

Mensile Materie Prime

Il nuovo ruolo strategico delle Materie Prime

Energia: outlook Neutrale, il surplus di offerta terrà bassi i prezzi del petrolio

Mentre i produttori OPEC+ si affrettano a rimuovere totalmente i tagli all'offerta, il tema chiave sul mercato petrolifero sarà il reale ammontare di surplus produttivo che si realizzerà quest'anno e nel 2026. Una prospettiva che limiterà il rialzo dei prezzi del greggio mantenendoli, a nostro avviso, in area 60-65 dollari al barile per WTI e Brent, confermando il nostro outlook Neutrale. Il rifornimento dei depositi europei di gas naturale sta procedendo ma a un ritmo più lento della media, generando qualche timore alla vigilia dell'inverno.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo da Neutrale, dopo i record dell'oro

Il nostro scenario di previsione cambia, dopo l'avvio del nuovo ciclo di ribasso dei tassi da parte della Fed, i costanti record messi a segno da Wall Street e la sensazione di una maggior imprevedibilità dello scenario futuro. Tutti elementi che potrebbero ulteriormente sostenere i beni rifugio, come i Preziosi, e consentire all'oro di registrare nuovi massimi.

Metalli industriali: outlook Neutrale da Mod. Positivo, nel breve termine

Di fondo, non sono cambiati i fondamentali strutturali del settore e questo rafforza il nostro scenario di rialzo nel medio-lungo periodo: gli scarsi investimenti lungo tutta la catena produttiva (miniere, raffinazione e siderurgia) continuano a rappresentare il principale elemento di rischio quando la domanda si riprenderà. Al contempo, però, la totale incertezza che grava sul comparto ci spinge a rivedere a Neutrale, da Moderatamente Positivo, il giudizio di breve termine, con previsioni di sostanziale consolidamento per tutti i principali metalli.

Prodotti agricoli: outlook M. Positivo, alla fine della stagione dei raccolti estivi

Nonostante si sia ridotta parte dell'incertezza, grazie alle recenti intese commerciali stipulate, resta complicato stimare con precisione quali effetti ne discenderanno sui prezzi agricoli. Una situazione che, se da un lato invita alla cautela, dall'altro non ha impedito a tutto il comparto di consolidare, a dispetto di uno scenario carico di incognite. Il parziale miglioramento delle stime di crescita delle principali economie, che sono ancora attese rallentare ma in maniera meno marcata, ha contribuito a sostenere sia la domanda di cereali che di soft commodity.

Soft Commodity:

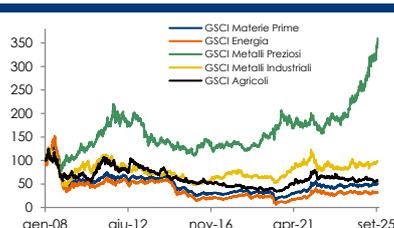
- Cotone:** il WASDE di settembre rivede al rialzo produzione e consumo ma riduce le scorte.
- Zucchero:** il recupero dei prezzi dello zucchero resta uno scenario plausibile.
- Caffè:** l'incertezza sulle dimensioni del raccolto brasiliano manterrà la pressione sui prezzi.
- Cacao:** le condizioni climatiche restano il principale fattore di pressione rialzista.

Performance degli indici commodity

	Valore 23.09.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.886,3	6,3	3,5	126,2
GSCI Energia	641,1	0,7	-7,3	178,1
GSCI Met. Preziosi	4.184,6	43,2	92,2	93,8
GSCI Met. Industriali	1.799,5	9,3	15,5	48,8
GSCI Prod. Agricoli	475,7	-7,6	-10,1	46,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati al 23.09.2025

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

24 settembre 2025 - 14:20 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

24 settembre 2025 - 14:25 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Set.	Lug.
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	-11,6	0,1
Brent	-9,4	-3,1
Gas naturale	-21,5	44,5
Gasolio	1,5	-7,4
Oro	43,3	27,5
Argento	51,1	21,4
Rame	13,8	2,4
Alluminio	3,4	7,0
Zinco	-0,8	11,9
Nickel	0,2	-7,7
Mais	-7,0	-2,7
Frumento	-5,6	-12,2
Soia	1,4	-22,8
Cotone	-5,7	-15,6
Caffè Arabica	9,5	69,8

Fonte: Bloomberg; Dati al 23.09.2025

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 23.09.2025 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: il surplus di offerta terrà bassi i prezzi del petrolio

**Il nuovo ruolo delle materie prime rischia di portare a un cambiamento radicale nel meccanismo degli approvvigionamenti.** Il calo del costo del denaro americano di 25pb e il rialzo delle stime di crescita economica del secondo consumatore al mondo di risorse, dopo la Cina, restano due segnali di sostegno per tutte le materie prime anche se non mancano timori e incertezze. Quello che appare difficile da stimare è l'effetto di lungo termine, sul sistema economico mondiale, dell'introduzione di questa nuova serie di tariffe che incideranno comunque sugli scambi internazionali e rallenteranno il ciclo economico, anche se probabilmente meno di quanto ci si potesse aspettare. Le recenti tensioni commerciali hanno sottolineato, con forza, il nuovo ruolo assunto dalle Commodity, non più esclusivamente fattori di base dei processi produttivi, ma veri e proprio asset strategici, utilizzati come strumento per influenzare le decisioni politiche o indebolire gli avversari, cercando di ridurre il più possibile la propria vulnerabilità garantendosi approvvigionamenti certi e costanti. Basti pensare all'importanza del tema energetico nel conflitto fra Russia e Ucraina, ma anche all'accumulo record di oro da parte delle banche centrali o alla volontà di alterare gli equilibri sul mercato dei metalli industriali o all'importanza strategica delle derrate alimentari. L'implicazione più evidente di queste dinamiche di lungo periodo sarà probabilmente il declino dei prezzi dei combustibili fossili a causa dell'aumento della produzione di petrolio, gas naturale e carbone che potrebbe superare i consumi.

**Focus: l'OPEC+ non si ferma e aumenta anche l'offerta petrolifera di ottobre.** L'OPEC+, domenica 7 settembre, ha deciso un nuovo aumento giornaliero della produzione petrolifera, anche per ottobre, di 137.000 barili, un incremento decisamente inferiore ai 547.000 degli ultimi due mesi. Inizialmente si pensava che l'OPEC+, avendo azzerato con la tranche di settembre (547.000 barili) tutti i 2,2 milioni di barili giornalieri che alcuni Paesi avevano volontariamente ritirato dal mercato alla fine del 2023, potesse fermare gli incrementi. Sono ancora in essere tagli per un totale di 3,66 milioni di barili giornalieri (2 milioni per l'intera OPEC+ e 1,66 milioni volontari) ma su pressione di Arabia Saudita ed Emirati si è deciso di accelerare ulteriormente, iniziando a ridurre anche i rimanenti 1,66 milioni giornalieri che spontaneamente Arabia Saudita, Russia, Emirati Arabi, Kuwait, Oman, Iraq, Kazakistan e Algeria stanno ancora effettuando. Resta in vigore fino alla fine del 2026 (per ora) la riduzione di 2 milioni dell'intera OPEC+, mentre gli alleati si rivedranno il 5 ottobre per decidere i livelli di novembre. È quindi prevalsa la volontà dei produttori maggiori (Arabia Saudita, Emirati e Russia) di riguadagnare quote di mercato, a scapito degli alleati minori, riducendo l'effetto negativo di questo nuovo incremento sui prezzi del greggio, scosso dalle minacce di Trump di inasprire le sanzioni sul prodotto russo.

**Il mercato petrolifero registrerà un forte surplus nei prossimi due anni?** Metabolizzata la decisione dei produttori di non fermare l'aumento della propria offerta, l'attenzione degli investitori si è spostata sull'ipotesi di crescente surplus che potrebbe formarsi sul mercato, proprio a seguito dei continui incrementi di produzione dell'OPEC+. Anche se l'incremento effettivo degli ultimi mesi è stato inferiore a quanto promesso, e parte dei volumi aggiuntivi di greggio si sono tramutati in consumo domestico e non sono realmente finiti sul mercato, i dati mostrano che l'offerta complessiva dell'OPEC+ è comunque cresciuta di circa 2,3 mb/g negli ultimi dodici mesi, passando dal minimo di 40,1 mb/g del settembre 2024 a 42,4 mb/g nell'agosto del 2025. Un aumento che rappresenta la crescita maggiore dall'incremento registrato alla fine del Covid. Un cambio di strategia che appare guidato solo da considerazioni politiche e non dai fondamentali espressi dal mercato fisico, ne dà particolari esigenze di bilancio dei singoli Paesi. Se i principali produttori manterranno gli attuali piani di estrazione, è molto probabile che si verificherà una rapida espansione delle scorte mondiali, la più ampia dal biennio 2014-15, generando un surplus di offerta che IEA e EIA (rispettivamente l'Agenzia Internazionale dell'Energia e l'Agenzia statunitense) stimano in 1,7 milioni di barili al giorno medi in questo 2025 e 1,6 mb/g nel 2026. Nell'arco del biennio 2025-26 avremmo un eccesso di prodotto paragonabile, o addirittura superiore, a quello registrato con l'esplosione dello "shale oil" statunitense nel 2014 e nel 2015, una rivoluzione nella produzione petrolifera che cambiò gli equilibri di mercato, una situazione del tutto diversa da quella attuale. Se le stime di sovrapproduzione e di accumulo di scorte dovessero realmente verificarsi, i prezzi di Brent e WTI scenderebbero fino a 50 dollari al barile nei

prossimi due anni, una prospettiva che appare difficilmente realizzabile. Il surplus effettivo sarà molto probabilmente inferiore, intorno a 1 milione di barili giornalieri, un volume ampiamente gestibile e non in grado di deprimere eccessivamente le quotazioni petrolifere, specie se la domanda resterà comunque robusta, mantenendo i prezzi del greggio in area 60-65 dollari al barile.

#### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

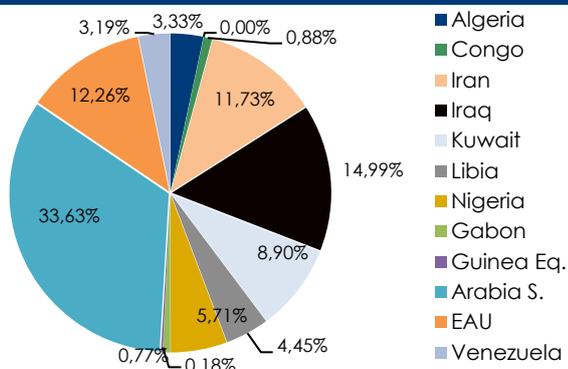
	Valore 23.09.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.886,3	6,3	3,5	126,2
GSCI Energia	641,1	0,7	-7,3	178,1
WTI (\$)	63,4	-11,6	-29,6	57,3
Brent (\$)	67,6	-9,4	-27,5	61,3
Gas Naturale (\$)	2,9	-21,5	8,2	26,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA.** Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di settembre, 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, invariata rispetto al mese scorso) a 43,1 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, immutata rispetto alla stima precedente). La domanda globale di petrolio dovrebbe crescere dal livello record di 105,1 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g a/a, invariato rispetto al mese scorso) a un nuovo massimo storico di 106,6 mb/g nel 2026 (+1,5 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 106,5 mb/g di agosto). 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 a/a, invariato) a 54,6 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariato). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono aumentate di circa 2 milioni di barili, raggiungendo i 2.761 milioni di barili complessivi, corrispondenti a 59,6 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di settembre (OMR), prevede che la domanda globale possa crescere da 103,1 mb/g nel 2024 (invariata rispetto alle stime del mese scorso) a 103,9 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, rappresentando ancora il ritmo più lento in 16 anni, escludendo il calo del 2020 dovuto all'impatto del Covid, sebbene la domanda sia stata rivista al rialzo dai 103,7 mb/g delle stime di agosto), e a 104,6 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 104,4 mb/g). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,4 mb/g nel 2024 (rivista al rialzo dai 70,2 mb/g del mese scorso) a 71,9 mb/g nel 2025 (+1,5 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 71,7 mb/g del mese scorso) e a 73,1 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 72,8 mb/g delle stime del mese scorso). 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 da 27,3 mb/g) a 26,3 mb/g nel 2025 (-0,9 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 26,4 mb/g del mese scorso) e a 25,6 mb/g nel 2026 (-0,7 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 25,7 mb/g della stima precedente). Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di settembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 102,9 mb/g nel 2024 (rivisto al rialzo rispetto ai 102,7 mb/g previsti il mese scorso) a 103,8 mb/g nel 2025 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 103,7 mb/g del mese scorso) e a 105,1 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 104,9 mb/g del mese scorso), segnando un nuovo record. Si stima che l'offerta non-OPEC aumenterà da 70,5 mb/g nel 2024 (rivisto al rialzo dai 70,4 mb/g del mese scorso) a 72,1 mb/g nel 2025 (+1,6 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 72,0 mb/g della precedente stima) e a 73,0 mb/g nel 2026 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 72,7 mb/g del mese scorso), segnando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in

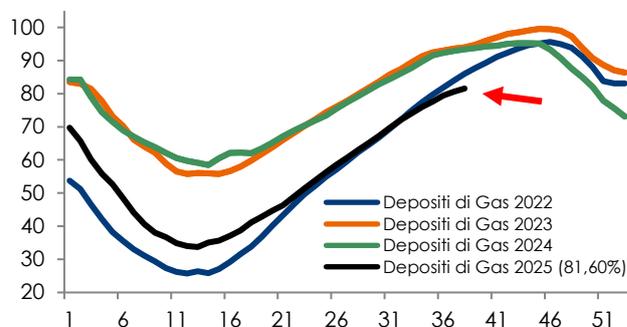
media a 27,1 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso), per poi aumentare a 27,7 mb/g nel 2025 (+0,6 mb/g a/a, invariata rispetto alla precedente stima) e a 27,8 mb/g nel 2026 (+0,1 mb/g a/a, immutata rispetto ad agosto).

#### Produzione membri OPEC (%)



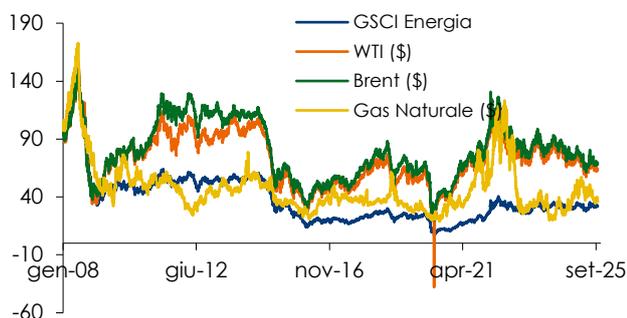
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.08.2025

#### Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 21.09.2025

**Il TTF (il gas europeo) resta sotto pressione.** Le scorte di gas in Europa salgono ma più lentamente rispetto alla media degli ultimi anni, mentre si avvicina il periodo invernale e il consumo per la generazione termica e il riscaldamento degli ambienti aumenterà in maniera significativa. Per il gas naturale europeo inizia la stagione più critica, aggravata dall'assenza delle spedizioni russe attraverso l'Ucraina, dai livelli di riempimento degli stoccaggi ai minimi dal 2021 e dall'atteso incremento stagionale della domanda, che potrebbe essere acuito da temperature più rigide in vista del manifestarsi del fenomeno meteorologico de La Niña. Non escludiamo quindi possibili temporanee pressioni rialziste nel corso dell'inverno per i mercati del gas e, conseguentemente, nella generazione di energia elettrica, in un clima di volatilità elevata. Non escludiamo che l'equilibrio di mercato possa migliorare nel corso del 2026, grazie alle aspettative di rialzo dell'offerta mondiale di gas naturale liquefatto (GNL), che permetterà di ridurre le quotazioni del gas europeo da una media di circa 36 euro a MWh nel 4° trimestre 2025 verso una media di circa 30 euro a MWh nel 2026. L'equilibrio del sistema energetico europeo resta delicatissimo: l'accordo con gli Stati Uniti garantisce forniture 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, come intende fare la Commissione Europea. Una prospettiva che nasconde più di un'insidia alla luce delle recenti considerazioni espresse dall'IEA (l'Agenzia Internazionale dell'Energia) nella sua analisi sul mercato del metano. Secondo l'IEA, circa il 70% dei 4.300 miliardi di metri cubi di gas prodotti oggi proviene da giacimenti convenzionali, mentre quasi tutto il resto è gas di scisto prodotto negli Stati Uniti. Nonostante la rivoluzione dello "shale", la produzione complessiva di petrolio e gas dipende ancora in larga misura da un piccolo numero di giacimenti, molto vasti, principalmente in Medio Oriente, Eurasia e Nord America, che insieme rappresentano quasi la metà della produzione globale di gas nel 2024. La maggior parte delle fonti di produzione non convenzionali di gas presenta inoltre tassi di declino molto più rapidi rispetto alle fonti convenzionali. Anche i giacimenti di "shale gas" negli Stati Uniti stanno diventando più "gassosi", ossia le rocce che contengono il metano lo rilasciano più velocemente a mano a mano che il giacimento viene sfruttato, aumentando i tassi di declino complessivi ed enfatizzando ancor di più la concentrazione e la dipendenza da un piccolo numero di paesi in Medio Oriente e Russia, con implicazioni per la sicurezza dei sistemi energetici e delle forniture.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	23.09.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	641,1	3,3	2,9	8,7	0,7
WTI (\$)	63,4	-1,5	-8,2	-11,4	-11,6
Brent (\$)	67,6	0,7	-7,4	-10,0	-9,4
Gas Naturale (\$)	2,9	-19,3	-27,1	11,8	-21,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook ancora Neutrale: le aspettative di forte surplus di offerta freneranno le quotazioni petrolifere, pressate solo dalle tensioni con la Russia; gas europeo stabile ma l'arrivo della stagione invernale e le scorte sotto la media destano qualche preoccupazione.**

