

Mensile Materie Prime

Le intese siglate scongiurano la “guerra commerciale”

Energia: outlook Neutrale, il petrolio attende la decisione OPEC+ sull'offerta

Il rialzo dei prezzi petroliferi a seguito del conflitto in Iran è risultato temporaneo, come ci attendavamo; i prezzi di WTI e Brent sono infatti esattamente ai livelli precedenti l'escalation dello scontro fra Israele e Teheran. Il petrolio (WTI e Brent) è tornato, e probabilmente resterà ancora, tra 60 e 75 dollari (media di 70 dollari nel 3° e 4° trimestre del 2025 e anche nel 2026 per il Brent). Il rifornimento dei depositi europei di gas sta procedendo, suscitando un cauto ottimismo fra gli operatori che, però, non dimenticano il contesto di tensioni geopolitiche, nuove regole europee e totale esclusione di qualsiasi tipo di fornitura dalla Russia, col risultato di mantenere alta la pressione sul metano nel breve periodo.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, cala l'avversione al rischio sui mercati

L'incertezza sugli effetti che i dazi, benché ridotti rispetto a quelli inizialmente annunciati, potrebbero avere sul sistema economico globale, rischia di spingere nuovamente gli investitori a rifugiarsi nel metallo giallo, mantenendo alto il suo valore. Prosegue lo straordinario rialzo del platino, come conseguenze della forte domanda della gioielleria cinese, ma il movimento potrebbe esaurirsi entro fine anno, spingendoci a non modificare il nostro outlook Neutrale.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo, ma scarsamente favoriti dalle intese

Manteniamo il nostro outlook Moderatamente Positivo, caratterizzato tuttavia da una visione più neutrale nel brevissimo periodo vista l'incertezza dominante. Le minori tensioni commerciali, dopo gli accordi con Giappone ed Europa, spostano l'attenzione sulla scadenza del 12 agosto, quando Trump dovrà nuovamente incontrarsi con Pechino. Se il raggiungimento di molte intese ha parzialmente ridotto i timori per la crescita economica, permangono le preoccupazioni che le tariffe concordate possano comunque surriscaldare i prezzi con effetti negativi sull'inflazione.

Prodotti agricoli: outlook M. Positivo, incerti gli effetti degli accordi commerciali

Non muta il quadro di breve sugli Agricoli. L'incertezza sugli effetti che potranno avere le recenti intese commerciali sui prezzi delle principali granaglie resta ampia e continua ad invitare alla cautela. Nonostante gli accordi stipulati, all'appello mancano ancora molti paesi emergenti dove si coltivano gran parte delle varietà di coloniali. La mancanza di misure specifiche per il settore continua a rendere difficile stimare l'impatto delle turbolenze commerciali sui prezzi.

■ Soft Commodity:

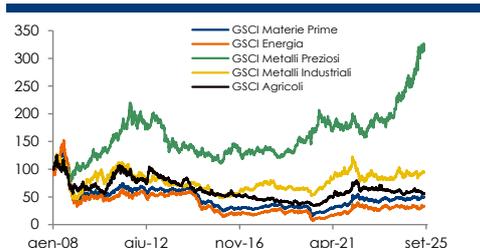
- Cotone:** il rapporto WASDE di luglio rivede al rialzo la produzione, il consumo e le scorte.
- Zucchero:** le previsioni di ampia offerta globale ostacolano il recupero dei prezzi.
- Caffè:** continua il calo delle quotazioni a causa delle positive stime sul raccolto brasiliano.
- Cacao:** probabile un rimbalzo di breve ma non cambiano le prospettive di lungo termine.

Performance degli indici commodity

	Valore 30.07.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.890,6	6,4	8,7	127,1
GSCI Energia	675,6	6,1	7,8	186,6
GSCI Met. Preziosi	3.646,4	24,8	63,0	59,7
GSCI Met. Industriali	1.755,3	6,6	7,5	46,9
GSCI Prod. Agricoli	468,9	-8,9	-15,7	53,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati, Bloomberg e previsioni di consenso al 30.07.2025

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

31 luglio 2025 – 13:08 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

31 luglio 2025 – 13:13 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Lug.	Giu.
WTI	=	=
Brent	=	=
Gas naturale	+	=
TTF	+	+
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	-2,4	0,1
Brent	-1,9	-3,1
Gas naturale	-16,2	44,5
Gasolio	2,0	-7,4
Oro	24,8	27,5
Argento	29,1	21,4
Rame	10,6	2,4
Alluminio	1,9	7,0
Zinco	-5,8	11,9
Nickel	-2,0	-7,7
Mais	-14,6	-2,7
Frumento	-5,0	-12,2
Soia	-3,1	-22,8
Cotone	-3,7	-15,6
Caffè Arabica	-8,2	69,8

Fonte: Bloomberg; Dati al 30.07.2025

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 30.07.2025 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: gas e petrolio stabili in attesa delle decisioni dell'OPEC+

Gli accordi commerciali sottoscritti dagli Stati Uniti con Giappone ed Europa riducono i timori sulla futura domanda di materie prime. La "pace commerciale" fra Stati Uniti, Giappone e Europa completa il quadro degli accordi con i grandi partner internazionali ed è di buon auspicio per le rimanenti trattative coi paesi minori, ma soprattutto con la Cina. Non dimentichiamo che l'accordo con Pechino non è definito e scade il 12 agosto. Una data che diventa ora fondamentale per capire se anche la trattativa coi cinesi porterà a un'intesa risolutiva sulle tariffe. L'avversione al rischio sta calando, frenando gli asset difensivi come l'oro, che resta ben al di sotto dei 3.400 dollari l'oncia, mentre si riducono i timori per la futura domanda di materie prime. Quello che resta incerto è l'effetto sul sistema economico mondiale dell'introduzione di una serie di tariffe che, seppur inferiori a quanto si temesse, incideranno comunque sugli scambi internazionali e rallenteranno il ciclo economico. La prospettiva di una crescita rallentata, accompagnata da limitata propensione agli investimenti da parte delle imprese, da scarsi consumi delle famiglie e da un'inflazione che potrebbe restare elevata proprio a causa dei dazi, minaccia 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 vicine alla fine, portando a una naturale stabilizzazione dei prezzi. Il comparto dei Metalli industriali resta gravato da molteplici distorsioni a causa delle tariffe statunitensi, sia implementate che minacciate, e questo lo lascia in balia di un'oggettiva incertezza. Infine, le merci agricole risentiranno di pressioni ribassiste legate all'aspettativa di rallentamento della crescita mondiale, a cui si sommano i recenti accordi commerciali che pur scongiurando una crisi del settore agricolo creeranno comunque qualche problema.

L'OPEC+ aumenta oltre le attese l'offerta di petrolio per agosto. Lo scorso 5 luglio, l'OPEC+ ha deciso di aumentare l'offerta di greggio per il mese di agosto di 548.000 barili al giorno, un incremento superiore ai +411.000 barili di maggio, giugno e luglio. La domanda estiva nell'emisfero settentrionale e i bassi livelli delle riserve in molti paesi sono gli elementi alla base di questa scelta. Gli otto paesi (Arabia Saudita, Russia, Emirati Arabi, Kuwait, Oman, Iraq, Kazakistan e Algeria), che volontariamente avevano tagliato oltre 2,2 milioni di barili al giorno, col nuovo incremento hanno già reimpresso oltre 1,9 milioni di barili (mancano poco meno di 300.000 barili all'obiettivo). Il ritmo con cui i tagli volontari sono stati eliminati è stato sorprendentemente rapido, visto che l'iniziale meccanismo prevedeva +137.000 barili al giorno e un pieno ritorno produttivo solo a settembre 2026. Non va però dimenticato che l'intera OPEC+ ha ancora in atto tagli per 3,66 milioni di barili giornalieri (2 milioni di barili a carico di tutta l'OPEC e 1,66 milioni di tagli a carico dei soliti otto paesi). L'alleanza si riunirà il 3 agosto per decidere l'incremento di settembre che potrebbe essere l'ultimo per quest'anno. Negli scorsi giorni i tecnici riuniti nel JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee) hanno avuto una serie di colloqui preparatori in vista di domenica, invitando al rispetto delle quote di produzione, e chiesto ai paesi che non sono conformi, come Iraq e Kazakistan, di presentare un piano di compensazione entro il 18 agosto.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

