge a pensare che probabilmente l'aumento dei dazi possa pesare anche sugli acquisti spot di alluminio, negli Stati Uniti, con un calo dei consumi se l'industria siderurgica decidesse di aspettare l'esito finale della questione, sperando in un'implementazione meno rigida delle misure o in una vera e propria inversione della politica in atto. Si riconferma uno scenario caratterizzato dai medesimi elementi dello scorso mese, con l'aggiunta dell'incremento del dazio sull'alluminio. Ci attendiamo una blanda pressione rialzista per fine anno, in attesa di un chiarimento sull'impatto delle tariffe di Trump, mentre un maggior recupero potrebbe verificarsi nel prossimo biennio.

Rame: l'aumento del dazio sull'import di alluminio sta avendo pesanti riflessi anche sulle dinamiche del mercato fisico del rame. L'incremento del 50% del dazio sull'alluminio a partire dal 4 giugno ha messo in allarme anche gli operatori del mercato del rame che si attendono, con una probabilità molto alta, che maggiori dazi o imposte sulle importazioni di semi-lavorati finiscano per colpire anche il rame. Attualmente, le eventuali misure da introdurre e l'individuazione dei paesi che maggiormente esportano negli Stati Uniti sono oggetto di indagine da parte dell'amministrazione Trump, ai sensi della Sezione 232 del Trade Expansion Act del 1962. Trump ha dato mandato al Dipartimento del Commercio di studiare la questione, da un lato allungando i tempi di un'eventuale penalizzazione ma al contempo aumentando l'incertezza. Nella strategia del Governo USA, introdurre dazi specifici sul settore del rame avrebbe lo scopo di aumentare la produzione interna di beni ritenuti strategici per la sicurezza nazionale. All'incertezza sui dazi statunitensi si sono sommati i deboli dati sull'attività manifatturiera cinese, che hanno aggravato le preoccupazioni sulla domanda di rame da parte del principale consumatore mondiale. Il peggioramento della performance industriale cinese e la contrazione degli ordini e delle esportazioni sono comunque attribuibili alla crescente pressione delle tariffe

statunitensi. Una prospettiva che rafforza i timori per il rallentamento della domanda di rame, ma in generale di tutti metalli consumati dal gigante asiatico. Tuttavia, se venissero annunciati dazi sul rame, l'impatto sui prezzi potrebbe essere parzialmente attenuato dal recente accumulo di scorte proprio negli Stati Uniti, come conseguenza della consueta strategia di accumulare riserve prima del rincaro dei prezzi dovuto ai dazi. Il quadro resta quindi complicato e gravato da una forte incertezza; nel breve pensiamo che il rame possa consolidare (o marginalmente recuperare) entro fine anno. Il rincaro maggiore resta però rimandato al prossimo biennio.

Zinco: nessuna novità di rilievo sul mercato fisico dello zinco, gli operatori si interrogano sulla reale dimensione del surplus previsto dall'ILZSG. Nel corso dell'ultimo mese le quotazioni dello zinco sono rimaste stabilmente in trend laterale ristretto fra 2.600 e 2.700 dollari per tonnellata. Gli operatori continuano a soppesare le recenti previsioni di surplus sul mercato fisico segnalate a fine aprile dall'ILZSG (International Lead and Zinc Study Group), secondo cui l'offerta globale di zinco raffinato supererà la domanda di 93.000 tonnellate quest'anno. Si prevede che la produzione mondiale di zinco raffinato quest'anno aumenterà dell'1,8%, raggiungendo i 13,73 milioni di tonnellate. La produzione in Cina aumenterà del 3,8% (dopo un calo del 3,4% nel 2024) e in Norvegia, mentre calerà in Italia e Giappone, a causa della chiusura degli stabilimenti di Glencore (ITA) e Toho Zinc (JP), e anche in Corea del Sud. Il consumo è atteso crescere dell'1% quest'anno, raggiungendo i 13,64 milioni di tonnellate, con aumenti della domanda in Cina (+0,9%, dopo il calo di -1,9% registrato lo scorso anno), in Brasile, India e Turchia ma un calo in Corea del Sud. Ovviamente, qualsiasi deterioramento delle prospettive economiche globali dovuto all'incertezza sulle politiche commerciali avrà probabilmente un impatto negativo sulle prospettive della domanda, sottolinea l'ILZSG, anche se in questa fase lo zinco non è al centro del dibattito. In virtù di una situazione sostanzialmente immutata, non modifichiamo le nostre previsioni che segnalano la costante presenza di una discreta pressione rialzista sui prezzi.