Mentre i produttori OPEC+ si affrettano a rimuovere totalmente i tagli all'offerta, il tema chiave sul mercato petrolifero sarà il reale ammontare di surplus produttivo che si realizzerà quest'anno e nel 2026. Una prospettiva che limiterà il rialzo dei prezzi del greggio mantenendoli, a nostro avviso, in area 60-65 dollari al barile, livelli però incompatibili con le attese di un eccesso di offerta che sfiori i 2 milioni di barili giornalieri, il prossimo anno. Se il surplus che si manifesterà fosse realmente quello, i prezzi del greggio sarebbe destinati a scendere a 50-55 dollari, un'eventualità che faticiamo a prendere in considerazione. Restiamo convinti che la domanda resterà robusta e che la reale sovrapproduzione possa attestarsi intorno a 1 milione di barili al giorno, un volume di prodotto facilmente gestibile dal mercato e non in grado di turbarne eccessivamente l'equilibrio. 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 e col reale livello di riempimento dei depositi (mediamente inferiore rispetto agli ultimi 3 anni), alla vigilia della nuova stagione invernale. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Il rifornimento dei depositi europei di gas naturale sta procedendo ma ad un ritmo più lento, aggravato dal 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	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	23.09.25	2025	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	63,4	60,0	58,9	59,3	60,9	65,0
Brent (\$)	67,6	63,3	61,5	62,0	63,0	65,0
Gas Naturale (\$)	2,9	3,9	4,2	3,8	3,9	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

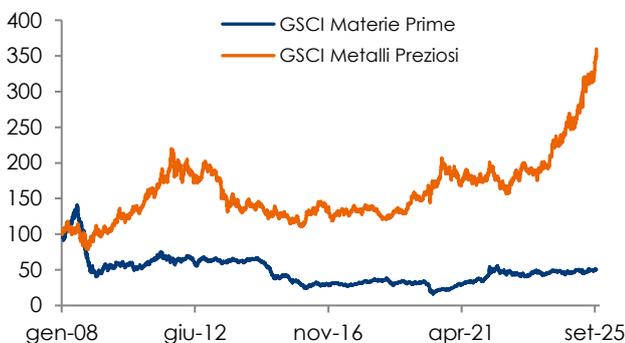
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	23.09.25	2025	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	63,4	60,0	57,0	59,0	59,0	60,0
Brent (\$)	67,6	63,0	61,0	63,0	63,0	64,0
Gas Naturale (\$)	2,9	3,8	3,9	4,0	4,0	4,2
TTF (€/MWh)	32,3	36,0	34,0	30,5	30,0	24,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: spinti dal calo dei tassi e dai rischi geopolitici

**Se, all'inizio dell'estate, gli accordi commerciali avevano ridotto l'avversione al rischio, le nuove tensioni geopolitiche e la ripresa del ciclo di ribasso dei tassi da parte della Fed hanno di nuovo ampliato la domanda di beni rifugio, come i Preziosi.** La stipula di moltissimi accordi commerciali ha ridotto la tensione provocata dal piano tariffario globale dell'Amministrazione Trump: questo ha consentito alle quotazioni dei mercati azionari di crescere, nonostante uno scenario di tensioni geopolitiche costanti. Una situazione di calma apparente che ha comunque stimolato la ricerca di strumenti finanziari che possano garantire protezione contro rischi o eventi inattesi e aggiungere un certo grado di diversificazione nei portafogli finanziari, qualora si verificassero forti ribassi degli asset più rischiosi. In quest'ottica, l'oro ha rinnovato costantemente i propri massimi storici nel mese di settembre, consolidando una straordinaria performance che lo vede in rialzo di quasi il 230% in 10 anni e trascinando con sé anche l'argento, tornato ai picchi dal 2011. A completare il quadro di sostegno ai Preziosi si è aggiunta la svolta espansiva della Federal Reserve, nonostante l'incertezza generata dalle politiche economiche statunitensi. Powell, nella riunione di settembre, ha confermato l'avvio di un nuovo ciclo di tagli dei tassi che avrà come punto di arrivo il 3,50%, complice un'inflazione contenuta e temporanea e una crescita resiliente: uno scenario che il dollaro aveva già sostanzialmente metabolizzato ma che non gli impedirà di indebolirsi ancora, seppure in modo contenuto, attestandosi in media in area 1,20 contro euro nei prossimi 6-12 mesi. In aggiunta, la preoccupante espansione dei debiti pubblici di molti paesi occidentali, unita e all'instabilità geopolitica, renderà ancora più appetibili i beni rifugio come l'oro che sono slegati dalle decisioni politiche, monetarie e fiscali dei singoli paesi, come invece accade per il dollaro o per qualsiasi altra valuta considerata "difensiva". Infine, non accenna ad arrestarsi lo straordinario rialzo del platino, come conseguenza della forte domanda cinese derivante dal comparto della gioielleria: l'arrivo delle festività di fine anno potrebbe ulteriormente consolidare questo movimento.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 23.09.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.886,3	6,3	3,5	126,2
GSCI Met. preziosi	4.184,6	43,2	92,2	93,8
Oro (\$)	3.779,3	43,3	96,3	102,0
Argento (\$)	44,3	51,1	87,8	92,9
Platino (\$)	1.497,5	64,8	60,9	77,2
Palladio (\$)	1.224,8	34,0	-2,3	-44,9

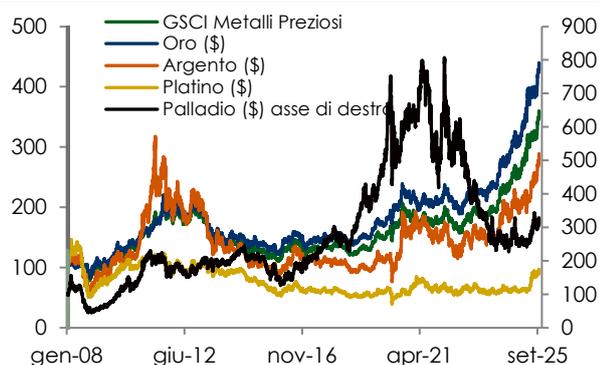
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Ribadiamo lo scenario di robusto consolidamento per il comparto dei Preziosi, sul finale d'anno.

L'oro ha costantemente rinnovato i massimi storici durante il mese di settembre: i rischi economici, commerciali e politici alimentati dalle decisioni dell'Amministrazione Trump stanno rendendo molto più difficile prevedere lo scenario di fondo. Questo elemento, unito all'avvio di un nuovo ciclo di espansione monetaria da parte della Fed, guiderà ancora gli acquisti di beni rifugio, oro in primis. Ci attendiamo che l'oro scambi attorno a una media di circa 3.800 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2025, portandosi poi mediamente intorno ai 3.700 dollari nel 2026. Uno scenario che tuttavia non esclude possibili fiammate rialziste, che potrebbero spingere il metallo aureo oltre i 4.000 dollari, se la politica monetaria della Fed dovesse diventare più espansiva del previsto. In merito all'argento, riteniamo che possa ulteriormente beneficiare dell'effetto di trascinamento generato dall'oro, non solo posizionandosi sopra i massimi dal 2011 appena segnati ma andando ad avvicinare nel 2026 la soglia psicologica di 45 dollari l'oncia, probabilmente fermandosi poco prima. Pensiamo che in particolare argento e platino possano essere sostenuti sia dalla domanda

di investimento che da maggiori consumi nell'industria e nel comparto della gioielleria, alimentati anche da processi di sostituzione fra metalli, visto il fortissimo rincaro dell'oro che spinge la manifattura a ripiegare su alternative in grado di garantire minori costi di approvvigionamento a parità di ricavi. Meno investito da questo processo il **palladio**, che dovrebbe limitarsi a stornare leggermente a causa del suo maggior legame col settore automobilistico che sta ancora vivendo una fase di oggettiva debolezza.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.09.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.184,6	14,5	25,5	40,6	43,2
Oro (\$)	3.779,3	13,9	25,7	42,4	43,3
Argento (\$)	44,3	23,8	34,3	37,5	51,1
Platino (\$)	1.497,5	14,1	53,8	51,6	64,8
Palladio (\$)	1.224,8	15,5	28,2	15,5	34,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale sui Preziosi: il movimento rialzista dell'oro non si arresta, alimentando la prospettiva di nuovi massimi delle quotazioni.