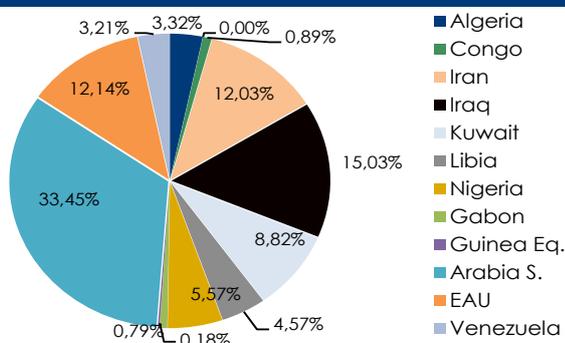
Performance di lungo termine

	Valore 30.07.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.890,6	6,4	8,7	127,1
GSCI Energia	675,6	6,1	7,8	186,6
WTI (\$)	70,0	-2,4	-14,4	73,8
Brent (\$)	73,2	-1,9	-14,4	69,1
Gas Naturale (\$)	3,0	-16,2	15,6	69,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

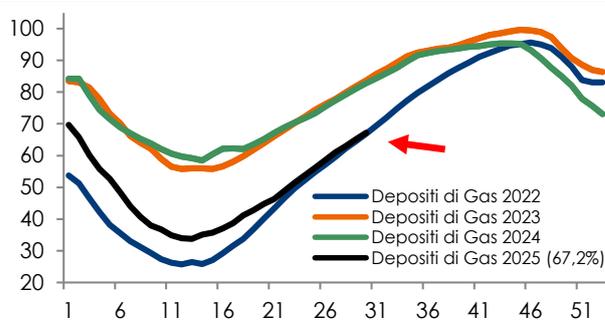
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di luglio, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata in aumento da 42,5 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 (+0,4 mb/g su base annua, rivisto al ribasso dai 42,7 mb/g del mese scorso) a 42,9 mb/g nel 2026 (+0,4 mb/g su base annua, rivisto al ribasso dai 43,2 mb/g di giugno). La domanda globale di petrolio dovrebbe crescere dal livello record di 105,1 mb/g del 2025 (+1,3 mb/g su base annua, invariato rispetto al mese scorso) a un nuovo massimo storico di 106,4 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g su base annua, invariato rispetto alla precedente stima). 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, immutato rispetto a giugno). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono aumentate dai 2.739 milioni di barili del mese precedente, a 2.771 milioni di barili, corrispondenti a circa 59,8 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di luglio (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 dell'IEA, si prevede che la domanda globale dovrebbe crescere da 103,0 mb/g nel 2024 (invariata rispetto alle stime di giugno) a 103,7 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a – il ritmo più lento in 16 anni escludendo il calo del 2020 dovuto all'impatto del Covid – rivista al ribasso da 103,8 mb/g del mese precedente), e a 104,4 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g a/a, rivista al ribasso da 104,5 mb/g precedenti). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,2 mb/g nel 2024 (rivista al ribasso dai 70,3 mb/g del mese scorso) a 71,6 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a, invariata) e a 72,6 mb/g nel 2026 (+1,0 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 72,4 mb/g precedenti), segnando un nuovo record. 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 (invariata) a 26,4 mb/g nel 2025 (-0,8 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 26,5 mb/g di giugno) e a 25,9 mb/g nel 2026 (-0,5 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 26,2 mb/g precedenti). Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di luglio, 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, invariato rispetto alla stima di giugno) e a 104,6 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, invariato rispetto al precedente), 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 71,8 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a, rivista al rialzo rispetto ai 71,6 mb/g di giugno) e a 72,7 mb/g nel 2026 (+0,9 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 72,2 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 (invariata rispetto a giugno), per poi aumentare a 27,1 mb/g nel 2025 (+0,4 mb/g a/a, rivista al rialzo rispetto ai 27,0 mb/g del mese scorso) e a 27,2 mb/g nel 2026 (+0,1 mb/g a/a, rivista al rialzo rispetto ai 27,1 mb/g della stima precedente).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.06.2025

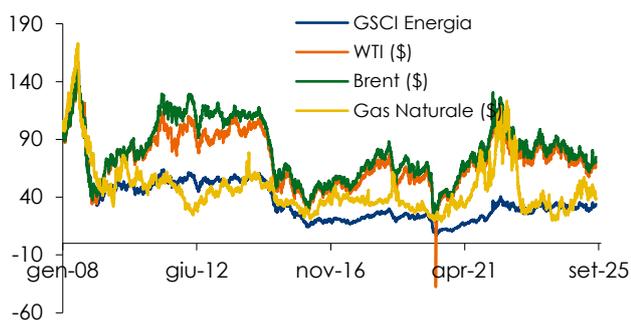
Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 27.07.2025

Il cauto ottimismo sulla tenuta del sistema energetico europeo non deve far abbassare la guardia sulle sfide future. Il cauto ottimismo attorno alla tenuta del sistema energetico europeo, diffusosi dopo il rapporto ACER (Agenzia Europea per la Cooperazione fra i Regolatori dell'Energia), non deve far dimenticare le importanti sfide che attendono ancora l'Europa. Secondo l'ACER, le importazioni di gas nell'UE sono aumentate di quasi il 10% nel 2° trimestre 2025, rispetto allo stesso trimestre 2024, in scia all'incremento degli approvvigionamenti di gas naturale liquefatto (GNL), saliti di oltre il 30% a/a grazie sia alla debolezza della domanda in Asia, che ha dirottato in Europa parte dei carichi, sia ai maggiori volumi arrivati dagli Stati Uniti. Poche variazioni invece nelle importazioni via gasdotto, salvo il crollo delle forniture russe (-45% a/a) come conseguenza del mancato rinnovo del contratto di transito in Ucraina. Le uniche consegne dalla Russia arrivano solo dal gasdotto TurkStream. La volatilità dei prezzi è calata ma le differenze di costo tra gli stati si sono ampliate. La necessità di rifornire i depositi europei (al 67,2% della capienza al 27.07.2025) e la perdita del rifornimento russo tengono alta la pressione sul TTF, il contratto sul gas europeo. Permangono i timori sui consumi di metano per la generazione di elettricità legata al condizionamento degli ambienti, in questo finale di estate continentale (viste le previsioni di forte caldo) e, ovviamente, per i consumi invernali. Resta un certo pessimismo di fondo, fra gli operatori, rispetto al raggiungimento della soglia del 90% delle riserve annuali di metano. A cavallo fra giugno e luglio, il Consiglio e il Parlamento Europeo hanno infatti raggiunto un accordo provvisorio per prorogare l'obbligo di riempimento al 90% degli stoccaggi nazionali ma con l'aggiunta di alcune clausole di flessibilità. L'accordo, pur ribadendo l'attuale vincolo del 90% di stoccaggio del gas, ammorbidisce i termini del percorso con cui raggiungerlo. La data da rispettare non sarà più il 1° novembre ma un qualsiasi momento tra il 1° ottobre e il 1° dicembre. Inoltre, una volta raggiunto l'obiettivo, non sarà più necessario mantenere tale livello fino al 1° dicembre. Gli Stati membri avranno anche la possibilità di discostarsi fino al 10% dall'obiettivo di riempimento in caso di condizioni di mercato difficili o in caso di forti rincari. Infine, il recente accordo commerciale con gli Stati Uniti prevede di acquistare circa 750 miliardi di dollari in energia dagli USA; tuttavia, gran parte di questi flussi si sarebbe probabilmente concretizzata ugualmente. I paesi europei stanno da tempo siglando contratti a lungo termine con i produttori statunitensi di gas naturale liquefatto, nell'ambito del distacco totale dalle forniture russe. L'Europa è già il principale investitore estero negli Stati Uniti, con un aumento degli investimenti diretti europei di circa 200 miliardi di dollari tra il 2023 e il 2024 nel comparto del gas naturale.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.07.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	675,6	20,9	3,0	8,5	6,1
WTI (\$)	70,0	20,3	-3,5	-10,2	-2,4
Brent (\$)	73,2	16,0	-4,6	-9,3	-1,9
Gas Naturale (\$)	3,0	-8,4	0,0	49,6	-16,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: il rialzo del petrolio, legato alla crisi in Medio Oriente, è risultato temporaneo mentre i produttori OPEC+ si affrettano a rimuovere totalmente i tagli all'offerta. Consolida il gas naturale europeo fra rischi per le forniture, blocco del gas russo e nuove regole sulle riserve. Il rialzo dei prezzi petroliferi a seguito del conflitto in Iran è risultato temporaneo, come ci attendavamo; i prezzi di WTI e Brent sono tornati infatti esattamente ai livelli precedenti l'escalation dello scontro fra Israele e Teheran. In realtà lo scenario geopolitico resta teso: la crisi

in Medio Oriente è tutt'altro che risolta e la guerra in Ucraina vive una nuova fase di conflitto sul campo, due aspetti che non sembrano minimamente preoccupare per le forniture di greggio. Il petrolio (WTI e Brent) è tornato, e probabilmente resterà ancora, tra 60 e 75 dollari (media di 70 dollari attesa nel 3° e 4° trimestre del 2025 e anche nel 2026 per il Brent). Maggior apprensione destano le forniture di metano; il cambio di regime adottato dall'Europa per l'accumulo delle riserve stride con l'ottimismo espresso dai suoi governanti. L'equilibrio del sistema energetico europeo è delicatissimo: l'accordo con gli Stati Uniti garantisce forniture di gas liquefatto costanti ma la logistica, le tempistiche e la lavorazione di questi approvvigionamenti continuano a marcare la differenza con l'immediatezza delle forniture via gasdotto, specie nel momento in cui i flussi dalla Russia verranno totalmente azzerati. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale, ribadendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Il rifornimento dei depositi europei di gas naturale sta procedendo, suscitando un cauto ottimismo fra gli operatori che, però, non dimenticano il contesto di 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
	30.07.25	2025	2025	2026	2026	2027
WTI (\$)	70,0	64,0	61,0	60,5	61,0	65,5
Brent (\$)	73,2	66,0	64,3	64,8	65,0	67,5
Gas Naturale (\$)	3,0	3,5	4,0	4,2	3,9	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

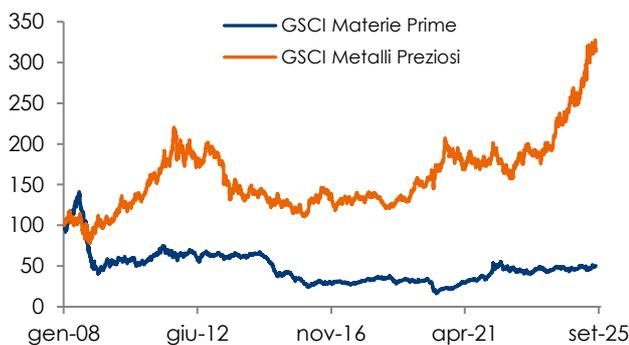
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	30.07.25	2025	2025	2026	2026	2027
WTI (\$)	70,0	68,0	68,0	67,0	67,0	67,0
Brent (\$)	73,2	70,0	70,0	70,0	70,0	71,0
Gas Naturale (\$)	3,0	3,5	3,8	3,9	4,0	4,3
TTF (€/MWh)	34,8	38,0	42,0	35,0	30,6	24,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: cala l'avversione al rischio dopo le intese sui dazi

Gli accordi commerciali riducono l'avversione al rischio e diminuiscono la domanda di asset difensivi come i Preziosi. Il cambio di sentiment del mercato, che è tornato ad esprimere una maggior propensione al rischio, ha penalizzato tutti gli asset difensivi a partire dai Preziosi. Il rafforzamento del dollaro statunitense, dovuto a dati economici positivi, e l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi, hanno spinto gli investitori lontano dai beni rifugio come l'oro. L'ottimismo dei mercati sul fronte commerciale, dopo i numerosi accordi stipulati dagli Stati Uniti coi rispettivi partner di scambio, ha influito negativamente sulle quotazioni del metallo giallo. Nonostante l'incremento della propensione al rischio, riteniamo che la questione tariffaria continuerà a pesare sui mercati. L'incertezza sugli effetti che i dazi, benché ridotti rispetto a quelli inizialmente annunciati, potrebbero avere sul sistema economico globale, rischia di spingere nuovamente gli investitori, verso il bene rifugio per eccellenza, l'oro, mantenendone temporaneamente alto il suo valore. Prosegue lo straordinario rialzo del platino, come conseguenze della forte domanda cinese derivante dal comparto della gioielleria, ma il movimento potrebbe esaurirsi entro fine anno. Per questi motivi, non modifichiamo il nostro outlook che resta Neutrale per il 2025, nonostante i nuovi massimi che potrebbe ancora registrare l'oro.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

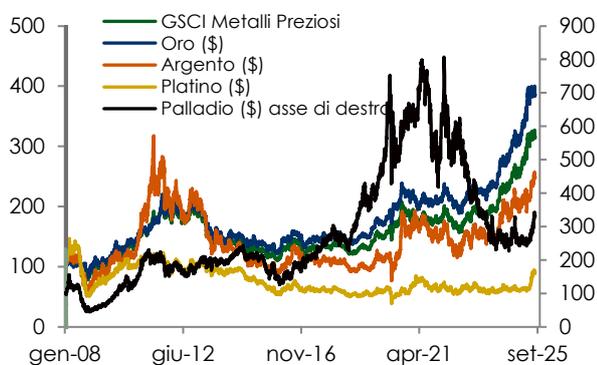
	Valore 30.07.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.890,6	6,4	8,7	127,1
GSCI Met. preziosi	3.646,4	24,8	63,0	59,7
Oro (\$)	3.298,1	24,8	67,3	66,9
Argento (\$)	37,7	29,1	51,9	54,5
Platino (\$)	1.355,9	49,3	42,2	49,8
Palladio (\$)	1.234,7	35,1	-3,6	-40,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ribadiamo lo scenario di consolidamento per il comparto dei Preziosi nella seconda parte del 2025. L'oro consolida su alti valori ma conferma il rallentamento della sua dinamica rialzista, come dimostrato dalla reazione contenuta che hanno avuto le quotazioni auree nella passata crisi Israele-Iran ma anche nel corso delle recenti trattative commerciali, poi sfociate nei due importanti accordi fra Stati Uniti, Giappone ed Europa. Le quotazioni del metallo giallo restano lontane dal massimo storico a 3.500 dollari l'oncia, le tensioni geopolitiche in Russia e Medio Oriente persistono, ma sembrano essere metabolizzate dagli investitori e non incidere sui prezzi. Maggior attenzione merita invece il tema delle tariffe, le recenti intese hanno decisamente contratto l'avversione al rischio con la conseguenza di ridurre l'appel degli asset difensivi come l'oro. Tuttavia, la questione non è del tutto risolta, il focus si sposterà ora su quanto i dazi incideranno sulla crescita economica globale e su quanta incertezza genereranno negli investitori. Uno scenario che, almeno nel breve, 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 basse riserve presso il London Metal Exchange (LME) in un contesto però di minor richiesta di beni rifugio che penalizzerà anche l'argento. La dinamica delle quotazioni di platino e palladio è chiaramente guidata dal platino. Il punto chiave resta quello di stabilire quanto a lungo continueranno le importazioni cinesi di quest'ultimo per il settore della gioielleria. L'aumento della manifattura di gioielli in platino è stato ovviamente stimolato dalla maggior convenienza economica rispetto a

quelli realizzati in oro giallo e bianco. E' possibile che questa corsa alle importazioni continui per un paio di mesi (sino a ottobre) nonostante si rafforzino le aspettative di un fisiologico rallentamento del settore in Cina, dopo l'aumento dei volumi degli ultimi mesi. Il palladio ha seguito con ritardo il movimento rialzista del platino, restando maggiormente legato alle dinamiche di approvvigionamento del settore Auto. Le attuali normative antinquinamento favoriscono i motori ibridi o a benzina, i cui filtri per la riduzione dei gas di scarico contengono proprio questo metallo (il platino è utilizzato invece nei filtri per i motori diesel), che ha visto un incremento negli usi e un conseguente rincaro del prezzo. Resta forte la sensazione di trovarsi di fronte ad eccessivo rialzo dei prezzi guidata da un solo mercato fisico (platino), da un singolo settore (la gioielleria) e per di più in un singolo paese (la Cina). Le nostre stime, per entrambi i metalli, indicano prezzi più bassi sul finale d'anno, rispetto ad ora, e una stabilizzazione su livelli alti nel 2026. Ovviamente la previsione è complicata dall'incertezza sugli effetti dei dazi sul commercio mondiale, dopo gli accordi, e dalle dinamiche settoriali in Cina.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.07.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.646,4	0,7	16,6	33,9	24,8
Oro (\$)	3.298,1	-0,4	17,9	35,9	24,8
Argento (\$)	37,7	15,3	20,4	31,0	29,1
Platino (\$)	1.355,9	39,8	38,0	38,5	49,3
Palladio (\$)	1.234,7	31,4	21,5	31,9	35,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale sui Preziosi; il movimento rialzista dell'oro appare rallentato, un elemento che conferma la nostra prospettiva di consolidamento (su livelli alti) delle quotazioni. Il nostro scenario di previsione non cambia, dopo i minori timori legati alla "guerra commerciale" che hanno ridotto l'avversione al rischio e penalizzato tutti i beni rifugio, come i Preziosi. Nonostante siano leggermente mutati la composizione e il peso delle componenti dello scenario sull'oro, la pressione rialzista resta ma appare decisamente meno forte rispetto ai mesi scorsi, come dimostra il mancato rinnovo dei massimi storici in coincidenza con la crisi fra Israele a Teheran e il rapido ritracciamento subito dalle quotazioni alla stipula degli accordi tariffari fra Stati Uniti, Giappone ed Europa. Anche lo scenario sul dollaro inizia a dare segni più concreti di cambiamento: se la valuta americana è stata, fino ad ora, la vera vittima dello scontro sui dazi, subendo in pieno i possibili riflessi negativi delle politiche economiche del nuovo Governo statunitense, la "pace commerciale" siglata da Trump coi principali partner, sta aumentando l'appeal del biglietto verde presso gli investitori, proprio a scapito dell'oro. Per tutte queste ragioni ribadiamo il nostro outlook Neutrale sul comparto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.298,1	3.300,0	3.300,0	3.370,0	3.275,0	3.150,0
Argento (\$)	37,7	35,0	35,7	36,7	36,4	35,5
Platino (\$)	1.355,9	1.100,0	1.150,0	1.187,5	1.257,5	1.287,5
Palladio (\$)	1.234,7	1.000,0	1.005,0	1.027,5	1.002,5	965,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.298,1	3.425	3.300	3.200	3.050	3.100
Argento (\$)	37,7	35,0	33,0	32,5	33,0	34,0
Platino (\$)	1.355,9	1.096	1.150	1.175	1.205	1.225
Palladio (\$)	1.234,7	1.010	1.070	1.120	1.155	1.195

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: gli accordi stipulati non avvantaggiano il comparto

Le intese commerciali raggiunte da Trump non sembrano favorire i Metalli industriali visto che i dazi del 50% su acciaio e alluminio sono stati mantenuti. Nessuna concessione per i Metalli industriali, che sembrano essere il comparto più penalizzato dopo gli accordi stipulati da Trump con Giappone e Europa. Dall'intesa con gli europei restano fuori la farmaceutica e il settore dell'acciaio/alluminio, per il quale Trump ha mantenuto invariati i dazi al 50%. Giappone e Stati Uniti avevano già concordato la medesima tariffa del 50% (su acciaio e alluminio) nell'ambito del loro accordo bilaterale. Mancando i particolari relativi a come implementare questo tipo di penalità, dalle dichiarazioni che giungono da Washington e Bruxelles sembra emergere l'intento di giungere a un sistema di "aree tariffarie" volto, da un lato, ad aumentare la collaborazione fra i partner storici degli Stati Uniti e, dall'altro, a coordinarsi contro la concorrenza sleale di paesi terzi. Un progetto difficile da interpretare senza maggiori dettagli ma che lascerebbe supporre una maggior flessibilità nell'applicazione delle tariffe che, sulla carta, andrebbero invece imposte con rigidità. L'idea potrebbe essere quella di un'unione commerciale dell'acciaio e dei metalli, che rifletterebbe l'intesa comune di proteggere la siderurgia di Stati Uniti, Europa e Giappone razionalizzando le importazioni fra i paesi e garantendo il giusto livello di remunerazione alle aziende del settore. L'unico obiettivo politico che probabilmente è stato raggiunto è quello di scongiurare una vera "guerra tariffaria" che avrebbe ulteriormente messo in crisi il mercato fisico dei metalli. La pace commerciale fra Stati Uniti ed Europa completa il quadro degli accordi con i grandi partner (dopo il Giappone), spostando l'attenzione sulla Cina, con cui l'intesa non è definitiva e dovrà essere ridiscussa entro il 12 agosto. 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). 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. Ora però si avvicina il termine di questo accordo preliminare e vista la conferma dei dazi al 50% su alluminio e acciaio (per Europa e Giappone) si ampliano i timori di una decisione simile anche nei confronti di Pechino.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.07.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.890,6	6,4	8,7	127,1
GSCI Industriali	1.755,3	6,6	7,5	46,9
Rame (\$)	9.698,5	10,6	9,8	51,2
Alluminio (\$)	2.601,0	1,9	14,0	51,8
Zinco (\$)	2.782,8	-5,8	11,2	22,1
Nickel (\$)	15.021,0	-2,0	-32,6	9,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

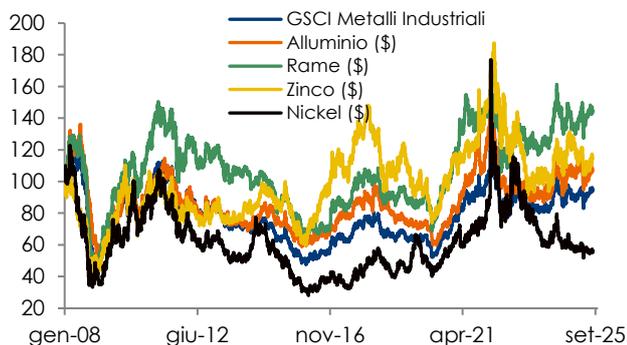
Alluminio: confermato l'aumento dei dazi al 50%. L'accordo sui dazi tra USA e UE non include acciaio e alluminio, per i quali resta una tariffa del 50% escluso il rottame metallico. Un tema non banale per Bruxelles, che teme che l'aumento dell'export di scarti verso gli USA aggravi la carenza interna, ostacolando i piani ecologici di decarbonizzazione dell'industria. Per questo la Commissione ha avviato un sistema di monitoraggio dei flussi e valuta restrizioni all'export, utilizzando anche la formula (spesso citata da Trump) della "materia prima critica e strategica", pur di salvaguardare un comparto che, sviluppatosi nel corso degli ultimi anni, dà lavoro a decine di migliaia di addetti. Di fondo, quindi, si riconferma uno scenario caratterizzato dai medesimi elementi dello scorso mese, viste le tariffe concordate, e che rafforza la nostra idea di

blanda pressione rialzista per fine anno; un maggior recupero potrebbe verificarsi nel prossimo biennio.

Rame: Trump conferma il dazio al 50% ma i dettagli delle imposizioni sono meno radicali di quanto annunciato in precedenza, riducendone gli effetti negativi. La tariffa del 50% imposta definitivamente sull'alluminio ha portato alla scontata conferma della minaccia del presidente Trump di imporre un dazio universale del 50% anche su tutte le importazioni di rame. La sorpresa è arrivata però dai dettagli contenuti nell'annuncio del dazio del 50% applicato sulle importazioni di rame semilavorato (cavi, tubi e altri prodotti), che ha risparmiato il metallo raffinato. Nel complesso, l'effetto dell'introduzione di questo dazio risulta inferiore alle restrizioni radicali annunciate in precedenza e ha escluso i materiali che fungono da input del settore elettronico, come minerali lavorati, concentrati e catodi. La mossa ha fatto scendere i prezzi del rame statunitense quotati alla borsa Comex e ha annullato gran parte del premio rispetto ai medesimi contratti quotati in Europa e Asia, invertendo un movimento che aveva invece caratterizzato gli ultimi mesi proprio per le attese di rincaro del rame inviato negli Stati Uniti. La misura, a detta di tutti gli operatori di settore, sarebbe comunque risultata inefficace in quanto gli Stati Uniti rimarrebbero importatori netti di rame, almeno nel medio termine. In aggiunta, l'approvvigionamento fisico continuerà a sostenere i prezzi del rame indipendentemente dai cambiamenti nella politica statunitense. Per queste ragioni, nonostante un quadro incerto e complicato, pensiamo che nel breve il rame possa consolidare (o marginalmente recuperare) entro fine anno. Il rincaro maggiore resta però rimandato al prossimo biennio.

Zinco: possibile effetto sostituzione, viste le penalizzazioni sull'alluminio. La conferma della tariffa su alluminio e acciaio si applica anche ai beni che contengono una percentuale di questi metalli. In quel caso, il dazio del 50% è calcolato esclusivamente sulla quota corrispondente al contenuto di acciaio o alluminio, mentre sulla parte restante del valore del prodotto si applica la tariffa legata al settore merceologico specifico, in base agli attuali accordi siglati in particolare con Giappone ed Europa. L'applicazione di dazi selettivi su specifici metalli altera la convenienza relativa tra di essi, favorendo un effetto di sostituzione: le imprese statunitensi, penalizzate dal rincaro, potrebbero deviare parte della domanda verso forniture alternative e più economiche, sgravate dai dazi, come ad esempio lo zinco che, in alcune lavorazioni siderurgiche (e poi nei prodotti finali), può essere utilizzato per sostituire l'alluminio. Per questo motivo, confermiamo le nostre previsioni che indicano una costante pressione rialzista sui prezzi dello zinco.

Nickel: l'eccesso di offerta sul mercato fisico resta l'elemento distintivo per questo metallo rispetto all'impatto dei dazi per gli altri. I prezzi dei metalli di base hanno reagito in maniera diversa all'accordo siglato da Trump con Giappone ed Europa. Se i prezzi dell'alluminio sono inizialmente aumentati, quelli del nickel e del rame sono invece diminuiti. Sul nickel continua a pesare l'eccesso di offerta che impedisce un recupero maggiore delle quotazioni. La debolezza dei recenti dati industriali arrivati dalla Cina ha ribadito come i consumi cinesi di nickel lavorato siano in deciso rallentamento. A questo si somma l'eccesso di offerta che l'Indonesia sta tentando di arginare, con scarso successo, in risposta alla diminuzione degli ordinativi dal tutto il mondo. Non cambia 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

	30.07.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.755,3	7,1	5,1	8,2	6,6
Rame (\$)	9.698,5	6,3	7,2	5,1	10,6
Alluminio (\$)	2.601,0	8,4	0,3	13,6	1,9
Zinco (\$)	2.782,8	8,8	1,5	8,2	-5,8
Nickel (\$)	15.021,0	-2,6	-1,2	-9,5	-2,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook resta Moderatamente Positivo, nonostante il comparto non sia particolarmente favorito dalla sigla dei recenti accordi commerciali, che appaiono confermare le penalizzazioni per molti metalli industriali.

Le minori tensioni commerciali, dopo gli accordi con Giappone ed Europa, spostano l'attenzione sulla scadenza del 12 agosto, quando Trump dovrà nuovamente sedersi al tavolo delle trattative con Pechino. Se il raggiungimento di molte intese ha parzialmente ridotto i timori per la crescita economica, permangono le preoccupazioni che le tariffe concordate, benché minori a quelle inizialmente annunciate, possano comunque tornare a surriscaldare i prezzi con effetti negativi sull'inflazione. La conferma del raddoppio delle tariffe su alluminio e acciaio (dazi raddoppiati dal 25% al 50% per tutti i paesi esportatori verso gli Stati Uniti, a partire dal 7 agosto) ha solo parzialmente sorpreso il mercato fisico di questi metalli. Di fondo, non sono quindi cambiati i fondamentali del settore e questo rafforza il nostro scenario di medio-lungo periodo: gli scarsi investimenti strutturali in tutta la catena produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) continuano a rappresentare il principale elemento di rischio quando la domanda si riprenderà, sostenuta dalla transizione energetica. Benché tardi a concretizzarsi questa richiesta, non significa che il forte squilibrio in essere non possa rappresentare un elemento di pressione rialzista sui prezzi in futuro. Per questi motivi, manteniamo il nostro outlook Moderatamente Positivo, caratterizzato tuttavia da una visione più neutrale nel brevissimo periodo vista l'incertezza dominante.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	9.698,5	9.500	9.502	9.500	9.715	10.011
Alluminio (\$)	2.601,0	2.500	2.573	2.600	2.625	2.680
Zinco (\$)	2.782,8	2.700	2.650	2.750	2.759	2.750
Nickel (\$)	15.021,0	15.500	15.600	16.035	16.094	16.744

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	9.698,5	9.700	9.900	10.000	10.125	10.500
Alluminio (\$)	2.601,0	2.600	2.760	2.850	2.900	3.000
Zinco (\$)	2.782,8	2.920	3.085	3.180	3.235	3.300
Nickel (\$)	15.021,0	15.745	16.250	16.400	16.625	17.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

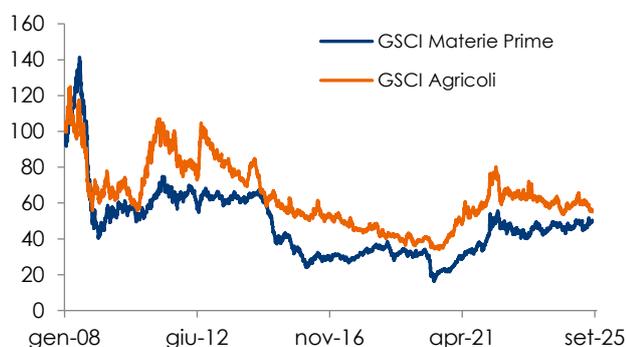
Prodotti agricoli: gli accordi commerciali coinvolgono gli agricoli

Come atteso, gli accordi commerciali stipulati fra Stati Uniti e molti paesi partner coinvolgono gli agricoli, anche se la parziale assenza di dettagli non chiarisce del tutto quali saranno gli effetti delle tariffe sui prezzi delle derrate alimentari. Gli accordi di maggior importanza sono ovviamente quelli con **Europa** e **Giappone**, entrambi annoverano più di un capitolo riguardante le derrate alimentari. Si è confermata la nostra previsione secondo cui il fortissimo disavanzo commerciale espresso dal settore agro-alimentare statunitense, come sottolineato anche in occasione delle recenti trattative dal Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA), pongesse inevitabilmente l'agricoltura al centro delle negoziazioni. Se le tensioni con Tokyo e Bruxelles sono destinate a scemare, dopo la sigla dei rispettivi trattati, sembra proseguire 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 verso gli Stati Uniti. Nonostante l'accordo siglato con Pechino (sino al 12 agosto la tariffa media applicata sui prodotti cinesi è del 30%), prosegue sottotraccia lo scontro agro-alimentare con la **Cina**. La maggior differenza rispetto a quanto accadde durante la prima amministrazione Trump, è l'aver temporeggiato nell'attaccare il comparto agricolo cinese che invece fu fra i primi ad essere colpito nella precedente guerra commerciale. Pensiamo che il motivo sia da ricercarsi nel cambio di strategia di Pechino che ha trasformato strutturalmente il proprio sistema di approvvigionamento, ampliando e diversificando i propri rifornimenti, riducendo pertanto la dipendenza dagli Stati Uniti. Questo ha inevitabilmente tolto un'arma di aggressione a Trump che ha preferito colpire prima altri paesi con maggiori sbilanci nei confronti del mercato agricolo USA, rimandando lo scontro con la Cina.

Giappone e Stati Uniti hanno raggiunto l'intesa commerciale anche grazie allo sblocco della trattativa sul riso. Dopo mesi di estenuanti discussioni, Stati Uniti e Giappone hanno siglato un accordo che taglia dal 25% al 15% le tariffe introdotte dal presidente Trump verso i beni in arrivo dal Giappone. Di contro, Tokyo aprirà il suo mercato interno alle esportazioni americane di camion, riso e altri prodotti agricoli e, in aggiunta, finanzia investimenti negli Stati Uniti fino a un massimo di 550 miliardi di dollari. Nessun dettaglio è stato fornito su quali altri prodotti agricoli siano stati inclusi nell'intesa oltre al riso. Ishiba ha precisato che l'accordo non prevede una riduzione generalizzata dai dazi, tutt'ora in essere, sulle altre derrate alimentari in arrivo dagli Stati Uniti. In base alla normativa quadro del "minimo accesso", introdotta dall'Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO) nel 1995, il Giappone importa ogni anno circa 770.000 tonnellate di riso senza dazio. Lo scorso anno fiscale, il prodotto arrivato dagli Stati Uniti ha rappresentato il 45% di questo totale. L'intesa prevede che il Giappone importi più riso dagli Stati Uniti, ma sempre all'interno della quota esente da dazi, ovviamente a scapito di altri fornitori. Sebbene queste importazioni siano state storicamente marginali grazie all'autosufficienza alimentare del Giappone per il suo cereale base, i quantitativi delle ultime due stagioni sono improvvisamente aumentati a causa di una forte carenza di offerta domestica, con conseguente aumento dei prezzi interni. Oltre al meccanismo di "minimo accesso", il Giappone applica da sempre un'imposta di 341 yen (2,36 dollari) per chilogrammo di riso importato, che di fatto ha reso poco profittevole l'ingresso di qualsiasi fornitura di questo cereale dall'estero, favorendo i produttori domestici. Il premier Ishiba ha sottolineato il successo di Tokyo nel proteggere il settore agricolo nell'ambito dell'accordo bilaterale raggiunto. Il tema dei dazi, però, è costato molto caro allo stesso Ishiba che, conclusa la trattativa commerciale, ha deciso di annunciare le sue dimissioni entro la fine di agosto, anche a causa della sconfitta elettorale subita nelle recenti elezioni per il rinnovo della Camera Alta. Un duro colpo per la coalizione di Governo, già uscita sconfitta nelle elezioni dello scorso ottobre per la Camera Bassa, e che è diventata minoritaria in entrambe le Camere, aggravando l'instabilità politica interna. È infatti la prima volta, dalla fondazione del Partito nel 1955, che l'LDP (la compagine di cui fa parte Ishiba) non ha la maggioranza in almeno una delle due ali del Parlamento.