Nickel: l'eccesso di offerta sul mercato fisico è l'elemento che influenza maggiormente il comparto rispetto alle incertezze sulle tariffe commerciali. I prezzi dei metalli di base hanno reagito in maniera diversa all'accordo tariffario USA-Cina siglato a Ginevra lo scorso mese. Se i prezzi dell'alluminio sono inizialmente aumentati, quelli del nickel e del rame sono invece diminuiti. Sul nickel continua a pesare inoltre un eccesso di offerta che impedisce un recupero dei prezzi e lo ha infatti costretto a (-2,7%). A fronte di una produzione in aumento e di una domanda in calo, l'INSG (International Nickel Study Group) stima un surplus di 198.000 tonnellate metriche (MT) quest'anno, dopo +179.000 tonnellate del 2024 e +170.000 del 2023. Il mercato ruota principalmente attorno alla sovracapacità produttiva dell'Indonesia, totalmente disallineata alla reale domanda. L'Indonesia gestisce attualmente 44 fonderie, un numero che tutti gli operatori considerano eccessivo e che indica un'evidente situazione di monopolio che sta generando una fortissima distorsione nel mercato fisico. La debolezza dei recenti dati industriali in arrivo dalla Cina ha confermato che la domanda cinese di nickel lavorato è in forte rallentamento. A rimarcare ancor di più questa situazione, il gruppo cinese Tsingshan Holding, che produce quasi il 35% dell'acciaio inossidabile di tutto il mondo, ha sospeso una serie di linee di produzione presso la sua fonderia in Indonesia (il nickel è un elemento indispensabile nel processo di produzione dell'acciaio inox), per arginare la propria sovrapproduzione e in risposta alla diminuzione degli ordinativi. Non muta il nostro scenario: nel breve ci attendiamo ancora una discreta tensione sui prezzi, visto il recente recupero dai minimi di aprile, mentre nel medio-lungo periodo la pressione rialzista dovrebbe farsi maggiore, a patto che la sovrapproduzione indonesiana si riduca.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.742,0	-2,9	4,2	1,1	5,8
Rame (\$)	9.669,0	-4,4	8,0	1,0	10,3
Alluminio (\$)	2.579,0	-1,2	0,5	3,3	1,1
Zinco (\$)	2.661,3	-9,2	-12,2	-4,5	-9,9
Nickel (\$)	14.920,0	-7,7	-3,6	-13,1	-2,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook resta Moderatamente Positivo, al netto delle minori tensioni commerciali ma in un contesto geopolitico più teso in cui, però, i fondamentali di comparto non sono cambiati.

Le minori tensioni commerciali, dopo il parziale accordo fra Stati Uniti e Cina siglato a Ginevra lo scorso mese, hanno consentito alle quotazioni dei Metalli industriali di risalire dai minimi visti in aprile, dopo l'iniziale introduzione delle tariffe. Se la pausa sui dazi ha parzialmente ridotto i timori per la crescita economica, il ritorno delle tensioni in Medio Oriente ha di nuovo accresciuto la volatilità dei mercati, impattando su tutte le asset class ritenute speculative, come i Metalli. Anche il raddoppio delle tariffe su alluminio e acciaio (dazi raddoppiati dal 25% al 50% dal 4 giugno per tutti i paesi esportatori verso gli Stati Uniti) operato da Trump ha solo parzialmente alterato il mercato fisico di questi metalli. Di fondo, non sono quindi mutati i fondamentali del settore e questo ci fa confermare il nostro scenario di medio-lungo periodo: i mancati investimenti strutturali che coinvolgono tutta la filiera produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) restano il principale elemento di rischio, qualora la domanda dovesse riprendersi in maniera superiore a quanto atteso ora. Nonostante tardi a concretizzarsi questa richiesta, dovuta alla transizione energetica, questo non significa che il forte squilibrio già esistente non resti un elemento di futura pressione rialzista sui prezzi. Per questi motivi, manteniamo il nostro outlook Moderatamente Positivo, con una minor enfasi nel brevissimo periodo, vista l'incertezza dominante, ma ribadendo la prospettiva di un maggior recupero delle quotazioni nel prossimo biennio.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.06.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	9.669,0	9.200	9.325	9.500	9.632	9.861
Alluminio (\$)	2.579,0	2.470	2.530	2.600	2.609	2.557
Zinco (\$)	2.661,3	2.700	2.700	2.850	2.763	2.756
Nickel (\$)	14.920,0	15.748	15.968	16.250	16.350	16.750

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.06.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	9.669,0	9.700	9.900	10.000	10.125	10.500
Alluminio (\$)	2.579,0	2.600	2.760	2.850	2.900	3.000
Zinco (\$)	2.661,3	2.920	3.085	3.180	3.235	3.300
Nickel (\$)	14.920,0	15.745	16.250	16.400	16.625	17.000

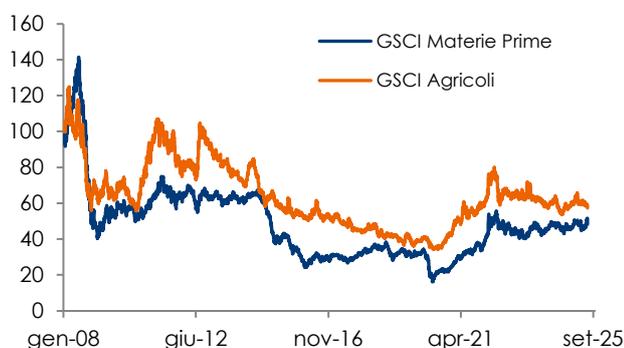
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: la sospensione dei dazi non diminuisce l'incertezza