Il nostro scenario di previsione cambia, dopo l'avvio del nuovo ciclo di ribasso dei tassi da parte della Fed, i costanti record messi a segno da Wall Street e la sensazione di una maggiore imprevedibilità dello scenario futuro. Tutti elementi che potrebbero ulteriormente sostenere i beni rifugio, come i Preziosi, e consentire all'oro di registrare nuovi massimi. Nonostante siano leggermente mutati la composizione e il peso delle componenti dello scenario sull'oro, la pressione rialzista non accenna ad esaurirsi, come dimostrato dalle costanti fiammate rialziste in coincidenza con le nuove tensioni geopolitiche e con il calo del costo del denaro negli Stati Uniti. Anche lo scenario sul dollaro inizia a dar 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 debolezza delle ultime settimane è parsa decisamente legata alle attese di svolta espansiva della Fed. Il biglietto verde resterà quindi all'interno del suo trend di indebolimento, sia pur limitando i ribassi e senza dare segnali di ulteriore svalutazione: una prospettiva che comunque lo penalizzerà nelle scelte prudenziali degli investitori, a vantaggio di oro e Preziosi.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	23.09.25	2025	2026	2026	2026	2027
Oro (\$)	3.779,3	3.400,0	3.500,0	3.540,0	3.275,0	3.000,0
Argento (\$)	44,3	36,0	36,8	40,0	37,5	35,0
Platino (\$)	1.497,5	1.300,0	1.300,0	1.335,0	1.338,0	1.334,5
Palladio (\$)	1.224,8	1.100,0	1.050,0	1.055,0	1.025,0	962,5

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	23.09.25	2025	2026	2026	2026	2027
Oro (\$)	3.779,3	3.800	3.750	3.700	3.700	3.800
Argento (\$)	44,3	44,0	44,0	43,0	43,0	45,5
Platino (\$)	1.497,5	1.450	1.425	1.450	1.450	1.500
Palladio (\$)	1.224,8	1.150	1.120	1.145	1.155	1.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: lo scenario resta molto complicato

**Le intese commerciali raggiunte hanno solo parzialmente rasserenato lo scenario sui Metalli industriali che resta carico di incognite.** I Metalli industriali continuano ad apparire come il comparto più penalizzato e privo di una direzionalità forte, nonostante gli accordi commerciali stipulati nelle scorse settimane. I dati macroeconomici in Cina mostrano una persistente crisi del settore immobiliare e un rallentamento dell'economia, complice l'incertezza sui futuri volumi di esportazione di vari beni finiti e intermedi. Nonostante gli stimoli di governo e banca centrale, probabilmente l'utilizzo del primo consumatore al mondo di metalli stenterà ad accelerare e ciò contribuirà a smussare le spinte rialziste sulle quotazioni dei principali metalli, dettate da tariffe, tensioni sugli approvvigionamenti o picchi di domanda. In agosto le esportazioni cinesi (+4,4% a/a) sono rallentate rispetto a luglio, sia per un effetto base sfavorevole sia per la fisiologica riduzione dell'effetto positivo generato dal fortissimo anticipo degli ordini che ha caratterizzato tutto il 1° semestre. Al netto dell'export diretto verso gli USA, i volumi commerciali sono comunque saliti a ritmi sostenuti (+11,2% a/a). La crescente difficoltà delle imprese cinesi a ridurre ulteriormente i prezzi per conquistare quote di mercato e i dazi ancora elevati continuano a gravare sul sistema economico cinese. Una situazione che rafforza la prospettiva di un rallentamento nella seconda parte dell'anno. Le importazioni, dopo un aumento del 4,1% a/a in luglio, sono invece salite solo dell'1,3% a/a in agosto.

### GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 23.09.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.886,3	6,3	3,5	126,2
GSCI Industriali	1.799,5	9,3	15,5	48,8
Rame (\$)	9.974,5	13,8	21,3	52,9
Alluminio (\$)	2.638,0	3,4	17,7	51,6
Zinco (\$)	2.931,7	-0,8	15,4	23,0
Nickel (\$)	15.354,0	0,2	-20,9	7,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: i prezzi consolidano ma lo scenario resta carico di incognite.** Nonostante la volatilità generata dalle politiche commerciali del presidente Trump, le quotazioni del rame restano in aumento da inizio anno. I prezzi statunitensi hanno ovviamente sovraperformato quelli globali nel mese di luglio, dopo l'annuncio di una generica imposizione di un dazio sul metallo rosso importato. Quando poi i dettagli del meccanismo tariffario sono stati chiariti, di fatto colpendo solo i prodotti in rame e non l'intero import di metallo raffinato, c'è stato un generale riequilibrio fra i diversi mercati. Gli elementi che compongono lo scenario sul rame stanno mutando: dal suo ruolo chiave nella transizione energetica (turbine eoliche o idriche, auto elettriche e infrastrutture di rete) ora il focus si è spostato sul suo utilizzo nel campo dell'intelligenza artificiale (IA) e sull'aumento della domanda generata dai nuovi piani di spesa militare. Secondo alcune stime di mercato, l'aumento dei data center, dove risiedono gli archivi utilizzati dai software di IA, richiederà oltre 4,3 milioni di tonnellate di rame. Un volume di richiesta che corrisponde a quasi un anno di produzione mineraria del Cile, il principale fornitore mondiale. A questa domanda si sommerà quella legata all'industria degli armamenti, una prospettiva che genererà una forte pressione sul mercato e sui prezzi. Non a caso, a nostro avviso, anche il cambio di rotta e l'ammorbidente di Trump nei confronti di questo tema derivano proprio dalle prospettive sul comparto. Negli Stati Uniti, il rame è al centro del più vasto piano volto a rafforzare le forniture di materie prime fondamentali. Secondo la Casa Bianca, è il secondo materiale più utilizzato dal Dipartimento della Difesa ed è per questo che Trump, dopo un'iniziale spinta verso la produzione interna sostenuta dai dazi, ha rivisto questo approccio, proprio per non rischiare di mettere in

difficoltà il proprio sistema di approvvigionamento e consumo. Analizzata la prospettiva di forte incremento della domanda, l'altro risvolto è la criticità dell'offerta. Gli scarsi investimenti strutturali che gravano su tutta la catena produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) continuano a rappresentare il principale elemento di rischio, specie quando la domanda si farà pressante. L'avvio del ciclo di taglio dei tassi di interesse statunitensi dovrebbe stimolare l'attività economica globale: il calo del costo del denaro è certamente un elemento che sostiene nuovi investimenti, in particolare in questo comparto dove l'utilizzo di ingenti capitali a credito è fondamentale. Ci attendiamo che il rame possa consolidare attorno a una media di circa 9.900 dollari a tonnellata nel 4° trimestre 2025 e poi rimanere in media al medesimo valore nel 2026.

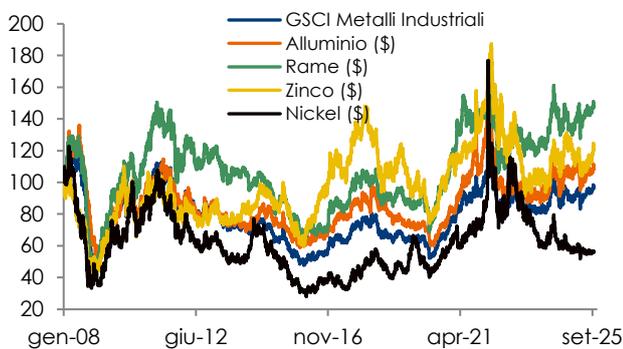
**Alluminio: prezzi in consolidamento e siderurgia europea a rischio.** La politica commerciale dell'amministrazione Trump resta al centro delle dinamiche dell'alluminio alterando, in particolare, le dinamiche tra Europa, Cina e Stati Uniti. Nel 2018, durante la prima esperienza di Trump alla Casa Bianca, l'imposizione di un dazio del 10% sulle importazioni di alluminio e acciaio (attraverso lo strumento del National Emergency Act - Atto di Emergenza Nazionale) aveva avuto la finalità di proteggere l'industria interna e ridurre la dipendenza degli Stati Uniti dalle forniture estere, una retorica che di fatto è stata riproposta anche nel 2025. Al termine del suo primo mandato, come già detto in passato, si era evidenziata una crescita dei prezzi alla produzione statunitensi di circa il 68%, quasi il doppio rispetto a quella registrata sul mercato europeo (+35%) e su quello cinese (+30%). Una dinamica che potrebbe riproporsi anche dopo la modifica alle tariffe di quest'estate, aumentate dal 25% di marzo al 50% a giugno. Rispetto al 2018, la nuova strategia tariffaria americana nasconde più di un'insidia, in particolare per l'Europa, dopo che l'accordo commerciale non ha incluso proprio alluminio e acciaio. Le elevate barriere tariffarie statunitensi, unite agli alti costi dell'elettricità in Europa dettati anche dalle forti regole ambientali sulle emissioni inquinanti che limitano le fonti primarie con cui generare elettricità, rischiano di escludere totalmente i produttori europei (e parzialmente quelli cinesi) dal mercato americano. Di conseguenza, l'Europa rischia di subire un forte afflusso di alluminio cinese e di rottami a basso costo, con la conseguenza di metter ancor più in crisi un settore già in forte difficoltà. In attesa di capire meglio come e quando il mercato globale dell'alluminio troverà un nuovo punto di equilibrio, la blanda pressione che persiste sui prezzi dovrebbe consentire il consolidamento intorno ai valori attuali almeno nel breve, rimandando un maggior rialzo al 2027.