Europa: l'impatto dell'accordo con gli Stati Uniti sull'agricoltura rischia di essere ampio. In attesa della pubblicazione del testo finale relativo all'accordo sui dazi tra USA ed Europa, l'unica certezza per il settore agricolo europeo è che non si dovrebbe andare oltre il 15% dal 1° agosto (salvo nuovi rinvii). I punti di attenzione su cui gli operatori agricoli europei resteranno vigili sono due. Il primo sarà quello di approfondire i termini dell'accordo, in particolare quelli legati alla composizione della lista dei prodotti agroalimentari a "dazio zero" sui quali, si auspica, una posizione forte della Commissione Europea che possa comprendere tutte le eccellenze che le differenti agricolture dei paesi europei esportano negli Stati Uniti, l'esempio più lampante è quello del vino. Il secondo è l'impatto del nuovo assetto tariffario, differenziato tra i settori e che dovrà essere accompagnato da compensazioni europee per le filiere più penalizzate, considerando anche la svalutazione subita dal dollaro. I grandi esportatori agricoli come Francia, Italia, Spagna, Polonia, temono che le nuove regole possano danneggiare i loro interessi, soprattutto se gli Stati Uniti useranno lo strumento tariffario per proteggere la propria produzione interna o per fare leva su questioni legate alla sicurezza nazionale. Il timore non è legato solo alla tenuta di tutto il sistema agricolo europeo, ma anche all'inevitabile contraccolpo che avranno i singoli paesi nei loro mercati interni.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.07.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.890,6	6,4	8,7	127,1
GSCI Agricoli	468,9	-8,9	-15,7	53,3
Mais (\$ cent)	391,8	-14,6	-22,3	24,0
Frumento (\$ cent.)	523,8	-5,0	-21,3	-1,4
Soia (\$ cent)	967,8	-3,1	-33,1	7,8
Cotone (\$ cent)	65,9	-3,7	-22,9	5,8
Cacao	8.192,0	-29,8	132,4	249,5
Zucchero	16,5	-14,6	-31,8	30,1
Caffè (Arabica)	293,4	-8,2	85,8	154,4
Caffè (Robusta)	3.411,0	-32,0	31,8	154,6

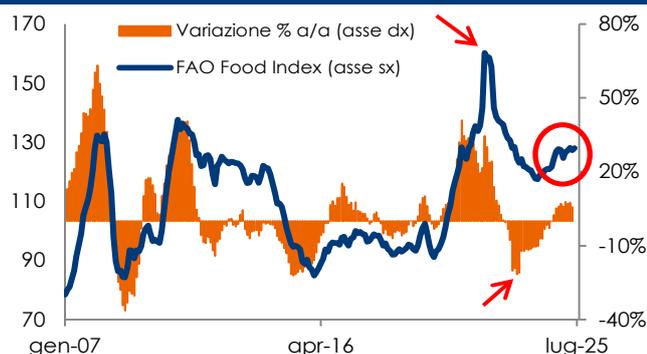
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è in lieve aumento a giugno. A giugno, l'indice FAO dei prezzi alimentari è aumentato dello 0,5% rispetto a maggio, registrando una media di 128,0 punti, un livello superiore del 5,8% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. L'indice è aumentato come risultato dei rincari di prodotti lattiero-caseari, carne e oli vegetali, che hanno più che bilanciato la riduzione dei prezzi di cereali e zucchero. L'indice dei prezzi dei cereali è sceso dell'1,5% rispetto a maggio e del 6,8% rispetto al livello di giugno 2024. I prezzi del mais sono diminuiti drasticamente per il secondo mese consecutivo, poiché l'aumento delle forniture stagionali in Argentina e Brasile ha intensificato la concorrenza tra le principali fonti di esportazione. Anche i prezzi di sorgo e orzo sono diminuiti a giugno. Al contrario, nonostante la pressione sui raccolti nell'emisfero settentrionale, i prezzi del grano sono aumentati su base mensile, riflettendo principalmente le preoccupazioni meteorologiche in alcune aree di produzione chiave, tra cui la Federazione Russa, alcune parti dell'Unione Europea e gli Stati Uniti d'America. L'indice dei prezzi del riso è sceso dello 0,8%, trainato dalla minore domanda di varietà Indica. L'indice dei prezzi della carne è aumentato del 2,1% rispetto a maggio, e del 6,7% rispetto al valore dell'anno precedente, segnando un nuovo massimo storico. L'aumento è stato trainato dall'incremento dei prezzi in tutte le categorie di carne, ad eccezione del pollame che ha risentito dell'elevata offerta interna in Brasile. Anche l'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è aumentato dello 0,5%, sostenuto dalla forte domanda proveniente dall'Asia e dalla riduzione dell'offerta in Oceania e nell'Unione Europea, fattori che hanno mantenuto il burro ai massimi storici e spinto al rialzo i prezzi del formaggio. Pure l'indice dei prezzi degli oli vegetali è aumentato del 2,3% rispetto a maggio, con quotazioni in crescita per tutti i principali oli. I prezzi dell'olio di palma sono saliti di quasi il 5%, a fronte di una forte domanda globale; l'aumento dei

prezzi dell'olio di soia è stato trainato dalle aspettative di una maggiore domanda di biocarburanti in Brasile e negli Stati Uniti, nonché dai prezzi più elevati della soia in Sud America, a fronte di una domanda internazionale sostenuta; Anche i prezzi dell'olio di colza sono saliti a seguito di prospettive di approvvigionamento deboli a livello globale, mentre quelli dell'olio di girasole sono calati a fronte di un miglioramento delle prospettive di produzione nell'area del Mar Nero. Infine, l'indice FAO dei prezzi dello zucchero è diminuito del 5,2% a giugno, subendo il quarto calo consecutivo e toccando il valore più basso da aprile 2021. Il ribasso riflette le migliori prospettive di produzione in Brasile, India e Thailandia, dove condizioni climatiche favorevoli e un aumento delle superfici coltivate lasciano prevedere una crescita dell'offerta.

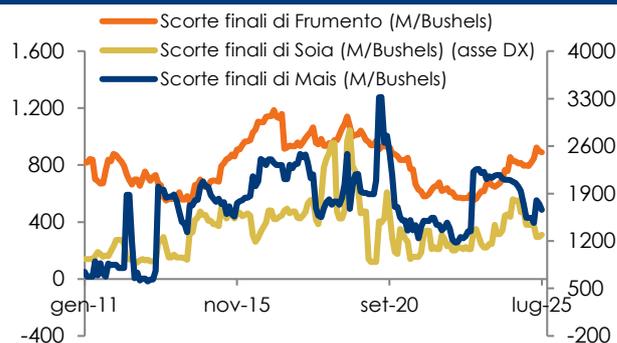
FAO: per la stagione 2025-26 si prevede una produzione cerealicola globale al massimo storico, ma persiste l'incertezza. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di luglio, la FAO ha rivisto al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025-26, prevedendo un nuovo record di 2.925,4 milioni di tonnellate, in aumento dello 0,5% rispetto alle previsioni di giugno e del 2,3% rispetto alla produzione del 2024. La revisione riflette prospettive più favorevoli per grano, mais e riso, con il grano che registra il maggior incremento su base annua, mentre l'aumento più contenuto riguarda il riso. Tuttavia, le previsioni di clima caldo e secco in alcune delle principali regioni produttrici potrebbero influire sul potenziale di resa, in particolare per il mais. Le previsioni per il consumo mondiale di cereali nel 2025-26 si attestano a 2.900,2 milioni di tonnellate, in aumento di 2,0 milioni di tonnellate rispetto a giugno e dello 0,8% rispetto al 2024-25. Poiché la produzione è attesa superare nuovamente il consumo, la FAO ha rivisto al rialzo anche le stime relative alle scorte mondiali di cereali per la stagione 2025-26. Queste sono ora previste in aumento di 15,5 milioni di tonnellate rispetto alla stima del mese precedente e del 2,2% rispetto ai livelli di apertura, raggiungendo 889,1 milioni di tonnellate. Sulla base delle previsioni attuali, il rapporto tra stock e consumo globale di cereali dovrebbe aumentare dal 29,8% nel 2024-25 al 30,3% nel 2025-26, segnalando prospettive di approvvigionamento favorevoli per la nuova stagione. 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'1,2% a 486,9 milioni di tonnellate (in marginale diminuzione rispetto ai 487,1 milioni di tonnellate della precedente previsione), con una crescita del 4,0% del commercio di grano e del 2,0% del riso che dovrebbero compensare la contrazione dello 0,6% attesa per i cereali secondari.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (luglio 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

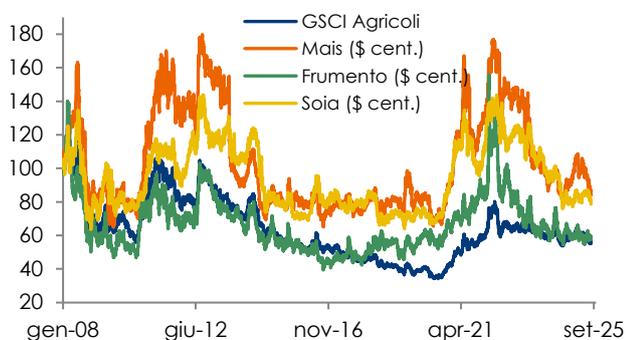


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (luglio 2025)

WASDE: il report di luglio aggiorna le stime 2025-26 segnalando incrementi produttivi per la soia e confermando la contrazione delle scorte per grano e mais. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di luglio, 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. Le stime globali per il **grano** per il 2025-26 prevedono una produzione pressoché invariata, un aumento dei consumi, una riduzione degli scambi commerciali e una contrazione delle scorte. Le scorte iniziali sono state riviste al ribasso di 0,4 milioni di tonnellate, attestandosi a 263,6 milioni di tonnellate, a seguito di riduzioni registrate

in diversi paesi. La produzione mondiale è confermata a 808,6 milioni di tonnellate, stabile rispetto al mese precedente in quanto i cali produttivi in Canada, Ucraina e Iran sono stati bilanciati da incrementi in Kazakistan, UE, Pakistan e Russia. Il consumo mondiale è previsto in crescita di 0,8 milioni di tonnellate, raggiungendo 810,6 milioni, principalmente per l'aumento dell'impiego destinato a mangimi e residui in Kazakistan e Thailandia. Il commercio globale è stimato in calo a 213,1 milioni di tonnellate (-1,3 milioni rispetto al mese scorso), riflettendo la contrazione delle esportazioni da parte dell'UE e dell'Ucraina, solo parzialmente compensata dall'aumento per Russia e Stati Uniti. Le scorte finali mondiali per il 2025-26 sono previste a 261,5 milioni di tonnellate, in calo di 1,2 milioni rispetto alla stima precedente, principalmente a causa delle riduzioni attese in Canada e nell'UE. Secondo le nuove previsioni 2025-26, la produzione globale di **mais** è stata rivista al ribasso di 2,3 milioni di tonnellate, attestandosi a 1.263,7 milioni di tonnellate. Il consumo mondiale è stimato sostanzialmente stabile a 1.275,8 milioni di tonnellate, confermando un livello di utilizzo superiore alla produzione per il secondo anno consecutivo. Le importazioni mondiali sono previste in lieve aumento, raggiungendo 187,8 milioni di tonnellate (rispetto ai 187,5 milioni stimati in precedenza), in quanto gli incrementi delle importazioni da parte di Zimbabwe ed Egitto superano le riduzioni attese per Canada e Messico. Per quanto riguarda le esportazioni, si segnalano revisioni al rialzo per Stati Uniti e Canada, ma una riduzione per la Turchia. Pertanto, nel complesso, il volume globale delle esportazioni rimane stabile a 195,8 milioni di tonnellate. Le scorte finali globali per il 2025-26 sono state riviste in calo di 3,2 milioni di tonnellate rispetto al mese precedente, attestandosi a 272,1 milioni. La riduzione è dovuta principalmente ai tagli per Cina e India, parzialmente compensati da un incremento per il Brasile. 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 diminuire di 3,6 milioni di tonnellate, a 1547,1 milioni. Il consumo mondiale è stimato in calo a 1.560,6 milioni di tonnellate, rispetto ai 1.562,2 milioni del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al ribasso a 237,8 milioni di tonnellate, in confronto ai 238,4 milioni previsti nello scorso report. Le scorte finali sono attese in diminuzione a 299,1 milioni di tonnellate, rispetto ai 302,4 del mese scorso. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025-26 è stata rivista al rialzo a 427,7 milioni di tonnellate, rispetto ai 426,82 milioni stimati nel mese precedente, principalmente grazie a un aumento della produzione in Ucraina. Le esportazioni globali sono attese in lieve calo a 187,6 milioni di tonnellate (da 188,4 milioni), in seguito alla riduzione delle esportazioni statunitensi, solo parzialmente compensate dagli incrementi per Argentina e Ucraina. Analogamente, le importazioni mondiali sono stimate in diminuzione a 186,1 milioni di tonnellate (contro i 186,8 milioni del report precedente), a causa di revisioni al ribasso per India, Messico e Arabia Saudita. Le scorte finali globali sono previste in aumento di 0,8 milioni di tonnellate, raggiungendo i 126,1 milioni. L'incremento è attribuibile alle maggiori scorte in Brasile e Stati Uniti, che compensano parzialmente i cali registrati in Cina, Argentina e Messico.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.07.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	468,9	-8,7	-12,4	1,2	-8,9
Mais (\$ cent.)	391,8	-16,2	-18,7	2,4	-14,6
Frumento (\$ cent.)	523,8	2,1	-6,4	-0,7	-5,0
Soia (\$ cent.)	967,8	-6,5	-7,1	-5,9	-3,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: il consolidamento dei prezzi delle granaglie prosegue nonostante le novità relative agli accordi commerciali.

Non muta il quadro di breve termine sugli agricoli. L'incertezza sugli effetti che potranno avere le recenti intese commerciali sui prezzi delle principali granaglie continua ad invitare alla cautela. La pressione speculativa sui prezzi resta alta, favorita dalla mancanza di dettagli, tranne che per il riso diretto in Giappone, sulle reali modifiche delle tariffe sui flussi di forniture in entrata e uscita dagli Stati Uniti. Una situazione che ci consente di riaffermare la nostra previsione di rialzo lungo tutto l'orizzonte temporale. Nel lungo periodo, la minaccia maggiore resta quella legata alle conseguenze del cambiamento climatico che rischia di incidere sui volumi e sulla resa dei raccolti, in una fase in cui la domanda di alimenti permane consistente, sorretta dall'espansione demografica che sembra non temere il (moderato) rallentamento economico in corso. Nonostante gli accordi stipulati, all'appello mancano ancora molti paesi emergenti dove si coltivano gran parte delle varietà di coloniali. La mancanza di misure specifiche per il settore continua a rendere difficile stimare l'impatto delle turbolenze commerciali sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	391,8	450,0	455,0	450,0	456,4	460,0
Frumento (cent. \$)	523,8	545,0	545,0	580,0	575,0	567,5
Soia (cent. \$)	967,8	1.014,8	1.020,0	977,6	1.067,5	975,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	391,8	465	470	470	475	485
Frumento (\$ cent.)	523,8	570	605	615	627	645
Soia (\$ cent.)	967,8	1.110	1.185	1.205	1.210	1.225

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Le minori preoccupazioni sulle tariffe, dopo la stipula di alcune intese, stanno favorendo la frenata dei prezzi di quasi tutte le soft commodity. Se la speculazione finanziaria continua ad incidere, sembrano invece ridursi parzialmente i timori sulla crescita economica globale e sulla domanda anticipata di derrate alimentari per precorrere il rincaro legato ai dazi, col conseguente rallentamento delle dinamiche rialziste.

Cotone: il rapporto WASDE di luglio rivede al rialzo la produzione, il consumo e le scorte finali, mentre si riducono il commercio globale e le scorte iniziali relativi alla stagione 2025-26.

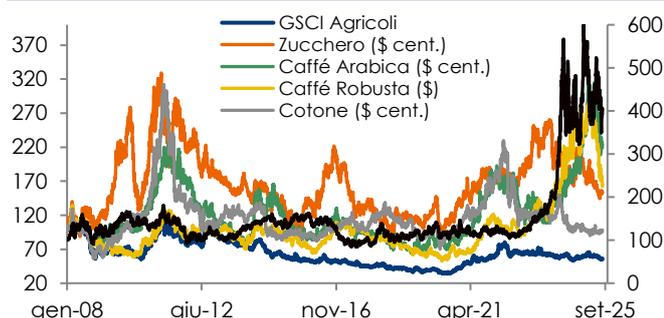
La produzione mondiale è aumentata di 1,43 milioni di balle, grazie all'incremento di 1 milione di balle in Cina, di 600.000 balle negli Stati Uniti e di 100.000 balle in Messico, solo parzialmente compensato dalla riduzione del raccolto in Pakistan ed Egitto; pertanto, la produzione mondiale si attesta a 118,4 milioni di balle. Il consumo globale di cotone è aumentato di 365.000 balle per il 2025-26, raggiungendo i 118,1 milioni di balle, con l'aumento per il Pakistan e il Messico parzialmente compensato dalle riduzioni per Italia e Germania. Per quanto riguarda le esportazioni globali, sono diminuite di 100.000 balle, attestandosi a 44,7 milioni. Le scorte iniziali per il 2025-26 si sono ridotte di 510.000 balle, al livello di 76,8 milioni, riflettendo in gran parte la flessione negli Stati Uniti e in Cina. Tuttavia, le scorte finali globali per il 2025-26 sono aumentate di 520.000 balle, attestandosi a 77,3 milioni, grazie all'incremento della produzione che ha più che compensato sia la crescita del consumo che la riduzione delle scorte iniziali. 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 rialzo contenuto dei prezzi nel medio-lungo termine.

Zucchero: le previsioni di ampia offerta globale ostacolano il recupero dei prezzi dello zucchero.

I prezzi dello zucchero, dopo aver toccato il minimo annuale di 15 dollari a cavallo fra giugno e luglio, sono tornati a scambiare fra 16 e 17 dollari nelle ultime settimane. La pressione ribassista sui prezzi resta originata dalle speculazioni su un possibile aumento delle esportazioni di zucchero da parte dell'India, nella prossima stagione che inizia a ottobre, visto che le abbondanti piogge monsoniche potrebbero favorire un raccolto di canna da zucchero sopra la media. La federazione nazionale degli operatori di settore ha previsto che la produzione di zucchero indiana per il 2025-26 aumenterà del 19% a/a base annua a 35 milioni di tonnellate anche come

conseguenza di una maggiore superficie coltivata. Anche le previsioni di una maggiore produzione di zucchero brasiliano sono ribassiste per le quotazioni del prodotto grezzo: il clima secco in Brasile ha incoraggiato gli zuccherifici del paese ad aumentare la lavorazione della canna da zucchero, dirottando una parte maggiore del prodotto semi raffinato proprio verso la produzione del dolcificante (più redditizio), rispetto all'etanolo. La manifattura brasiliana è attesa lavorare il 54% della canna disponibile entro la fine di luglio, aggiungendo probabilmente altri 3,2 milioni di tonnellate di zucchero sul mercato. Ancora una volta si riconferma quindi un quadro di tensione sui fondamentali dello zucchero per la stagione in corso, che tiene basse le quotazioni senza però sbarrare la strada a 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

	30.07.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	468,9	-8,7	-12,4	1,2	-8,9
Cotone	65,9	0,2	0,0	-3,1	-3,7
Cacao	8.192,0	-10,2	-26,9	0,7	-29,8
Zucchero	16,5	-5,8	-15,0	-13,1	-14,6
Caffè (arabica)	293,4	-29,1	-21,4	27,1	-8,2
Caffè (robusta)	3.411,0	-35,9	-40,5	-20,0	-32,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: continua il calo delle quotazioni a causa dei numeri positivi sul raccolto brasiliano.

Prosegue anche questo mese il calo di entrambe le varietà di caffè, Arabica e Robusta sono su livelli minimi da inizio anno. Secondo Safras & Mercado (società leader nella consulenza agricola sul mercato brasiliano) il raccolto di caffè complessivamente immagazzinato in Brasile, per il 2025-26, è dell'84% al 23 luglio, in aumento rispetto al medesimo periodo della scorsa stagione: 81%; e di molto superiore alla media quinquennale del 77%. Distinguendo per varietà, il 96% del raccolto di Robusta e il 76% di Arabica risultano completati (sempre al 23 luglio). In aggiunta, proprio per l'abbondanza di offerta, in particolare di Robusta, le scorte di questa varietà hanno raggiunto il massimo annuale alla borsa ICE (The Intercontinental Exchange) di Atlanta. Lo scorso 25 giugno, il Servizio Agricolo Estero (FAS) dell'USDA (United States Department of Agriculture) ha previsto che la produzione mondiale di caffè nel 2025-26 aumenterà del +2,5% a/a, raggiungendo il record di 178,6 milioni di sacchi, con un calo dell'1,7% nella produzione di Arabica (a 97 milioni di sacchi) e un aumento del +7,9% nella produzione di Robusta (a 81,6 milioni di sacchi). Il FAS prevede che le scorte finali 2025-26 aumenteranno del +4,9%, passando da 21,7 milioni di sacchi nel 2024-25 a 22,8 milioni di sacchi. Sempre il FAS stima che la produzione di caffè brasiliana per il 2025-26 aumenterà dello 0,5% a/a, raggiungendo i 65 milioni di sacchi, e che la produzione di caffè vietnamita, sempre per il 2025-26, aumenterà del 6,9% a/a, raggiungendo il massimo degli ultimi 4 anni, ovvero 31 milioni di sacchi. Il Brasile è il maggiore produttore mondiale di caffè Arabica, mentre il Vietnam è il maggiore produttore mondiale di caffè Robusta.

Cacao: probabile un rimbalzo di breve ma non cambia le prospettive di lungo termine.

Dopo i minimi annuali toccati in area 7.000 dollari a metà luglio, i prezzi del cacao sono rimbalzati sopra gli 8.000 dollari, spinti dalle preoccupazioni per il clima secco in Africa occidentale. Le previsioni meteorologiche a medio termine segnalano che le precipitazioni in Costa d'Avorio e Ghana, in questa stagione, rimarranno al di sotto della media trentennale. Una situazione che, combinata con le anomale alte temperature delle ultime settimane, rischiano di danneggiare lo sviluppo delle fave di cacao per il raccolto principale che inizia a ottobre. In aggiunta, i timori per il rallentamento del ritmo delle esportazioni di cacao della Costa d'Avorio rischiano di ridurre le forniture globali. I dati governativi segnalano che gli agricoltori ivoriani hanno spedito 1,74 milioni

di tonnellate di cacao ai porti, in questo finale di stagione (1° ottobre 2024 - 20 luglio 2025) con un aumento del +6,1% rispetto allo scorso anno, ma in calo rispetto al ben più ampio +35% registrato a dicembre. Permane la tensione anche a valle della produzione agricola, dove i timori sono invece di un calo dei prezzi del cioccolato raffinato al dettaglio a causa delle deboli previsioni sulla domanda. Il produttore di cioccolato Lindt & Spruengli ha abbassato le sue stime sui margini per l'anno a causa di un calo delle vendite superiore alle aspettative nel primo semestre. Anche Barry Callebaut ha ridotto le sue previsioni di vendita all'inizio di questo mese e per la seconda volta in tre mesi, a causa del rincaro del cacao grezzo che alza i costi e scoraggia gli acquisti dei consumatori. Un quadro che conferma la nostra sensazione secondo cui il forte aumento delle quotazioni del cacao, degli scorsi mesi, non si è ancora totalmente scaricato sui consumi al dettaglio e che i timori sui raccolti manterranno, almeno nel breve, alti i prezzi.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	65,9	67,3	69,5	70,0	70,8	71,0
Cacao	8.192,0	8.200	8.000	8.125	7.370	6.750
Zucchero	16,5	17,2	18,0	18,8	19,6	21,9
Caffè (Arabica)	293,4	367,5	365,0	375,0	290,0	280,0
Caffè (Robusta)	3.411,0	3.612	3.400	3.050	3.135	4.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 30.07.25	3° trim. 2025	4° trim. 2025	1° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	65,9	67,0	70,0	70,0	70,0	71,0
Cacao	8.192,0	11.000	10.200	8.750	7.440	6.500
Zucchero	16,5	19,0	21,0	22,8	23,0	23,5
Caffè (Arabica)	293,4	360	340	330	300	280
Caffè (Robusta)	3.411,0	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 25.06.2025.

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: Cristina Baiardi, Monica Bosi