Nel pieno della stagione agricola nell'emisfero settentrionale, i prodotti agricoli restano in attesa che si chiariscano definitivamente le strategie tariffarie: un'incertezza di cui ovviamente approfitta la speculazione finanziaria. Rispetto al mese scorso, di fatto, non è aumentata la

chiarezza su come e quali possano essere i settori maggiormente colpiti dai dazi nel comparto agro-alimentare, visti i continui cambi di strategie, il rinvio delle tariffe e i mancati accordi. Immutata anche la sensazione che, a causa del fortissimo disavanzo commerciale espresso dal settore agro-alimentare statunitense (terzo anno consecutivo), come sottolineato costantemente dal Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA), l'agricoltura resti candidata a rimanere terreno di scontro. Prosegue infatti l'aggressione verbale americana verso i soliti soggetti: Canada, Messico e molti paesi emergenti, che restano i principali obiettivi delle tariffe di Trump, visti i volumi dell'export di derrate alimentari, frutta e verdura verso gli Stati Uniti. In attesa dell'auspicato accordo fra le parti, l'altro soggetto nel mirino è, ancora una volta, **l'Europa**. Tutte le associazioni di settore spingono affinché l'Unione Europea intensifichi le trattative e si giunga celermente a un accordo. I recenti incontri con la Segretaria all'Agricoltura statunitense Brooke Rollins, avvenuti a Bruxelles, hanno consentito di identificare alcune aree in cui è possibile trovare un punto di incontro fra le richieste americane e la difesa di alcune peculiarità dell'agricoltura continentale. L'export agro-alimentare europeo verso gli Stati Uniti vale centinaia di miliardi di dollari e le tensioni in corso, al netto del recente rinvio dei dazi fino al 9 luglio, continuano a lasciare nell'incertezza molti settori chiave del comparto. Le critiche all'Europa si sono concentrate sull'import di grano, mais e soia da Brasile e Ucraina invece che dagli Stati Uniti, un dialogo complicato a causa di due aspetti: la presenza degli OGM nelle colture (mais e soia) e l'utilizzo dell'erbicida glifosato (grano duro). Per soia e mais i problemi potrebbero essere appianati in quanto la quasi totalità di queste granaglie è destinata all'alimentazione animale, non certo umana, e questo riduce i timori sulla presenza di OGM. In aggiunta, nella diatriba fra USA e Cina che ha come oggetto l'esportazione di soia, l'Europa potrebbe offrirsi come sostituto, comprando dagli Stati Uniti un prodotto del quale è deficitaria. Per quanto riguarda il grano duro, il ricorso al glifosato è più frequente in Canada che negli Stati Uniti: anche questo elemento potrebbe avvicinare le parti. Dove invece appare difficile giungere ad un accordo è su DOP e IGP. Su questi due temi non sembrano esserci margini di negoziato: troppa la differenza culturale legata alla qualità del cibo e al rigore nel trattamento di alcune materie prime pregiate. Resta ancora sotto traccia lo scontro agro-alimentare con la **Cina**, una delle maggiori differenze rispetto a quello che accadde in occasione della prima amministrazione Trump, dove proprio il comparto agricolo fu tra i principali temi della guerra commerciale. Pechino ha trasformato strutturalmente il proprio sistema di approvvigionamento, ampliando e diversificando i paesi fornitori e diminuendo la dipendenza dagli Stati Uniti. In questo senso, appare ora più chiaro il motivo per cui Trump ha preferito colpire prima altri paesi con maggiori sbilanci nei confronti del mercato agricolo USA, rimandando a una seconda fase lo scontro con la Cina.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.06.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.716,3	1,7	14,9	128,8
GSCI Agricoli	487,5	-5,3	-17,0	65,7
Mais (\$ cent)	416,3	-9,2	-34,0	31,2
Frumento (\$ cent.)	535,8	-2,9	-26,9	10,1
Soia (\$ cent)	1.046,8	4,9	-30,0	20,4
Cotone (\$ cent)	66,0	-3,5	-15,4	7,1
Cacao	9.436,0	-19,2	202,1	286,6
Zucchero	15,8	-18,1	-34,8	33,5
Caffè (Arabica)	315,3	-1,4	87,7	232,5
Caffè (Robusta)	3.827,0	-23,7	39,8	239,3

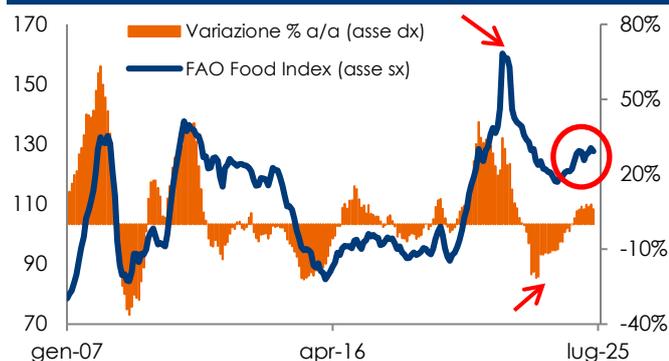
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è calato in maggio. A maggio, l'indice FAO dei prezzi alimentari è diminuito dello 0,8% rispetto ad aprile, registrando una media di 127,7 punti, ma è rimasto del 6,0% superiore rispetto all'anno precedente. L'indice è sceso come risultato dei forti cali delle quotazioni internazionali di mais e olio di palma, che non hanno bilanciato i rincari di burro e carne bovina. L'indice dei prezzi dei cereali è sceso dell'1,8% rispetto ad aprile e dell'8,2% rispetto al livello di maggio 2024. I prezzi globali del mais sono diminuiti drasticamente, a causa dei buoni raccolti, dell'ampia disponibilità di prodotto in Argentina e Brasile e delle aspettative di un raccolto record negli Stati Uniti. I prezzi del grano sono leggermente diminuiti grazie al miglioramento delle condizioni e della resa delle colture nell'emisfero settentrionale. Al contrario, l'indice dei prezzi del riso è aumentato dell'1,4% a maggio, trainato dalla solida domanda di varietà più pregiate, dai prezzi più elevati (in particolare del riso Indica) e dalle fluttuazioni valutarie dei paesi produttori. Anche l'indice dei prezzi della carne è aumentato dell'1,3% rispetto ad aprile, a seguito dell'aumento delle quotazioni delle carni ovine, suine e bovine, che hanno raggiunto un nuovo massimo storico. Al contrario, i prezzi della carne avicola sono diminuiti, per via del calo delle quotazioni del pollame in Brasile. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è aumentato dello 0,8% a maggio, grazie alla forte domanda dall'Asia che ha mantenuto le quotazioni del burro ai massimi storici e ha spinto al rialzo i prezzi del formaggio e del latte intero in polvere. Al contrario, l'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso del 3,7% rispetto ad aprile, con quotazioni in calo per tutti i principali oli. I prezzi dell'olio di palma sono diminuiti notevolmente, principalmente a causa della produzione stagionale e dell'aumento della disponibilità nel Sud-Est asiatico; il calo dei prezzi dell'olio di soia è stato influenzato dall'aumento delle forniture in Sud America e dalla debole domanda di prodotto per la produzione di biocarburanti. Inoltre, i prezzi dell'olio di colza sono diminuiti a seguito di migliori prospettive di approvvigionamento nell'Unione Europea, mentre quelli dell'olio di girasole sono calati a causa dell'indebolimento della domanda globale e della ridotta competitività dovuta al prezzo. Infine, l'indice FAO dei prezzi dello zucchero è diminuito del 2,6% a maggio, a causa delle preoccupazioni per l'incerta situazione economica mondiale: una prospettiva che potrebbe indebolire la domanda da parte dell'industria delle bevande e del comparto alimentare in generale.

FAO: per la stagione 2025/2026 si prevede una produzione cerealicola globale da record. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di giugno, la FAO ha leggermente rivisto al rialzo la previsione per la produzione globale di cereali per il 2024, ora stimata a 2.852,7 milioni di tonnellate, in lieve calo (-0,1%) rispetto alla produzione del 2023, principalmente a causa di una riduzione della produzione di cereali secondari, in particolare di mais, che compensa l'aumento delle rese di grano e riso. Il consumo mondiale di cereali per il 2024/25 è previsto a 2.875,5 milioni di tonnellate, con un aumento dell'1,2% rispetto a livello del 2023/24, riflettendo la crescita del consumo di cereali secondari (principalmente mais e sorgo) e riso. A causa dell'incremento del consumo in un contesto di produzione stagnante, le scorte di cereali finali sono stimate in calo del 2% entro la fine dell'annata 2025 rispetto al loro livello di inizio stagione, attestandosi a 865,3 milioni di tonnellate. Il calo delle scorte di cereali deriva interamente dalle riduzioni di orzo e mais, solo parzialmente compensate dall'accumulo di riso e, in misura minore, di grano. La stima della FAO per il volume del commercio globale di cereali nel 2024/25 è di 478,2 milioni di tonnellate, indicando un calo del 6,9% rispetto al livello del 2023/24. La flessione è dovuta a una forte diminuzione delle compravendite di grano e di tutti i principali cereali secondari. Al contrario, il commercio di riso nel 2024/25 è stimato al di sopra del livello del 2023/24, a 60,5 milioni di tonnellate. Per quanto riguarda la stagione 2025/26, si prevede che la produzione mondiale di cereali raggiungerà il record di 2.911 milioni di tonnellate, superando quella del 2024 del 2,1%. Si stima un rialzo della produzione di tutti i principali cereali, con l'incremento maggiore su base annua per il mais e minore, invece, per il grano. Si prevede che il consumo mondiale di cereali aumenterà dello 0,8%, raggiungendo 2.898 milioni di tonnellate, e che il consumo alimentare crescerà dello 0,9%, mentre l'uso per mangimi animali aumenterà dello 0,5%. Con una produzione cerealicola attesa superiore al consumo, le scorte mondiali di cereali aumenteranno dell'1,0% nel 2025/26, raggiungendo 873,6 milioni di tonnellate e recuperando parzialmente la

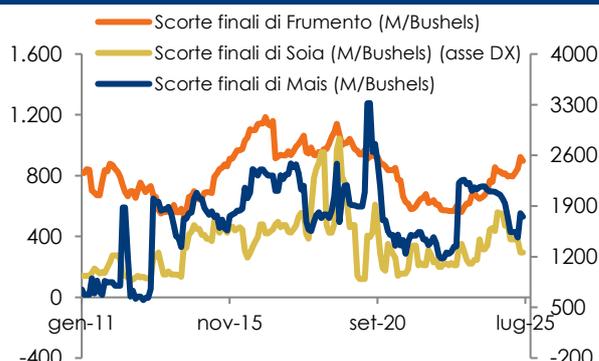
contrazione della stagione precedente. Sulla base delle previsioni attuali, il rapporto tra stock e consumo globale di cereali dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile al 29,8%. Dopo una contrazione di quasi il 7,0% nel 2024/25, si prevede che il commercio globale di cereali possa recuperare parzialmente nel 2025/26, aumentando dell'1,9% a 487,1 milioni di tonnellate, con una crescita del 3,8% del commercio di grano che dovrebbe compensare la contrazione dello 0,7% attesa per il riso.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



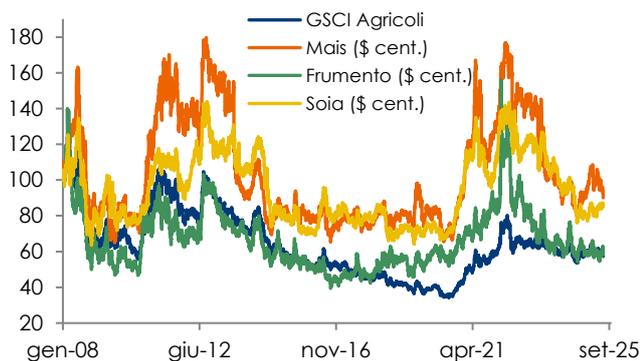
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2025)

WASDE: il report di giugno introduce le stime 2025/2026, anche se le analisi sono ritenute "parziali" a causa della totale incertezza sui dati.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di giugno, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2025/26, evidenziando però che il report prende in considerazione solo le politiche commerciali in vigore al momento della pubblicazione (12 giugno 2025) e presuppone che tali politiche rimangano in vigore per tutta la durata del periodo di previsione. Le stime globali per il **grano** per il 2025/26 anticipano un aumento della produzione, dei consumi e degli scambi commerciali e una riduzione delle scorte finali. La produzione è vista salire leggermente rispetto al mese precedente, al livello di 808,6 milioni di tonnellate, grazie all'aumento atteso per UE (136,6 milioni) e India (117,5 milioni). Le scorte iniziali hanno subito una riduzione, principalmente in Russia, attestandosi a 263,9 milioni di tonnellate, a fronte dei 265,2 milioni del mese scorso. Il consumo mondiale previsto per il 2025/26 è stimato in aumento di 1,8 milioni di tonnellate, raggiungendo il livello di 809,8 milioni, principalmente a causa del maggiore utilizzo alimentare, sementiero e industriale da parte di Nigeria, Sudan e India. Il commercio globale è previsto a 214,3 milioni di tonnellate, in rialzo di 1,3 milioni rispetto al mese precedente, grazie all'aumento delle esportazioni per Stati Uniti e UE, ma resta ancora ben al di sotto del record del 2023/24 di 222,2 milioni. Le scorte finali mondiali previste per il 2025/26 si attesteranno a 262,8 milioni di tonnellate, in diminuzione di 3 milioni rispetto al mese precedente, a causa delle riduzioni per Russia, Stati Uniti, Iraq e Turchia. Secondo le nuove previsioni 2025/26, la produzione globale di **mais** raggiungerà il record di 1.266 milioni di tonnellate, in aumento rispetto ai 1.265 milioni stimati il mese precedente, principalmente grazie all'incremento in India. Si prevede che il consumo mondiale di mais aumenterà a 1.275,8 milioni di tonnellate, con un consumo superiore alla produzione per il secondo anno consecutivo. Le importazioni di mais dovrebbero restare sostanzialmente stabili al livello del mese precedente (187,5 milioni), con riduzioni per Cina e Canada compensate da aumenti per Turchia, Indonesia e Iraq. Le scorte finali per il 2025/26 sono riviste in calo di 2,6 milioni rispetto al mese precedente, attestandosi a 275,2 milioni di tonnellate, con tagli per Cina, Sudafrica, India e Canada parzialmente compensati da un aumento per l'Argentina. Tale valore rappresenta il possibile minimo dalla stagione 2013/14. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata aumentare di 1,2 milioni di tonnellate, a 1.550,7 milioni. Il consumo mondiale è stimato in crescita a 1.562,2

milioni di tonnellate, rispetto ai 1.560,6 milioni del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 238,4 milioni di tonnellate, in confronto ai 238 milioni previsti nello scorso report. Le scorte finali sono invece attese in diminuzione a 302,4 milioni di tonnellate, rispetto ai 305,3 milioni del mese scorso. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025/26 è rimasta invariata a 426,82 milioni di tonnellate. Si prevede che anche le esportazioni globali di soia restino invariate al livello di 188,4 milioni di tonnellate, così come le importazioni, a quota 186,8 milioni. Le scorte finali mondiali, invece, sono attese in aumento di 1,0 milioni di tonnellate, raggiungendo i 125,3 milioni, principalmente grazie alle maggiori scorte della Cina.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	487,5	-5,0	-4,1	-1,3	-5,3
Mais (\$ cent.)	416,3	-9,1	-7,2	-2,2	-9,2
Frumento (\$ cent.)	535,8	-1,4	0,2	-1,1	-2,9
Soia (\$ cent.)	1.046,8	4,5	7,3	-10,0	4,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: il limbo in cui resta il comparto agricolo favorisce una certa speculazione finanziaria e alimenta il consolidamento dei prezzi delle granaglie.

Ancora una volta confermiamo come non sia mutato il quadro di breve termine sugli agricoli. Il clima di tensione legato alla totale incertezza in cui versa la trattativa commerciale sul comparto agro-alimentare continua ad invitare alla cautela. Si conferma anche questo mese la pressione speculativa sui prezzi dei cereali, favorita dalla mancanza di accordo fra i principali soggetti colpiti dalle tariffe statunitensi (per ora sospese), che ci consente di riaffermare la nostra previsione di rialzo lungo tutto l'orizzonte di previsione. In un'ottica di più lungo periodo, il pericolo maggiore resta quello legato alle conseguenze del cambiamento climatico che rischia di gravare sui volumi e sulla resa dei raccolti, in una fase in cui la domanda di alimenti resta cospicua, sostenuta dall'espansione demografica che rimane immune al (moderato) rallentamento economico in corso. Continuiamo invece ad attenderci un ulteriore storno per il caffè Robusta e per il cacao, in particolare nel prossimo biennio. Il rincaro dei prezzi dei mesi scorsi non si è ancora totalmente scaricato a valle della filiera produttiva, portando a quella frenata della domanda industriale e dei consumi al dettaglio che sosterrrebbe ancor di più la nostra previsione. In conclusione, la costante incertezza sulle tariffe e la mancanza di accordi specifici per il settore agricolo continua a rendere difficile stimare l'impatto sui prezzi delle turbolenze commerciali. In aggiunta, la crisi in Medio Oriente ha rianimato la speculazione e ha ampliato la volatilità delle quotazioni sui mercati finanziari ma, soprattutto, ha modificato la scaletta delle priorità politiche, ritardando le trattative fra Stati Uniti, Europa e Cina e alimentando la pressione su tutto il comparto agricolo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 24.06.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	416,3	470,0	455,0	445,0	455,0	460,0
Frumento (cent. \$)	535,8	537,7	542,5	555,0	584,0	600,0
Soia (cent. \$)	1.046,8	1.014,8	1.000,0	977,6	1.017,5	975,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 24.06.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	416,3	465	470	470	475	485
Frumento (\$ cent.)	535,8	570	605	615	627	645
Soia (\$ cent.)	1.046,8	1.110	1.185	1.205	1.210	1.225

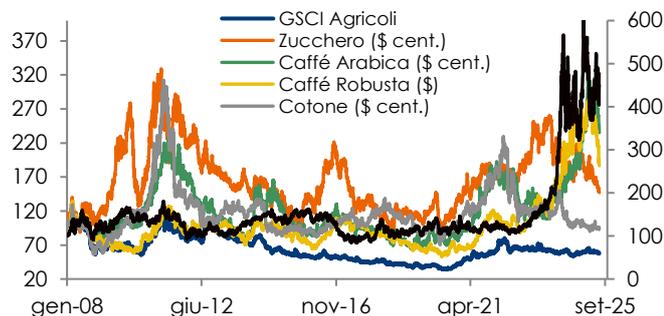
Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Il fortissimo ritorno delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente controbilancia le minori preoccupazioni sulle tariffe, dopo l'avvio di molte trattative e la stipula di alcune intese. Se la speculazione finanziaria continua ad incidere, sembrano invece ridursi parzialmente i timori sulla crescita economica globale e sulla domanda di derrate alimentari come conseguenza dell'introduzione dei dazi, sostenendo il marginale rialzo delle soft commodity. Un quadro che non modifica la nostra previsione di ribasso di cacao e caffè per l'anno prossimo, mentre cambia la prospettiva di brevissimo termine. Il recente calo dei prezzi – legato alla forte volatilità sui mercati finanziari conseguente all'inasprirsi del conflitto fra Israele e Iran – potrebbe portare infatti a un temporaneo rimbalzo delle quotazioni per tutti i coloniali.

Cotone: il rapporto WASDE di giugno rivede al ribasso la produzione, il consumo, le scorte e il commercio globale. Il rapporto WASDE di giugno rivede al ribasso la produzione, il consumo, le scorte e il commercio globali di cotone relativi alla stagione 2025/26. La produzione mondiale è diminuita di oltre 800.000 balle, poiché l'aumento di 1 milione di balle per la Cina è più che compensato dalle riduzioni per India, Stati Uniti e Pakistan; pertanto, la produzione mondiale si attesta a 117 milioni di balle. Il consumo di cotone è diminuito di oltre 300.000 balle per il 2025/26, scendendo a 117,8 milioni di balle, dal momento che l'aumento per l'Egitto è più che compensato dalle riduzioni in India, Turchia e Bangladesh, con lievi variazioni altrove. Per quanto riguarda le esportazioni globali, sono diminuite di 40.000 balle, attestandosi a 44,8 milioni. Le scorte iniziali per il 2025/26 si sono ridotte di oltre 1,1 milioni di balle, al livello di 77,3 milioni, riflettendo in gran parte la flessione di 1 milione di balle nel raccolto indiano 2024/25. Di conseguenza, le scorte finali globali per il 2025/26 sono diminuite di quasi 1,6 milioni di balle, attestandosi a 76,8 milioni, a causa di un calo più marcato delle scorte iniziali e della produzione rispetto a quello dei consumi. Si conferma pertanto un quadro di incertezza sul mercato del cotone, che ci spinge a una previsione di consolidamento nel breve e a una stima di maggior rialzo dei prezzi a partire da fine anno e poi nel medio-lungo termine.

Zucchero: l'aumento della produzione di zucchero in Brasile ostacola il recupero dei prezzi. I prezzi dello zucchero sono diminuiti costantemente negli ultimi tre mesi arrivando a registrare, nelle scorse settimane, un minimo a 4 anni a causa delle aspettative di surplus del mercato globale. Se, da un lato, il governo del Pakistan ha annunciato l'intenzione di importare 250.000 tonnellate di materia prima grezza, a causa del deludente raccolto domestico di canna da zucchero, le notizie sul raccolto brasiliano alimentano invece le aspettative di eccesso di offerta. Il sorprendente aumento della produzione di zucchero, riportato da UNUCA (l'associazione brasiliana che raccoglie i maggiori esponenti dell'industria della canna da zucchero), arriverebbe dalla regione del Centro-Sud del Brasile e farebbe riferimento alla raccolta effettuata nella seconda metà di maggio. In aggiunta, oltre la metà di questa inattesa produzione è stata impiegata nel processo di produzione del dolcificante, alimentando i timori di squilibrio produttivo e amplificando il calo delle quotazioni. Al ribasso stanno contribuendo anche altri fattori, fra cui un marginale apprezzamento del dollaro USA (valuta che esprime tutti i contratti finanziari quotati) e un calo della domanda dai principali paesi importatori. Si riconferma quindi un quadro di tensione sui fondamentali dello zucchero per la stagione in corso, che tiene basse le quotazioni senza però precludere un deciso recupero dei prezzi lungo tutto l'orizzonte temporale di previsione.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	487,5	-5,0	-4,1	-1,3	-5,3
Cotone	66,0	0,9	-4,0	-7,4	-3,5
Cacao	9.436,0	16,8	-20,4	18,3	-19,2
Zucchero	15,8	-19,2	-19,3	-17,4	-18,1
Caffè (arabica)	315,3	-20,9	-4,0	36,4	-1,4
Caffè (robusta)	3.827,0	-30,6	-25,6	-12,9	-23,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: le tensioni sui mercati frenano i prezzi del caffè, in un quadro di fondamentali incerti.

Gli ultimi due anni di forti rialzi del caffè sono stati guidati dalla varietà Robusta, che ha sovraperformato l'Arabica sia nel 2023 che nel 2024: due anni consecutivi di raccolti negativi in Vietnam e la crisi navale che ha coinvolto i trasporti nel Mar Rosso ne hanno infatti spinto al rialzo le quotazioni. Ad inizio 2025, l'Arabica ha però rapidamente colmato il divario di prezzo fra le due varietà e ha sovraperformato la Robusta, in scia alle preoccupazioni per il raccolto brasiliano e ai movimenti sui mercati valutari del real rispetto al dollaro statunitense (valuta che esprime tutti i contratti finanziari del caffè). Entrambe le qualità attraversano ora una fase di decisa contrazione, mentre l'effetto dei rialzi degli ultimi due anni sta arrivando fino al consumatore finale, con rincari a doppia cifra di bevande e prodotti finiti che stanno impattando negativamente sulla domanda. I timori circa gli effetti delle tariffe introdotte da Trump per il conseguente possibile rallentamento della crescita mondiale hanno raffreddato le quotazioni del caffè proprio mentre il mercato fisico si stava ribilanciando e le scorte erano tornate su livelli rassicuranti, scongiurando le ipotesi di mancanza di materia prima. Secondo le stime dell'USDA, la produzione di Robusta in Vietnam dovrebbe aumentare del 7% a/a a 30 milioni di sacchi quest'anno, il massimo degli ultimi quattro anni, grazie a condizioni metereologiche favorevoli (precipitazioni abbondanti e una fase di sviluppo delle colture ritenuta ottimale) e a un maggior impiego di fertilizzanti, a cui si somma anche il cambio di alcune varietà di piante che hanno migliorato la resa del raccolto. Globalmente si stima un incremento di 2 milioni di sacchi in Vietnam, 3,1 milioni di sacchi in Brasile e 0,5 milioni di sacchi in Indonesia. Quadro meno roseo per l'Arabica, relativamente alla quale l'USDA prevede un calo della produzione di 2,8 milioni di sacchi in Brasile e 700.000 sacchi in Colombia, a cui va aggiunta la preoccupazione relativa al fatto che circa l'85% della produzione in Honduras non rispetterebbe la normativa EUDR: una restrizione che, se applicata rigidamente, escluderebbe la quasi totalità di questi raccolti dalla commercializzazione. Il quadro sul caffè resta carico di incertezze ma, nel breve, potrebbe comunque favorire un rimbalzo dei prezzi di entrambe le varietà, dopo lo storno delle ultime settimane in coincidenza delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Nel medio-lungo periodo continuiamo ad aspettarci un ulteriore ridimensionamento delle quotazioni.

Cacao: il calo dei prezzi di giugno può favorire un rimbalzo di breve ma non cambia le prospettive di lungo termine.

I prezzi del cacao sono scesi nelle ultime settimane, scossi non solo dalle tensioni geopolitiche che hanno allontanato gli investitori dalle attività più speculative, ma anche da una serie di notizie positive sulla resa e sulla qualità del raccolto africano. Le previsioni di pioggia previste nei territori dell'Africa occidentale dovrebbero giovare alle piantagioni di cacao della regione, aumentando la qualità delle fave nella delicata fase della maturazione. Queste notizie hanno più che bilanciato il timore che il rallentamento delle esportazioni di cacao dalla Costa d'Avorio potesse portare a una riduzione delle forniture sul mercato globale. I recenti dati comunicati dal governo ivoriano indicano infatti spedizioni dai porti per un ammontare di 1,66 milioni di tonnellate di cacao fino al 15 giugno (l'attuale stagione commerciale è iniziata il 1° ottobre 2024), con un aumento del 6,4% rispetto al medesimo periodo dello scorso anno: una

variazione piuttosto modesta se confrontata col +35% registrato sul totale della precedente stagione commerciale. Non va dimenticato però che circa il 35% del territorio di Ghana e Costa d'Avorio (i due principali produttori al mondo) resta in condizioni di siccità, nonostante le recenti piogge e le nuove previsioni per la costa occidentale africana. Il calo dei prezzi è favorito anche dall'incremento delle esportazioni di cacao dalla Nigeria, terzo produttore al mondo ma molto distante nei volumi dai primi due, il cui apporto può solo marginalmente attenuare le eventuali preoccupazioni sui volumi dell'offerta globale. Non cambia quindi il nostro scenario di base, al netto di un possibile rimbalzo delle quotazioni nell'immediato, visto il brusco calo dei prezzi registrato questo mese. Il forte rincaro del cacao grezzo si sta lentamente trasferendo lungo la filiera commerciale, prima impattando sui costi dei prodotti intermedi e poi su quelli finiti. Una prospettiva che potrebbe incidere negativamente sulla domanda mondiale e amplificare il calo delle quotazioni del cacao nel lungo periodo.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 24.06.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,0	67,0	70,0	69,8	70,8	71,0
Cacao	9.436,0	8.000	7.500	7.637	7.370	6.750
Zucchero	15,8	18,5	19,2	19,9	20,9	23,4
Caffè (Arabica)	315,3	372,5	370,0	375,0	326,0	300,0
Caffè (Robusta)	3.827,0	4.100	4.000	3.700	3.670	4.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 24.06.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,0	67,0	70,0	70,0	70,0	71,0
Cacao	9.436,0	11.000	10.200	8.750	7.440	6.500
Zucchero	15,8	19,0	21,0	22,8	23,0	23,5
Caffè (Arabica)	315,3	360	340	330	300	280
Caffè (Robusta)	3.827,0	4.100	3.800	3.700	3.670	4.300

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 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, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo 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, LSEG).

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, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo 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 e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 27.05.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, 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 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 (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.com>).

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

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 <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi, Monica Bosi