**Zinco: aumentano le aspettative di medio-lungo termine legate alla rivoluzione digitale.** Anche lo zinco, come rame e argento, subirà il forte mutamento dei suoi fondamentali di mercato a causa delle aspettative di trasformazione digitale attese per i prossimi anni. Tutto il comparto dei metalli industriali sarà investito dalla domanda legata alla moltitudine di applicazioni digitali, elettriche e basate sull'intelligenza artificiale. L'hardware, i sistemi di rete e le infrastrutture di trasmissione ed accumulo di informazioni ed energia richiedono forniture ampie e certe, modificando la natura di questa esigenza da strettamente economica a necessità di interesse strategico nazionale. Lo zinco è già da ora coinvolto in questo processo, come elemento fondamentale nella tecnologia avanzata delle batterie e per la realizzazione di rivestimenti resistenti alla corrosione. Quest'ultimo impiego supererà l'ambito dello stoccaggio di energia elettrica diventando essenziale per le infrastrutture di intelligenza artificiale, garantendo loro affidabilità e durata, specie in ambienti sfavorevoli dal punto di vista climatico o ad alta dispersione elettromagnetica. Il duplice utilizzo, sia in prodotti convenzionali come zincature o produzione di acciai speciali che in quelli ad alto contenuto tecnologico, ne accrescerà la sensibilità rispetto alle possibili interruzioni della catena di approvvigionamento e agli shock tariffari, questi ultimi già in atto. I dazi introdotti da Trump hanno già alterato gli scambi commerciali, alimentando il fenomeno delle forniture anticipate, premendo al rialzo sui prezzi dello zinco. Una dinamica che nel breve dovrebbe rallentare ma che lascia immutata la prospettiva di potenziale consolidamento dei prezzi nel medio-lungo periodo.

**Nickel: frenato dall'eccesso di offerta e da un inatteso calo della domanda.** Il mercato del nickel resta sotto pressione a causa del persistente eccesso di offerta globale, alimentato dall'espansione della produzione indonesiana e dal rallentamento della crescita della domanda nel settore delle batterie per veicoli elettrici. Le scorte al London Market Exchange (LME)

continuano ad aumentare, mentre dazi e volatilità del dollaro, valuta che esprime tutti i derivati finanziari delle materie prime, complicano gli scambi commerciali. Dal 2020, il Governo indonesiano ha spinto al massimo la lavorazione domestica del metallo, soprattutto per alimentare il fiorente settore dei veicoli elettrici in Cina e, successivamente, per guadagnare quote di mercato sulla Russia, penalizzata con sanzioni ed embarghi dopo l'invasione dell'Ucraina. Anche quest'anno, come lo scorso, l'Indonesia rischia di fornire circa il 60% di tutto il nickel raffinato del mondo. Una sovracapacità e un eccesso di offerta che però potrebbe scontrarsi col rallentamento della richiesta, visto che alcune case automobilistiche, come BYD e Tesla, hanno scelto di passare alle batterie agli ioni di litio fosfato, più economiche, che non utilizzano il nickel, facendo calare la domanda. Una prospettiva che, insieme all'eccesso di offerta da parte delle fonderie indonesiane, potrebbe continuare a limitare le quotazioni del metallo fino al prossimo anno.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.09.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.799,5	3,3	1,2	2,7	9,3
Rame (\$)	9.974,5	3,2	0,2	1,8	13,8
Alluminio (\$)	2.638,0	2,3	0,9	3,2	3,4
Zinco (\$)	2.931,7	10,0	0,8	3,0	-0,8
Nickel (\$)	15.354,0	2,9	-4,1	-8,1	0,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### L'outlook di breve passa a Neutrale da Moderatamente Positivo: il comparto dei metalli resta ancora il più penalizzato, nonostante i recenti accordi commerciali.

Se il raggiungimento di molte intese ha parzialmente ridotto i timori per la crescita economica, permangono le preoccupazioni che le tariffe concordate, benché minori di quelle inizialmente annunciate, possano comunque tornare a surriscaldare i prezzi dei metalli che, in questa fase, vivono una situazione di totale incertezza. Di fondo, non sono quindi cambiati i fondamentali strutturali del settore e questo rafforza il nostro scenario di rialzo nel 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. Al contempo, però, la totale incertezza che grava sul comparto ci spinge a rivedere a Neutrale, da Moderatamente Positivo, il giudizio di breve termine, con previsioni di sostanziale consolidamento per tutti i principali metalli.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	23.09.25	2025	2026	2026	2026	2027
Rame (\$)	9.974,5	9.600	9.600	9.733	9.721	10.000
Alluminio (\$)	2.638,0	2.598	2.600	2.623	2.625	2.676
Zinco (\$)	2.931,7	2.700	2.734	2.735	2.753	2.753
Nickel (\$)	15.354,0	15.500	15.700	16.025	16.000	16.535

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	23.09.25	2025	2026	2026	2026	2027
Rame (\$)	9.974,5	9.900	9.800	9.900	9.900	10.300
Alluminio (\$)	2.638,0	2.640	2.610	2.640	2.640	2.750
Zinco (\$)	2.931,7	2.900	2.850	2.900	2.900	3.000
Nickel (\$)	15.354,0	15.350	15.200	15.350	15.350	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: sostenuti da clima e minori tensioni commerciali

**Calano le tensioni commerciali e si riducono i timori di brusca frenata del ciclo economico, due elementi che consentono al comparto agricolo di consolidare la propria forza; il cambiamento climatico resta invece la principale minaccia per tutte le colture a livello globale.** Dopo la stipula degli importanti accordi con **Europa e Giappone**, due intese che annoverano al loro interno più di un capitolo riguardante le derrate alimentari (su cui è ancora aperta la discussione, poiché non tutte le tariffe e le esenzioni sono state definite), è emerso uno scenario di stabilità e resilienza per l'agricoltura. Nonostante il contesto di forte incertezza globale, segnato da tensioni geopolitiche, variabilità climatica e dinamiche commerciali complesse, le quotazioni delle derrate alimentari sono apparse stabilizzarsi, come segnalato anche dalla FAO. Prosegue sottotraccia lo scontro agro-alimentare fra Stati Uniti e **Cina**: le politiche commerciali di due attori di questo calibro rappresentano una minaccia per la stabilità dei mercati agricoli globali e, in particolare, per l'Unione Europea. **Canada, Messico** e molti altri paesi emergenti (specialmente il **Brasile**) restano i principali obiettivi delle tariffe di Trump, visti i volumi dell'export alimentare verso gli Stati Uniti. Alla volatilità generata dalle dispute commerciali si somma quella legata all'imprevedibilità dovuta al cambiamento climatico. I mercati agricoli si sono però dimostrati generalmente resilienti: aumenta la produzione di cereali; quella degli oli è in ripresa; appare robusta la produzione di latte e anche tutto il settore zootecnico ha vissuto un'estate di generale tranquillità. L'incertezza circa le prospettive economiche globali per il 2025, conseguente ai conflitti geopolitici e alle tensioni commerciali, si riflette anche sui mercati agricoli; la recente revisione al rialzo per la crescita americana, indicata dalla Fed, e i minori timori di rallentamento globale hanno però mantenuto alte le prospettive sulla domanda di derrate alimentari. Anche le soft commodity, prodotti di consumo considerati non primari che, in caso di crisi economica, solitamente vengono penalizzati nelle scelte di acquisto, hanno beneficiato di questo miglioramento dello scenario. Non a caso, le dinamiche sui prezzi degli alimenti sono una componente dell'inflazione che non accenna a rallentare. Un fattore di incertezza arriva invece dai prezzi del petrolio: in teoria dovrebbero scendere, ma pesano le tensioni in Medio Oriente e le oscillazioni valutarie, che possono impattare sui costi dei fattori produttivi come carburanti, concimi e fertilizzanti.

### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 23.09.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.886,3	6,3	3,5	126,2
GSCI Agricoli	475,7	-7,6	-10,1	46,3
Mais (\$ cent)	426,3	-7,0	-10,7	17,3
Frumento (\$ cent.)	520,5	-5,6	-10,2	-5,3
Soia (\$ cent)	1.012,0	1,4	-21,9	1,2
Cotone (\$ cent)	64,5	-5,7	-23,2	1,2
Cacao	6.992,0	-40,1	95,2	171,0
Zucchero	15,7	-18,7	-41,9	22,2
Caffè (Arabica)	350,2	9,5	131,7	216,9
Caffè (Robusta)	4.382,0	-12,7	68,8	210,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

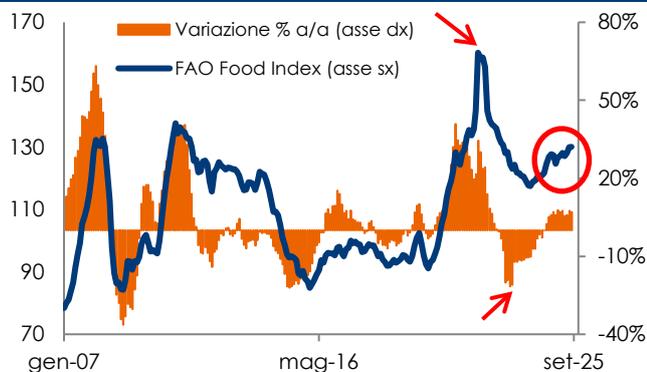
**L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è rimasto stabile in agosto.** Ad agosto, l'indice FAO dei prezzi alimentari è rimasto sostanzialmente invariato, registrando una media di 130,1 punti, in leggero aumento rispetto al livello rivisto di luglio di 130,0 punti ma pur sempre del +6,9% al di sopra rispetto al medesimo mese dell'anno precedente. Nel dettaglio, gli aumenti dei prezzi di carne, zucchero e oli vegetali hanno compensato il calo delle quotazioni di cereali e latticini. **L'indice dei prezzi dei cereali** è diminuito dello 0,8% rispetto a luglio. I prezzi del grano sono scesi grazie alla minor pressione dovuta a raccolti più abbondanti nell'Unione Europea e nella Federazione Russa, mentre quelli del mais sono aumentati, in parte a causa del rialzo della domanda per uso zootecnico e in parte per la maggior produzione di etanolo negli Stati Uniti. In

calo il riso, appesantito dai prezzi più bassi della varietà Indica a causa dell'eccesso di offerta indiana. L'India, primo produttore ed esportatore mondiale, ha registrato una produzione elevata di riso ma, soprattutto, flussi commerciali record in uscita, favoriti dalla rimozione delle restrizioni introdotte dal Governo nella stagione 2022/23. Meno marcati i ribassi sul basmati, i cui prezzi sono sostenuti dalle preoccupazioni che le recenti alluvioni in India e Pakistan possano aver compromesso parte del raccolto. Commercialmente, il prodotto pakistano aveva già beneficiato dello spostamento della domanda statunitense, in risposta ai dazi del 50% imposti dall'Amministrazione Trump sul riso indiano. **L'indice dei prezzi della carne** è aumentato ancora (+0,6%) raggiungendo un nuovo massimo storico, trainato dalla crescita dei prezzi della carne bovina per effetto della forte domanda negli Stati Uniti e in Cina, che ha spinto i volumi (e i prezzi) rispettivamente delle esportazioni australiane e brasiliane. In aumento anche la carne ovina, mentre i prezzi della carne suina sono rimasti sostanzialmente stabili; le quotazioni della carne di pollame sono invece diminuite a causa delle abbondanti forniture immesse sul mercato dal Brasile. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è calato dell'1,3% rispetto a luglio, con burro, formaggio e latte intero in polvere in flessione a causa della debole domanda dei mercati asiatici. Per quanto riguarda **l'indice dei prezzi degli oli vegetali**, è aumentato dell'1,4% ad agosto rispetto a luglio, raggiungendo il massimo in oltre tre anni. Le quotazioni dell'olio di palma, di girasole e di colza sono cresciute, in parte influenzate dall'intenzione del Governo dell'Indonesia di aumentare ulteriormente l'obbligo di miscelazione di biodiesel a partire dal 2026, mentre i prezzi mondiali dell'olio di soia sono leggermente scesi, scontando la prospettiva di ampie forniture globali della commodity nei prossimi mesi. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è leggermente aumentato, segnando un +0,2% rispetto a luglio, dopo cinque cali mensili consecutivi. Un andamento trainato principalmente dalle preoccupazioni sulla resa e sui volumi dei raccolti di canna da zucchero in Brasile, a cui si è sommato un incremento della domanda globale. Le prospettive di raccolti più abbondanti in India e Thailandia hanno tuttavia contribuito a contenere l'aumento dei prezzi.

**FAO: nuova stima record per la produzione cerealicola globale per la stagione 2025-26.** Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di settembre, la FAO ha rivisto al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025-26, attesa ora a 2.961 milioni di tonnellate (+35,6 milioni di tonnellate) rispetto alla stima di luglio di 2.925,4 milioni. Un livello che rappresenta un nuovo record storico, grazie ai significativi aumenti delle previsioni sulla produzione di mais per Brasile e Stati Uniti e che portano la variazione annuale a +3,5%. La produzione globale di cereali secondari (che include anche il mais) dovrebbe ora raggiungere 1.601 milioni di tonnellate, con una crescita del 5,9% rispetto al 2024 (+36,1 milioni rispetto alla stima di luglio), grazie anche al notevole aumento della produzione di sorgo. La FAO ha invece ridotto leggermente le previsioni per la produzione di grano a 804,9 milioni di tonnellate, dalla stima di 805,3 milioni di tonnellate di luglio, comunque in aumento di circa lo 0,8% rispetto allo scorso anno. Le nuove previsioni scontano la prospettiva di una minor resa delle colture in Cina (dovuta alle condizioni meteorologiche), bilanciata da stime più elevate nell'Unione Europea. La produzione mondiale di riso dovrebbe attestarsi al record di 555,5 milioni di tonnellate (pressoché immutata da luglio: 555,6 milioni di tonnellate), con aumenti in Bangladesh, Brasile, Cina, India e, in particolare, Indonesia, che dovrebbero più che compensare i cali previsti in Madagascar, Nepal, Stati Uniti d'America e Thailandia. Si prevede che il consumo mondiale di cereali, nel 2025/26, possa salire a 2.922 milioni di tonnellate (da 2.900,2 milioni di tonnellate di luglio), con un aumento dell'1,6% rispetto all'anno precedente, trainato in parte dal maggior utilizzo di mais e grano per l'alimentazione animale e per l'acquacoltura. Le scorte globali di cereali sono viste crescere del 3,7% entro la fine del 2026, raggiungendo il livello record di 898,7 milioni di tonnellate (889,1 milioni il dato precedente). Sulla base delle nuove previsioni, il rapporto tra scorte e consumo di cereali a livello globale nel 2025/26 dovrebbe raggiungere il 30,6% (dal 30,3% di luglio), quasi +1% rispetto alla stagione precedente, confermando uno scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento annuo dell'1,4% del commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 493,4 milioni di tonnellate, dai 486,9 milioni stimati in precedenza. La crescita è sostenuta dalle aspettative di abbondanti scorte di mais esportabile, dalla forte

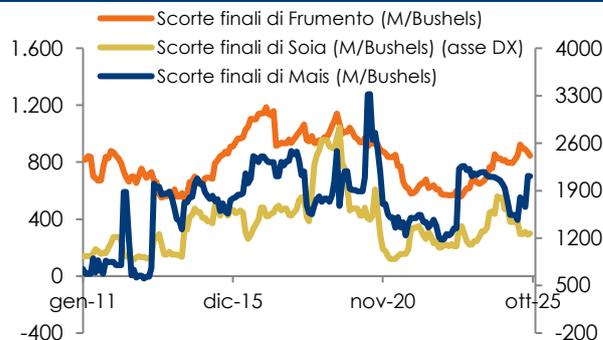
domanda di grano in arrivo da Cina, Pakistan, Siria e Turchia e dalle previsioni al rialzo sul consumo di riso in Bangladesh, Ghana e Guinea-Bissau.

#### FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2025)

#### Scorte finali di cereali, stime WASDE



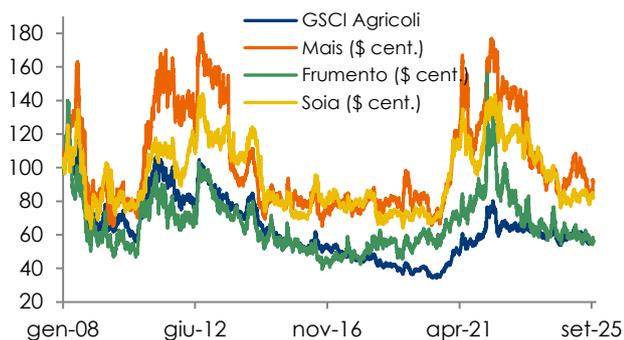
Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2025)

#### WASDE: il report di settembre ha aggiornato le stime 2025-26, segnalando cali produttivi per grano, mais e soia.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di settembre, 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** nel periodo in esame prevedono una produzione mondiale in aumento a 816,20 milioni di tonnellate da 806,90 milioni, con aumenti diffusi per Australia, Europa, Russia e, in misura minore, Canada, Ucraina e Kazakistan. Il consumo mondiale è previsto in crescita a 814,56 milioni di tonnellate (da 809,53), principalmente grazie al maggior utilizzo per mangimi e altri impieghi in UE, Australia, Canada, Russia e Ucraina e, solo in misura minore, a seguito dell'aumento dell'uso alimentare, delle sementi e dell'industria nei restanti paesi consumatori. L'export globale è stimato in rialzo a 214,72 milioni di tonnellate (da 213,53), grazie alle maggiori esportazioni di Australia e Stati Uniti, che compensano ampiamente le riduzioni di Russia e Ucraina. Le scorte iniziali sono state riviste al ribasso a 262,42 milioni di tonnellate (da 262,70), a seguito di riduzioni registrate in diversi paesi. Le scorte finali per il 2025-26 sono previste in salita a 264,06 milioni di tonnellate da 260,08 milioni, grazie ad aumenti dalle dimensioni contenute ma che hanno interessato molti paesi produttori. Secondo le nuove previsioni 2025-26, la produzione globale di **mais** è stata rivista al ribasso a 1.286,58 milioni di tonnellate da 1.288,58 milioni. Le riduzioni per Romania, Ungheria, Bulgaria e Francia sono state parzialmente compensate dall'aumento registrato in Polonia. La produzione russa è stata ridotta a causa delle scarse prospettive di resa delle colture nei distretti del Caucaso meridionale e settentrionale, che hanno più che compensato gli aumenti dei raccolti della Russia Centrale. Il consumo mondiale è stimato sostanzialmente stabile a 1.289,36 milioni di tonnellate (da 1.289,15 milioni). Le importazioni mondiali sono previste in aumento, raggiungendo 193,20 milioni di tonnellate (rispetto ai 192,16 milioni stimati in precedenza) grazie agli incrementi di Europa, Malawi e Zimbabwe che compensano i cali dell'India. Per quanto riguarda le esportazioni, il volume globale sale leggermente a 201,71 milioni di tonnellate da 200,86. Le scorte finali globali per il 2025-26 sono stimate in calo rispetto al mese precedente: 281,40 milioni da 282,54 milioni, riflettendo principalmente le riduzioni per Cina e Russia, in parte controbilanciate dagli aumenti per Sud Africa e Ucraina. La produzione 2025-26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata in aumento di 0,9 milioni di tonnellate, a 1.572,93 milioni (da 1.571,99). Il consumo mondiale è previsto in aumento a 1.576,40 milioni di tonnellate, rispetto ai 1.574,04 milioni del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 244,72 milioni di tonnellate dai 242,78 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in marginale aumento a 309,97 milioni di tonnellate, rispetto ai 309,70 milioni del mese scorso. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025-26 è stata rivista al ribasso a 425,87 milioni di tonnellate, rispetto ai 426,39 milioni stimati nel mese precedente, a causa della minore

produzione di India, UE e Serbia, in parte compensata dal maggior risultato di Russia e Stati Uniti. Le esportazioni globali sono attese in lieve aumento a 187,78 milioni di tonnellate (da 187,44 milioni) grazie ad Argentina, Russia e Canada, a fronte del minor export di Stati Uniti e Ucraina. Analogamente, le importazioni mondiali sono stimate in aumento a 186,21 milioni di tonnellate (contro i 185,86 milioni del report precedente), grazie ai buoni risultati di Turchia, Brasile, Egitto, UE e Serbia. Le scorte finali globali sono previste in crescita di 0,8 milioni di tonnellate, raggiungendo i 123,99 milioni (da 124,90) a causa delle minori riserve per Argentina, Bolivia e Canada, in parte compensate da un maggior accumulo per Stati Uniti e Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.09.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	475,7	-2,4	-7,8	-5,1	-7,6
Mais (\$ cent.)	426,3	2,4	-8,2	3,5	-7,0
Frumento (\$ cent.)	520,5	-2,8	-5,1	-9,9	-5,6
Soia (\$ cent.)	1.012,0	-3,3	0,5	-2,9	1,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo: il consolidamento dei prezzi prosegue grazie a minori tensioni commerciali e ad uno scenario di rallentamento economico meno fosco.

Nonostante sia venuta meno parte dell'incertezza, grazie alle recenti intese commerciali stipulate, resta complicato stimare con precisione quali saranno gli effetti sui prezzi delle principali granaglie. Una situazione che, se da un lato continua ad invitare alla cautela, dall'altro non ha impedito a tutto il comparto agricolo di consolidare dimostrando una concreta resilienza, a dispetto di uno scenario carico di incognite. Anche un parziale miglioramento delle stime di crescita delle principali economie mondiali - che sono ancora attese rallentare ma in maniera meno marcata - ha contribuito a rasserenare il clima, sostenendo sia la domanda di cereali che quella di soft commodity. 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, specie ora che anche il temuto rallentamento economico si rivelerà meno brusco del previsto. Nonostante gli accordi stipulati, la maggior pressione commerciale persiste ancora su molti paesi emergenti, dove si coltivano gran parte delle varietà di coloniali: questo, insieme ai fattori climatici avversi, rischia di essere un elemento di pressione rialzista destinato a perdurare.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 23.09.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	426,3	440,0	442,5	430,0	447,5	460,0
Frumento (cent. \$)	520,5	527,5	550,0	567,0	573,8	585,0
Soia (cent. \$)	1.012,0	1.040,0	1.013,8	1.095,0	1.100,0	1.115,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 23.09.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	426,3	430	430	430	435	460
Frumento (\$ cent.)	520,5	530	540	560	565	610
Soia (\$ cent.)	1.012,0	1.020	1.050	1.100	1.100	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

#### Soft commodity

Calano le preoccupazioni sulle tariffe, dopo la stipula di alcune intese commerciali, mentre si accentuano le tensioni geopolitiche: uno scenario che non sta impedendo la frenata dei prezzi

di quasi tutte le soft commodity. Se la speculazione finanziaria continua ad incidere, sfruttando l'attuale fase di incertezza sulle rese e sui volumi dei raccolti e amplificando la volatilità sui mercati, sembrano invece ridursi i timori circa la crescita economica globale e la conseguente domanda di derrate alimentari considerate "voluttuarie", come appunto i coloniali. La stagionalità di fine anno, legata alle festività, solitamente incrementa i consumi, limitando i ribassi delle quotazioni.

**Cotone: il rapporto WASDE di settembre rivede al rialzo la produzione e il consumo ma riduce le scorte finali e iniziali, per la stagione 2025-26.**

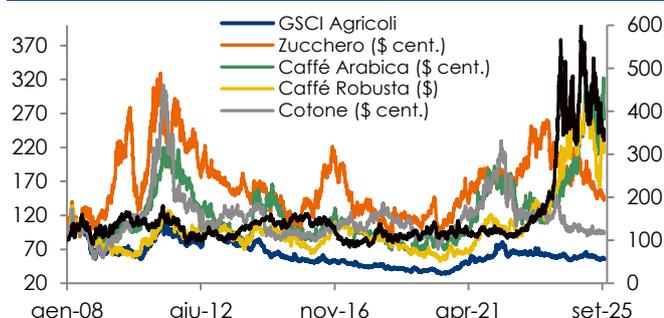
La produzione mondiale di cotone è stimata essere cresciuta a 117,68 milioni di balle da 116,62 del mese scorso, poiché gli incrementi per Cina, India e Australia hanno ampiamente compensato le riduzioni per Turchia, Messico e diversi paesi dell'Africa Occidentale. Le esportazioni globali sono salite a 43,7 milioni di balle da 43,59 milioni; le importazioni sono aumentate a 43,71 milioni da 43,58. Le scorte iniziali per il 2025-26 si sono ridotte a 74,06 milioni di balle da 75,5 milioni, riflettendo in gran parte l'aumento dei consumi in Cina nel 2024/25. Con queste revisioni, le scorte finali per il 2025/26 registrano un calo di quasi 800.000 balle, attestandosi a 73,14 milioni (da 73,91), il livello più basso degli ultimi quattro anni. L'International Cotton Advisory Committee (ICAC) ha ridotto la stima per la produzione globale 2025-26 a 25,5 milioni di tonnellate da 25,9 milioni (nella revisione di agosto), segnalando che questo, unito al possibile rialzo dei costi della fibra sintetica (a causa del rincaro del petrolio), potrebbe mutare le condizioni sul mercato del cotone, accrescendo la pressione sui prezzi finali per il consumatore e modificandone la domanda. Questo calo della produzione è principalmente legato a tre paesi: gli Stati Uniti, che hanno prodotto 400.000 tonnellate in meno; il Pakistan, con -100.000 tonnellate; il Sudan, con -50.000 tonnellate. La carenza idrica dovuta a un clima insolitamente secco ha danneggiato la produzione statunitense e pakistana, mentre i parassiti hanno colpito i raccolti sudanesi. Il mercato non sembra preoccupato della questione e i prezzi sono rimasti sostanzialmente invariati, così come i volumi dei consumi e degli scambi commerciali: per questo motivo, l'International Cotton Advisory Committee (ICAC) teme una possibile sottovalutazione della nuova dinamica che potrebbe crearsi sul mercato fisico. I prezzi del petrolio sono aumentati a causa delle tensioni geopolitiche, facendo salire i costi del poliestere e frenando il classico effetto di sostituzione fra fibra naturale e lavorato sintetico. Si conferma dunque un quadro di incertezza sul mercato del cotone, che ci spinge a una stima di consolidamento lungo tutto l'orizzonte di previsione.

**Zucchero: il recupero dei prezzi dello zucchero resta uno scenario plausibile.**

Dopo il ribasso dei prezzi di agosto, complice anche una stagionalità abitualmente non favorevole, sembrano aumentare gli allarmi sul mercato fisico dello zucchero, che potrebbe subire una nuova pressione rialzista, favorita anche dai bassi livelli raggiunti dai prezzi. Si ampliano le preoccupazioni sulla produzione finita e sui raccolti di canna da zucchero in Brasile vista la maggior domanda globale di dolcificante raffinato, anche alla luce della richiesta legata alla produzione dolciaria per le festività di fine anno. Le prospettive di raccolti più abbondanti in India e Thailandia sembrano però contenere il possibile allarme sull'aumento delle quotazioni. La pressione ribassista sui prezzi era stata originata dalle speculazioni circa un possibile aumento delle esportazioni di zucchero da parte dell'India nella nuova stagione commerciale che inizia proprio ad ottobre, considerando che le abbondanti piogge monsoniche sembravano aver favorito un raccolto di canna da zucchero sopra la media. Di contro, le difficoltà di approvvigionamento di petrolio russo che interessano l'India (uno dei pochi paesi autorizzati a rifornirsi da Mosca e al centro di uno scontro diplomatico con gli Stati Uniti) stanno già aumentando la richiesta domestica di etanolo e, conseguentemente, stanno spingendo la domanda di canna da zucchero, con la possibile conseguenza di rincarare i prezzi del dolcificante. Situazione non dissimile in Brasile, dove le previsioni di una maggior produzione di zucchero brasiliano hanno però esercitato un effetto ribassista per le quotazioni. Il clima secco ha aumentato la qualità del prodotto grezzo, incoraggiando gli zuccherifici del paese ad aumentare la lavorazione della canna da zucchero e dirottando una parte maggiore del prodotto semi-raffinato proprio verso la produzione del dolcificante (più redditizio), rispetto all'etanolo. Una situazione che potrebbe mutare a causa

delle tensioni con gli Stati Uniti e del possibile ulteriore rincaro delle quotazioni petrolifere. Ancora una volta si riconferma quindi un quadro di tensione sui fondamentali dello zucchero che potrebbe preludere a un 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

	23.09.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	475,7	-2,4	-7,8	-5,1	-7,6
Cotone	64,5	0,9	-1,1	-10,0	-5,7
Cacao	6.992,0	-23,9	-10,0	-10,2	-40,1
Zucchero	15,7	-2,4	-20,6	-30,6	-18,7
Caffè (arabica)	350,2	6,0	-10,5	32,8	9,5
Caffè (robusta)	4.382,0	9,9	-20,8	-18,4	-12,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Caffè: l'incertezza sulle reali dimensioni del raccolto brasiliano manterrà alta la pressione sui prezzi di entrambe le varietà.

Dopo il calo dei prezzi di entrambe le varietà di caffè registrato in luglio, sia ad agosto che in queste prime settimane di settembre tutti e due i contratti derivati hanno recuperato dai minimi annuali segnati quest'estate. Lo scenario sul caffè resta però caratterizzato da forte incertezza e possibile volatilità sui prezzi nei prossimi mesi. Gli operatori sul mercato continuano a non aver chiara la situazione sull'andamento della stagione agricola, nonostante si sia ormai entrati nella seconda parte di settembre e il raccolto brasiliano sia ormai quasi completato, senza riuscire comunque a chiarire quali siano gli effettivi volumi e la resa delle colture. L'analisi sul raccolto brasiliano 2025/26 parte dall'idea che, mentre la produzione di Robusta potrebbe aver raggiunto livelli record, quella di Arabica potrebbe invece rivelarsi deludente e al di sotto delle aspettative. Una prospettiva confermata anche da Somar Meteorologia che ha mostrato come, nelle ultime settimane, le precipitazioni nello stato di Minas Gerais siano state sostanzialmente assenti: un problema per la regione che rappresenta il maggior produttore brasiliano di qualità Arabica. La stima ufficiale sulla produzione brasiliana di CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), pubblicata a inizio settembre, è stata rivista al ribasso di 471.000 sacchi rispetto a quella comunicata a maggio. Il raccolto 2025/26 è ora stimato in 55,2 milioni di sacchi, con un aumento dell'1,8% rispetto al 2024/25. La produzione di Arabica è fissata a 35,15 milioni di sacchi, con un calo dell'11,2%. Quella di Robusta, invece, potrebbe raggiungere il livello senza precedenti di 20,1 milioni di sacchi, con un aumento del 37,2%. Il significativo taglio nella stima della produzione di Arabica (-1,83 milioni di sacchi) è dunque solo parzialmente compensato dalla revisione al rialzo della produzione di Robusta (+1,4 milioni di sacchi). I dati ufficiali di CONAB tendono tradizionalmente a sottostimare i volumi reali a causa di diversi criteri di calcolo e della forte pressione delle lobby dei produttori locali. Questa incertezza sul raccolto del primo produttore al mondo di caffè, le difficoltà di approvvigionamento, i dazi statunitensi e i bassi livelli delle scorte potrebbero generare elevati livelli di volatilità nei prossimi mesi. L'incertezza sulle reali dimensioni dell'attuale raccolto brasiliano manterrà alta la pressione sui prezzi di entrambe le varietà nel breve termine.

#### Cacao: le condizioni climatiche restano il principale fattore di pressione rialzista.

Dopo i minimi annuali toccati in area 7.000 dollari a metà luglio, i prezzi del cacao hanno proseguito il movimento di recupero. Il principale driver del mercato degli ultimi due mesi sono state le condizioni climatiche in Africa Occidentale. Le piogge eccessive hanno impedito agli agricoltori della Costa d'Avorio di lavorare nelle piantagioni di cacao, riducendo il flusso del raccolto verso i porti. Al contrario, la mancanza di precipitazioni in Ghana e Nigeria ha causato l'appassimento dei baccelli di cacao, danneggiando una parte delle colture. I danni della pioggia e le conseguenti minori consegne nei porti della Costa d'Avorio, oltre alla diffusione di alcune

malattie delle piante in Ghana e Nigeria (causate dal clima inaspettatamente freddo e secco), hanno spinto i prezzi del cacao negli ultimi due mesi. A questo si sommerà l'aumento stagionale della domanda in arrivo dal settore dolciario che si verifica in autunno, prima delle festività di fine anno. L'International Cocoa Organization (ICCO), nel suo bollettino - che risale però al mese di luglio e non tiene conto delle variazioni climatiche intervenute nelle ultime settimane in Africa Occidentale - continua, al contrario, a segnalare un possibile calo dei prezzi dovuto a un raccolto migliore per la stagione 2025/26 e dichiara di aspettarsi un indebolimento della domanda anche sul finale d'anno. A dispetto dei fondamentali, pensiamo invece che i consumi di fine anno favoriranno il consolidamento al rialzo dei prezzi, almeno nei prossimi due trimestri.

#### Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 23.09.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	64,5	68,3	70,3	71,0	70,0	70,0
Cacao	6.992,0	7.082	7.000	6.900	7.300	6.900
Zucchero	15,7	17,8	17,8	18,6	18,8	19,0
Caffè (Arabica)	350,2	390,0	382,5	350,0	293,0	380,0
Caffè (Robusta)	4.382,0	4.005	3.650	3.600	3.725	4.600

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 23.09.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	64,5	65	63	65	65	66
Cacao	6.992,0	7.700	7.500	7.300	7.300	6.800
Zucchero	15,7	16,0	17,0	17,5	17,5	18,5
Caffè (Arabica)	350,2	400	390	380	385	380
Caffè (Robusta)	4.382,0	5.010	4.900	4.800	4.850	4.600

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 31.07.2025.

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](http://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 Riso

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi