INTESA SANPAOLO

Mensile Materie Prime

Investitori privati

Stallo in Medio Oriente fino all'esito delle elezioni USA

Energia: outlook Neutrale nel breve e Mod. Negativo e nel lungo periodo

Il nostro scenario di base continua a ruotare intorno alla prospettiva che i negoziati USA-Iran riprendano e abbiano un esito positivo che normalizzi il mercato petrolifero, abbattendo i costi logistici che gravano sulle quotazioni e facendo rientrare i prezzi sotto quota 100 dollari al barile. Le tensioni globali rischiano di mantenere alto il TTF, il contratto europeo sul metano, visto il basso livello delle scorte e l'inizio della stagione invernale che genera un aumento dei consumi.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, insensibili alle nuove tensioni geopolitiche

Il rialzo dei tassi che ci attendiamo nelle riunioni di dicembre, per le principali banche centrali, conferma la volontà di contrastare l'inflazione legata al rincaro del petrolio e del gas naturale e rischia di sostenere ancora la corsa dei rendimenti obbligazionari, ostacolando il maggior recupero delle quotazioni dei beni rifugio. Perché si inverta questo trend è necessaria una maggior normalizzazione dell'inclinazione futura delle curve dei rendimenti, che limiti la remunerazione per gli investitori in obbligazioni e favorisca un ritorno di interesse verso i Preziosi.

Metalli industriali: outlook ancora Neutrale, malgrado qualche spunto rialzista

Il comparto dei metalli industriali resta solo marginalmente legato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente. Il vero elemento che domina lo scenario futuro resta la domanda derivante dagli investimenti per l'intelligenza artificiale, a cui si sommerà la reale forza del recupero dell'economia cinese, che resta il primo acquirente al mondo di metalli.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo da Neutrale, possibile recupero dei prezzi

La tendenza dei prezzi di tutti i cereali, verso la fine dell'anno, ci appare orientata verso l'alto, preludio a una possibile nuova spinta rialzista, consentendoci di modificare il nostro outlook in Moderatamente Positivo da Neutrale. Molto più diversificato il quadro sulle soft commodity che risentono dei medesimi fattori dei cereali ma non hanno reazioni unilaterali, restando più legate a fondamentali specifici.

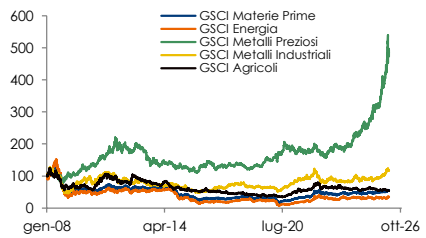
- **Soft Commodity:**
  - **Cotone:** il rincaro petrolifero potrebbe avviare il passaggio da fibra sintetica a naturale.
  - **Zucchero**: ci aspettiamo un consolidamento dei prezzi su livelli alti da qui a fine anno.
  - **Caffè**: ci aspettiamo un recupero simile per entrambe le varietà di caffè a fine anno.
  - **Cacao:** le tensioni rialziste potrebbe proseguire nel breve termine ma sfumare nel lungo.

Performance degli indici commodity

	Valore 26.10.26	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.395,2	63,3	76,9	120,5
GSCI Energia	1.472,9	143,9	136,4	211,1
GSCI Met. Preziosi	4.467,9	-9,3	45,1	116,3
GSCI Met. Industriali	2.400,5	12,7	36,2	36,9
GSCI Prod. Agricoli	504,9	7,0	3,8	4,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg. Previsioni di consenso al 26.10.2026

Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

27 ottobre 2026 - 17:02 CET
Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per investitori privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

27 ottobre 2026 - 17:07 CET
Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Ott.	Set.
WTI	-	-
Brent	-	-
Gas naturale	+	+
Oro	=	=
Argento	=	-
Rame	=	=
Alluminio	+	=
Zinco	=	+
Nickel	=	=
Mais	+	=
Frumento	+	=
Soia	=	=
Cotone	=	+
Zucchero	=	=
Caffè Arabica	+	+
Caffè Robusta	+	+
Cacao	+	+

Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.

Performance commodity

(%)	2026	2025
WTI	77,2	-19,9
Brent	90,3	-18,5
Gas naturale	-29,4	1,5
Gasolio	144,1	-10,4
Oro	-7,3	64,4
Argento	-23,0	141,4
Rame	15,3	41,7
Alluminio	1,5	17,4
Zinco	22,3	4,7
Nickel	-6,5	8,6
Mais	3,4	-4,0
Frumento	21,5	-8,1
Soia	20,5	3,2
Cotone	23,0	-6,0
Caffè Arabica	-13,7	9,1

Fonte: Bloomberg. Dati 26.10.2026

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.10.2026 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: la risoluzione della crisi in Medio Oriente non si avvicina

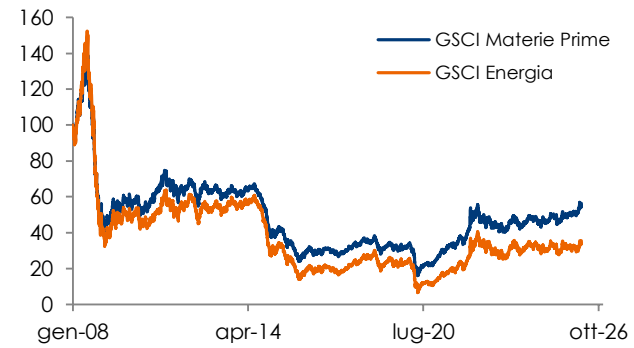
Si allarga e peggiora la crisi in Medio Oriente; la sensazione è che nulla cambierà almeno fino all'esito delle elezioni di medio termine negli Stati Uniti. La crisi in Medio Oriente si allarga e si aggrava mentre le trattative, benché proseguano sottotraccia, appaiono decisamente in stallo. Una situazione che pensiamo possa protrarsi almeno fino alle elezioni di medio termine negli Stati Uniti. Tutte le questioni geopolitiche vedono infatti come protagonista il presidente Trump (Russia, Iran, Taiwan, Cina e Nord Corea) e temiamo che resteranno in sospeso fino al superamento di questo appuntamento politico. Nonostante lo shock energetico causato dalla guerra in Iran, l'economia globale ha rallentato solo marginalmente, scongiurando il rischio recessione nella maggior parte dei paesi; anche l'inflazione desta preoccupazione, pur restando (nella realtà) al di sotto di quanto temuto all'inizio del conflitto. Gli investimenti in intelligenza artificiale che migliorano la produttività e la diversificazione delle fonti energetiche sono divenuti i due motori della crescita, sia nelle principali economie che in quelle emergenti. Un quadro che sta garantendo una solida domanda di materie prime e ha scongiurato un calo dei prezzi che sarebbe potuto derivare da un rallentamento del ciclo mondiale che, di fatto, non è avvenuto. Malgrado la mancata risoluzione della crisi, il ribilanciamento del mercato petrolifero globale appare decisamente più veloce di quanto pronosticato e il recupero delle esportazioni dal Medio Oriente procede senza sosta, nonostante i numerosi incidenti e le difficoltà logistiche. Il punto chiave resta il prezzo scambiato sui mercati finanziari: Brent e WTI sono tornati sopra i 100 dollari al barile, ai livelli di maggio 2026, a causa del fortissimo rincaro dei costi logistici, che rappresentano un importante elemento di supporto alle attuali quotazioni. In aggiunta, l'assenza di progressi nelle trattative fra Mosca e Kiev suggerisce che le tensioni geopolitiche limiteranno ancora a lungo l'offerta di petrolio, prodotti raffinati e gas naturale sia dal Medio Oriente che dalla Russia. Tutto questo in un contesto in cui il rincaro del costo del denaro, attuato dalle banche centrali come risposta alle crescenti aspettative di inflazione, limita i nuovi investimenti in materie prime, un comparto che strutturalmente necessita di ingenti quantità di capitali a credito.

Petrolio: il rialzo dei costi di trasporto altera il mercato petrolifero che tenta di tornare in equilibrio. Gli impatti delle tensioni geopolitiche e della crisi energetica su crescita e inflazione potrebbero protrarsi anche nei prossimi mesi, perché il ribilanciamento del mercato petrolifero e il conseguente rientro delle quotazioni rischiano di essere rallentati da un insieme di fattori. I danni a infrastrutture energetiche e logistiche, causati dalle recenti escalation sia in Medio Oriente che nel conflitto fra Russia e Ucraina, riducono temporaneamente capacità di produzione, raffinazione ed esportazione, rallentano il recupero dell'offerta nelle aree di guerra e rendono meno prevedibili i volumi disponibili sui mercati, alimentando incertezza e spingendo al rialzo i prezzi spot. Il rialzo dei costi di trasporto è stato enorme e velocissimo: non solo i noli delle petroliere sono su livelli record, ma sono cresciuti esponenzialmente anche i premi assicurati e il costo degli equipaggi, dati i rischi associati alla navigazione sia nel Golfo Persico che nel Mar Rosso. La disponibilità di petroliere è limitata: lo sforzo USA di scortare le imbarcazioni restringe l'area di navigabilità al solo corridoio Sud, quello nei pressi delle acque dell'Oman. Se le condizioni di sicurezza di quella rotta appaiono garantite, è pur vero che i fondali bassi costringono all'utilizzo di navi più piccole e leggere, che poi devono trasbordare il greggio in petroliere più grandi al di fuori dello stretto di Hormuz, moltiplicando costi e problematiche e allungando i tempi di spedizione.

L'OPEC+ lascia invariati i livelli di produzione di petrolio per novembre. Al termine della riunione virtuale dell'OPEC+ di domenica 4 ottobre, i produttori hanno deciso di mantenere invariata la produzione di greggio di novembre, al medesimo livello di ottobre. I sette paesi che effettuano tagli volontari (Arabia Saudita, Russia, Iraq, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman) non prevedono modifiche sostanziali dell'offerta, almeno fino al 2027. Benché nelle ultime settimane i volumi di greggio in uscita da Hormuz siano risaliti, grazie al controllo del corridoio navale nelle acque dell'Oman garantito dalla marina statunitense, le esportazioni dal Golfo Persico restano incerte e inferiori, comprese fra il 20% e il 40% dei livelli precedenti. Un dato che impedisce ai membri

dell'Alleanza il rispetto delle quote stabilite. Se una parte dei tagli volontari, circa 1,65 milioni di barili al giorno, è già stata riassorbita nel corso di quest'anno, rimane in vigore un'ulteriore quota a carico dei membri dell'OPEC, circa 2,0 milioni di barili, fino a fine anno. La prossima riunione dell'OPEC+ si terrà il 1° novembre.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

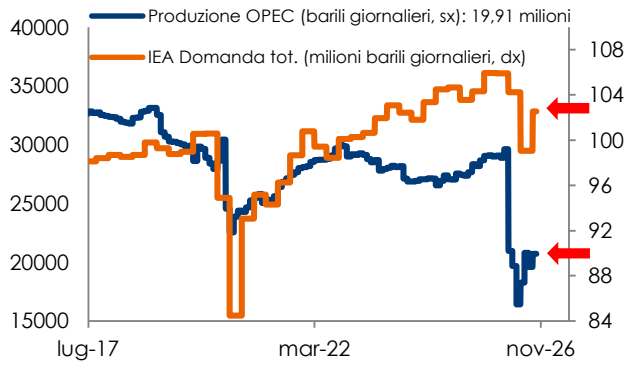
	Valore 26.10.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	6.395,2	63,3	76,9	120,5
GSCI Energia	1.472,9	143,9	136,4	211,1
WTI ($)	101,8	77,2	41,8	23,1
Brent ($)	115,8	90,3	52,3	36,9
Gas Naturale ($)	2,6	-29,4	1,6	-58,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Secondo il Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di ottobre, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi a 105,5 mb/g nel 2025 (stabile rispetto alle stime del mese di settembre) per poi raggiungere 105,7 mb/g nel 2026 (+0,2 mb/g a/a e in diminuzione di -0,1 mb/g rispetto al mese scorso) e infine toccare 108,3 mb/g nel 2027 (+2,6 mb/g a/a e +0,1 mb/g rispetto alle previsioni del mese precedente). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe mantenersi a 54,2 mb/g nel 2025, 54,8 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariata rispetto alle stime del mese precedente) e a 55,5 mb/g nel 2027 (+0,7 mb/g a/a, stabile rispetto alle precedenti previsioni). La domanda di greggio rivolta agli aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC) è stimata a 42,7 mb/g nel 2025 e a 42,1 mb/g nel 2026 (in diminuzione di -0,1 mb/g da 42,2 mb/g previsti il mese prima) e infine a 43,9 mb/g nel 2027 (+1,8 mb/g a/a, invariata rispetto al mese precedente). Le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE nel 2° trimestre 2026 si sono attestate a 2.741 milioni complessivi (corrispondenti a 59 giorni di copertura), in deciso calo rispetto alla media annuale del 2025 di 2.842 milioni di barili, riflettendo l'utilizzo dei prodotti in magazzino in un contesto di maggiore tensione sul lato dell'offerta e di persistenti rischi sul mercato petrolifero in generale. Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di ottobre, l'Energy Information Administration (EIA) statunitense ha stimato che il consumo globale di petrolio si attesti a 104,40 mb/g nel 2025 (in lieve rialzo dal mese precedente: 104,28 mb/g), a 102,43 mb/g nel 2026 (-1,97 mb/g a/a e sostanzialmente invariato rispetto a 102,59 mb/g di settembre) e a 104,64 mb/g nel 2027 (+2,21 mb/g a/a, in marginale ribasso rispetto ai 104,98 mb/g stimati a settembre). Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC (che per il quinto mese consecutivo incorpora la quota produttiva degli Emirati Arabi Uniti, fuoriusciti dall'OPEC) raggiunga i 76,96 mb/g nel 2025 (stabile rispetto al mese scorso: 76,91 mb/g), aumenti a 77,16 mb/g nel 2026 (in crescita rispetto all'anno precedente e +0,13 mb/g m/m) e salga a 80,37 mb/g nel 2027 (+3,21 mb/g a/a e -0,12 mb/g da 80,49 di settembre). L'offerta di greggio OPEC è stata confermata a 24,63 mb/g nel 2025 (invariata da settembre), rivista a 20,44 mb/g nel 2026 (da 19,92 mb/g stimati a settembre e in calo di -4,19 mb/g a/a), ed è prevista poi crescere nuovamente a 24,42 mb/g nel 2027 (+3,98 mb/g a/a ma in linea rispetto alla previsione di 24,40 mb/g indicata a settembre). L'EIA si attende ora che, dopo un surplus di circa 2 milioni di barili al giorno nel 2025 (rimasto praticamente invariato rispetto alle stime di settembre), il mercato registri una contrazione, raggiungendo -1,34 milioni di barili nel 2026, a causa del blocco di Hormuz, per poi tornare a un surplus di 4,91 milioni di barili al giorno nel 2027. L'Agenzia Internazionale dell'Energia, nel suo Oil Market Report (**OMR**) di ottobre, stima che il mercato globale potrebbe registrare un deficit di

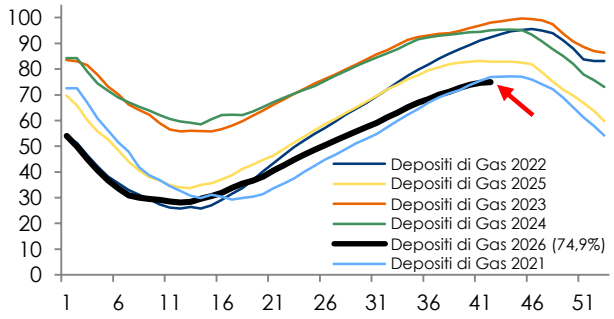
1,7 milioni di barili al giorno nel 2026, ma potrebbe poi tornare a un surplus di 3,9 milioni di barili al giorno nel 2027. Tuttavia, le prospettive future dipenderanno dagli sviluppi in Medio Oriente e le recenti escalation suggeriscono che probabilmente la ripresa non sarà agevole. L'IEA ha rivisto al ribasso la domanda globale di petrolio per il 2026 di 100.000 barili, a 102,4 mb/g rispetto ai 102,5 mb/g del mese scorso e di altri 600.000 barili la domanda del 2027 a 104,4 mb/g rispetto ai 105,0 mb/g del mese scorso. L'offerta dei paesi non-OPEC dovrebbe attestarsi a 76,7 mb/g nel 2026 (dato rivisto al rialzo rispetto ai 76,6 mb/g del mese scorso) e a 79,2 mb/g nel 2027, un nuovo record (dato rivisto al rialzo rispetto ai 79,0 mb/g del mese scorso). Infine, si stima che la "call on OPEC crude", ovvero la quantità di greggio richiesta per mantenere i mercati in equilibrio, sarà pari a 22,3 mb/g nel 2026 (dato rivisto al ribasso rispetto ai 22,4 mb/g del mese scorso) e a 21,0 mb/g nel 2027 (in ribasso rispetto ai 21,5 mb/g del mese scorso). Le riserve commerciali dei paesi OCSE stimate dall'IEA indicano un'autonomia equivalente a circa 83 giorni di domanda prevista.

Produzione petrolifera OPEC e domanda mondiale IEA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA, dati al 25.10.2026

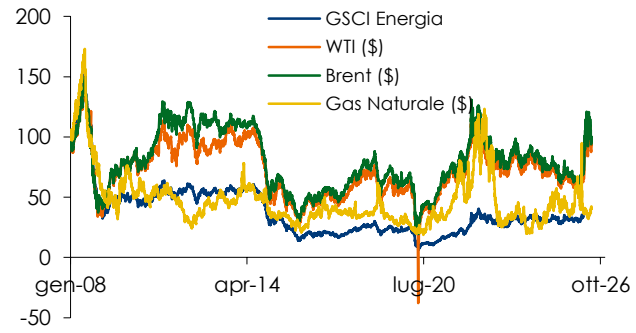
Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Nota: dati settimanali al 25.10.2026; sull'asse x il numero delle settimane dell'anno. Fonte: https://agsi.gie.eu, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il TTF (il gas europeo) accelera a causa dell'estensione della crisi in Medio Oriente e del basso livello delle scorte europee, ai minimi degli ultimi 6 anni. Il prezzo del gas naturale europeo, quotato alla borsa europea di Amsterdam (TTF), ha superato i 90 euro al megawattora negli scorsi giorni: è il prezzo più alto da quando è cominciata la guerra in Medio Oriente e ha oltrepassato persino le quotazioni delle prime settimane del conflitto, quando la chiusura dello Stretto di Hormuz aveva prospettato un maggior impatto derivante dall'interruzione di quelle forniture. In realtà, il grosso delle problematiche europee è di natura strutturale: il nuovo sistema energetico europeo, delineato dopo la rottura dei rapporti con la Russia, è strutturalmente più fragile. Le scorte di gas in tutta l'UE sono bassissime (74,9% al 25.10.2026), su livelli addirittura inferiori a quelli che caratterizzarono le prime fasi della crisi energetica del 2021-2022, in particolare in Germania e nei Paesi Bassi. Scorte così risicate compromettono la capacità di affrontare i picchi di domanda della stagione invernale, dovuti al riscaldamento degli ambienti ma anche alla generazione di elettricità per l'illuminazione, visto il minor numero di ore di luce naturale. Il tutto in un contesto di flussi di importazione limitati da vincoli geopolitici. L'Europa dipende sempre più dalle importazioni di GNL per soddisfare il proprio fabbisogno energetico, e questi flussi sono diminuiti per la guerra in Iran. Anche se le temperature invernali sono previste vicine alla media stagionale (o leggermente più miti del solito), le scorte dell'UE sono destinate a raggiungere nuovi minimi stagionali a marzo. La situazione rischia di peggiorare quando nel 2027 saranno vietati anche i contratti a lungo termine di acquisto di GNL russo. Il mercato specula proprio su questa prospettiva: se quest'anno, con le forniture russe ancora disponibili, non si è comunque riusciti a raggiungere un livello soddisfacente di riserve, come sarà possibile farlo, nei prossimi anni, senza gli acquisti da Mosca? Stimiamo che il TTF possa quindi mantenersi vicino a una media di 75 euro nel 4° trimestre (63 a inizio del prossimo anno) per poi stabilizzarsi a 40-50 euro nel corso del 2027.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	1.472,9	34,4	14,1	62,8	143,9
WTI ($)	101,8	23,2	5,6	66,0	77,2
Brent ($)	115,8	31,1	7,0	76,5	90,3
Gas Naturale ($)	2,6	-6,0	2,0	-24,4	-29,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Negativo nel lungo termine: la risoluzione definitiva della crisi in Medio Oriente resta l'unica via per la concreta normalizzazione del mercato energetico. Il nostro outlook di breve resta Neutrale nonostante l'ulteriore accelerazione dei prezzi di petrolio e gas naturale nel mese di ottobre (ribadiamo il Moderatamente Negativo nel lungo periodo); il rialzo dei prezzi a cui abbiamo assistito è legato alla nuova e diffusa escalation in Medio Oriente (Golfo Persico e Mar Rosso) e al sostanziale stallo delle trattative fra Stati Uniti e Iran. Solo lo sblocco totale dei transiti navali potrà interrompere la dinamica rialzista su petrolio e gas naturale, esacerbata dal fortissimo rincaro dei costi logistici, divenuti il vero elemento di pressione sui prezzi, visto che il ritorno dei flussi energetici sta continuando, al netto di attacchi e incidenti. La parziale contrazione della domanda mondiale sta mitigando le tensioni sul mercato fisico, tornato a rivedere le forniture dal Medio Oriente con maggior costanza, seppur a prezzi altissimi, mentre restano intatte le pressioni rialziste sul prezzo dei carburanti e dei prodotti raffinati, che costituiscono il vero problema a livello globale. Il nostro scenario di base continua a ruotare intorno alla prospettiva che i negoziati riprendano e abbiano un esito positivo e che la libera navigazione attraverso le acque sia del Golfo Persico che del Mar Rosso sia ripristinata totalmente, abbattendo i costi logistici che gravano ora sulle quotazioni. Per il gas naturale, il rientro dagli eccessi delle ultime settimane sarà più lento e potrebbe non essere completo prima di fine anno. Le tensioni sui prezzi globali rischiano di mantenere mediamente alto il prezzo del TTF, il contratto europeo sul metano, visto il basso livello raggiunto dalle scorte e l'inizio della stagione invernale che genera un prevedibile aumento dei consumi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
WTI ($)	101,8	89,5	85,0	77,0	77,5	69,0
Brent ($)	115,8	88,0	88,0	88,0	81,0	71,0
Gas Naturale ($)	2,6	3,3	3,5	3,2	3,4	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

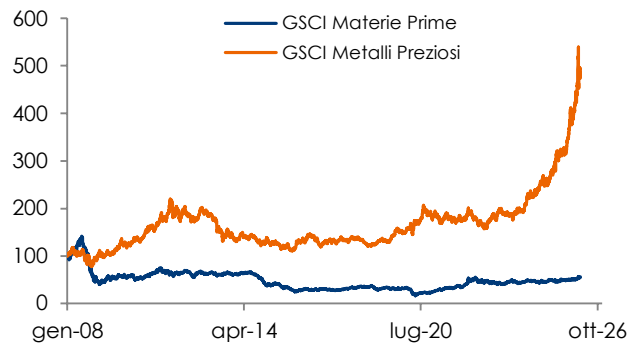
	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
WTI ($)	101,8	88,0	85,0	79,0	75,3	62,0
Brent ($)	115,8	95,0	90,0	83,0	79,5	66,0
Gas Naturale ($)	2,6	3,5	3,6	3,4	3,5	3,8
TTF (€/MWh)	94,6	75,0	63,0	43,0	47,0	36,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: le costanti tensioni non spingono al rialzo l'oro

Le tensioni in Medio Oriente e il rialzo dei tassi operato dalle banche centrali penalizzano ancora i Preziosi. La nuova escalation delle ostilità in Medio Oriente ha spinto i prezzi di petrolio e gas naturale ai massimi da maggio di quest'anno, riaccendendo i timori per l'inflazione. Una situazione che ha costretto BCE e Fed a intervenire inasprendo le loro politiche monetarie, scatenando il rialzo dei rendimenti obbligazionari e spingendo gli investitori a preferire questo tipo di investimento rispetto al metallo aureo. Anche se lo scenario geopolitico resta critico e i rischi inflattivi sono significativi, l'oro non si è più avvicinato ai massimi di gennaio (5.500 dollari l'oncia). Il metallo aureo resta comunque un elemento indispensabile nei portafogli finanziari, garantendo ancora nel medio e lungo periodo una discreta protezione rispetto a una minore prevedibilità degli scenari macroeconomici e di mercato, preservando il valore della liquidità investita. Paradossalmente, però, proprio la straordinarietà (per intensità e velocità) del rialzo avvenuto a partire dalla seconda parte del 2025 fino ai primi mesi del 2026 potrebbe averne temporaneamente compromesso il ruolo di bene rifugio. Il costante rialzo delle quotazioni è infatti stato originato e poi sostenuto soprattutto dagli acquisti delle banche centrali e degli investitori finanziari professionali. Una situazione che ha finito per distorcere le tradizionali correlazioni fra l'oro e gli altri strumenti finanziari, sfociando nella surreale concomitanza di rialzo sia dell'oro che del mercato azionario nell'ultimo biennio, storicamente abituati a muoversi in maniera divergente. Dopo gli eccessi di inizio 2026 e nonostante uno scenario geopolitico carico di tensioni, gli alti prezzi del metallo aureo hanno portato a un deterioramento dei fondamentali, erodendo la domanda soprattutto in gioielleria e nel settore tecnologico, e stimolato il settore minerario ad ampliare l'offerta (oltre al riciclo del metallo già lavorato), contribuendo prima alla frenata delle quotazioni e poi favorendo il ribasso. A completare il quadro negativo, anche le banche centrali stanno rallentando gli acquisti: dopo tanti trimestri di accumulo, le riserve di oro di molti paesi si stanno avvicinando ai target fissati all'inizio di questo processo e questo ha fisiologicamente frenato la corsa dei Metalli Preziosi.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

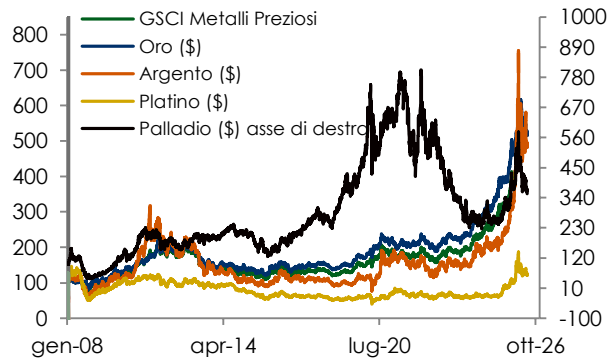
	Valore 26.10.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.395,2	63,3	76,9	120,5
GSCI Met. preziosi	4.467,9	-9,3	45,1	116,3
Oro ($)	4.020,4	-7,3	46,3	124,0
Argento ($)	54,1	-23,0	60,5	124,5
Platino ($)	1.536,6	-24,8	49,9	50,9
Palladio ($)	1.053,1	-34,6	-12,0	-46,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consolida la dinamica dei prezzi che restano comunque su livelli alti ma ben lontani dai massimi di inizio 2026, alimentando la prospettiva di nuovi rialzi. Il movimento ribassista di **oro e argento** si è interrotto già ad agosto, in scia alle costanti tensioni in Medio Oriente, a cui si sono sommati gli attacchi nel Mar Rosso (Houthi) e la nuova escalation degli scontri fra Russia e Ucraina. La ripresa dei flussi di forniture energetiche dal Golfo Persico resta tuttavia robusta, insensibile agli incidenti e ai tentativi di danneggiamento che sono decisamente ripresi nella prima parte di ottobre, dopo la minor intensità registrata a settembre. Nonostante il ritorno oggettivo di circa l'80% delle forniture via mare, i prezzi di petrolio e metano sono tornati ai livelli di maggio, rianimando i timori di inflazione che rischiano di sfociare in nuovi rialzi dei tassi entro fine anno. Il concretizzarsi di un possibile nuovo inasprimento monetario potrebbe alimentare la dinamica rialzista dei rendimenti delle obbligazioni (un asset class caratterizzata da basso rischio e interessi certi). Se l'incremento della resa delle obbligazioni, parzialmente già scontato dal mercato, fosse contenuto, potrebbe favorire almeno un blando ritorno di interesse degli investitori per oro e argento, gravati dal costo-

opportunità della detenzione, come espresso dalle nostre previsioni. Nonostante un quadro non così negativo, pensiamo che le quotazioni dell'oro possano limitarsi a un consolidamento su livelli poco più alti di quelli attuali, almeno nel breve periodo e senza particolari eccessi rialzisti. Anche l'argento ha subìto forti pressioni, faticando a riguadagnare terreno e restando nell'intervallo 55-65 dollari; dubitiamo che possano esserci rialzi eccessivi ma riteniamo che i prezzi possano comunque risalire e spostarsi nella parte alta dell'intervallo citato. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto continuano ad essere gli elementi che frenano la dinamica di **platino** e **palladio**, nonostante il marginale recupero messo a segno proprio nelle ultime settimane. Solo la fine delle tensioni geopolitiche e la normalizzazione dei costi energetici, che scongiurino un eccessivo rialzo dei tassi monetari, unite alla tenuta del ciclo economico globale, potranno sostenere la prospettiva di un maggior recupero, più per il platino e meno per il palladio, come espresso dalle nostre previsioni.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.467,9	-2,0	-15,8	1,0	-9,3
Oro ($)	4.020,4	-1,5	-14,0	0,3	-7,3
Argento ($)	54,1	-7,7	-28,0	15,3	-23,0
Platino ($)	1.536,6	-5,7	-23,0	-3,9	-24,8
Palladio ($)	1.053,1	-18,6	-28,9	-25,5	-34,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento per l'oro, di maggior difficoltà per l'argento e palladio e di maggior rialzo sul platino. Permane una forte incertezza per i Metalli Preziosi nonostante le costanti tensioni nel Golfo Persico, a cui si sono sommate le minacce ai trasporti nel Mar Rosso (Houthi), che aumentano ulteriormente i rischi per le forniture globali di petrolio, gas naturale e prodotti raffinati. Il rialzo dei tassi che ci attendiamo ancora nelle riunioni di dicembre per le principali banche centrali conferma la volontà di contrastare l'inflazione legata al rincaro del petrolio e del gas naturale e rischia di sostenere ancora la corsa dei rendimenti obbligazionari, ostacolando il maggior recupero delle quotazioni dei beni rifugio. Perché i Preziosi possano invertire questo trend è necessaria una maggior normalizzazione dell'inclinazione futura delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi sviluppati, che limiti la remunerazione per gli investitori in obbligazioni e favorisca un ritorno di interesse verso il comparto dei Preziosi. Per queste ragioni, confermiamo prezzi in consolidamento per oro, maggiori difficoltà per argento e palladio e un maggior rialzo per il platino, almeno nel breve. L'outlook dell'intero comparto resta però Neutrale, sempre a causa del maggior peso dell'oro rispetto ad argento, platino e palladio, che finisce per orientare la tendenza del settore.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Oro ($)	4.020,4	4.370,0	4.500,0	4.675,0	4.575,0	4.375,0
Argento ($)	54,1	65,0	65,0	67,0	66,1	58,3
Platino ($)	1.536,6	1.775,0	1.850,0	1.810,4	1.919,0	1.906,5
Palladio ($)	1.053,1	1.275,0	1.300,0	1.300,0	1.350,0	1.277,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

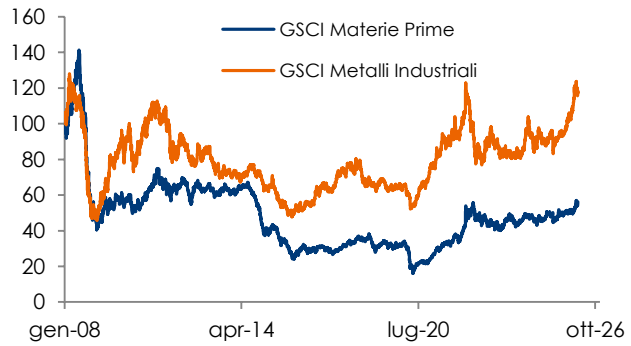
	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Oro ($)	4.020,4	4.200	4.200	4.250	4.275	4.450
Argento ($)	54,1	59,0	55,0	53,0	53,0	53,0
Platino ($)	1.536,6	1.900	1.900	1.950	1.956	2.000
Palladio ($)	1.053,1	1.250	1.300	1.350	1.375	1.450

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: le nuove tecnologie incrementeranno la domanda

Più che le tensioni geopolitiche sono i dubbi sulla futura domanda di metalli, proveniente dal settore tecnologico, ad essere il vero elemento di incertezza. Il lieve ribasso dei prezzi del comparto dei metalli industriali dell'ultimo mese dimostra come le tensioni nel Golfo Persico e nel Mar Rosso non siano centrali nel determinare la dinamica del settore. Le quotazioni sembrano molto più dipendere dalle difficoltà delle miniere, dai dubbi sulla domanda che proviene (o che è attesa aumentare) per la realizzazione delle infrastrutture digitali e dall'infinita attesa per la conclusione della diatriba sui dazi americani. Tutto questo in un contesto in cui il rincaro del costo del denaro, che rappresenta la risposta delle banche centrali al crescere delle aspettative di inflazione, limita i nuovi investimenti visto lo sproporzionato utilizzo di capitali a credito che strutturalmente richiedono i comparti minerari, siderurgici e metalliferi in generale. L'incertezza sulla ripresa economica della Cina (in particolare del settore immobiliare) è un altro elemento che alimenta la volatilità delle quotazioni. Nel 3° trimestre del 2026 la Cina, il primo consumatore al mondo di metalli, ha registrato una crescita del PIL del 4,5% a/a. L'Ufficio nazionale di statistica ha confermato che la dinamica rimane in linea con la parte inferiore dell'obiettivo annuale fissato dal Governo, compreso tra il 4,5% e il 5,0%, pur posizionandosi sul livello minimo del corridoio definito dalle autorità. Il mercato continua a pensare che la scarsità di materiale manterrà molto tesi i mercati fisici di metalli chiave come rame, alluminio e stagno, a patto che le straordinarie aspettative sul fronte della domanda da parte del settore tecnologico non si rivelino sovradimensionate, riducendo la pressione sul mercato.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.10.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.395,2	63,3	76,9	120,5
GSCI Industriali	2.400,5	12,7	36,2	36,9
Rame ($)	14.327,5	15,3	49,2	50,1
Alluminio ($)	3.040,5	1,5	13,6	13,2
Zinco ($)	3.814,0	22,3	23,0	14,4
Nickel ($)	15.561,0	-6,5	-3,7	-19,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: dopo i massimi storici di settembre, il consolidamento di ottobre potrebbe proseguire. La debolezza registrata dal rame, nell'ultimo mese, non è altro che la complessa risultanza delle distorsioni commerciali generate dall'infinita questione riguardante il livello definitivo dei dazi americani. La prospettiva di nuove tariffe sul metallo raffinato ha incentivato gli operatori a trasferire e immobilizzare moltissime partite di prodotto negli Stati Uniti, approfittando del premio delle quotazioni statunitensi rispetto a quelle di altre borse valori. L'accumulo nei magazzini americani e la riduzione della disponibilità altrove ha creato un incredibile squilibrio sul mercato fisico, confermando che l'offerta di materiale è soggetta non solo alla sua disponibilità ma anche a dove si trovi e quanto costi farlo arrivare a chi deve utilizzarlo. La mancata risoluzione della questione fra i dazi applicati e quelli attesi ha di fatto precipitare il mercato del rame (e le sue quotazioni) in un limbo. L'indagine americana, avviata ormai nel lontano febbraio 2025, ha portato all'introduzione (a luglio 2025) di un'aliquota del 50% su semilavorati e prodotti derivati, escludendo invece altre tipologie di prodotti, tra cui i catodi. Per il rame raffinato era previsto un aggiornamento entro giugno 2026 che non è mai arrivato, e questo ha ulteriormente incentivato l'accumulo di materiale negli Stati Uniti, limitando la quantità realmente disponibile sui mercati internazionali. Tutto questo in un contesto in cui la domanda legata all'elettrificazione e alle infrastrutture digitali dovrebbe aumentare, a patto che non si riveli sovrastimata. Il consolidamento delle quotazioni resta quindi la prospettiva più probabile, vista l'incertezza di

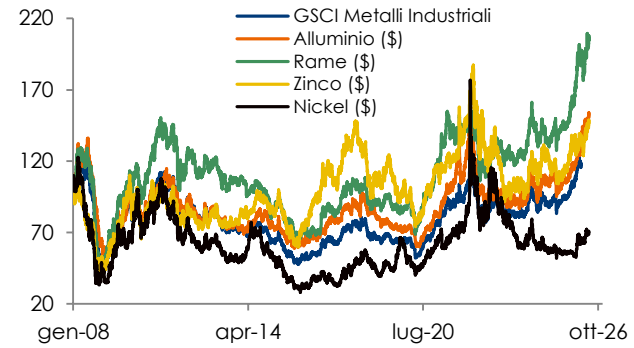
fondo. Una situazione che conferma il ruolo del rame come indicatore della crescita economica: il suo immobilismo, infatti, è coerente con l'asfittico aumento del PIL mondiale previsto nei prossimi trimestri.

Alluminio: dopo i ribassi di settembre e inizio ottobre non escludiamo un contenuto rimbalzo dei prezzi. Il recente rialzo delle quotazioni dell'alluminio, dopo il ribasso di settembre, è stato sostenuto dall'aumento dei costi energetici nei Paesi produttori, dai persistenti problemi logistici e dall'incremento dei premi al rischio lungo tutta la catena di approvvigionamento. A ciò si aggiunge la solida domanda industriale legata alla transizione energetica, alla mobilità elettrica e ai settori della difesa, che si scontra con una disponibilità di metallo primario e semilavorati strutturalmente inferiore a quanto richiesto dal mercato. Per queste ragioni pensiamo che la carenza cronica di metallo e la concorrenza tra i produttori di diverse aree geografiche per accaparrarsi le forniture disponibili manterranno alta la pressione sui prezzi di mercato. Anche l'impossibilità di un rapido incremento della capacità di fusione primaria a causa dei vincoli energetici e ambientali potrebbe impedire inattese correzioni dei prezzi di mercato, almeno nel breve termine.

Zinco: è probabile che il consolidamento di ottobre possa proseguire anche nei prossimi mesi. Lo zinco mostra quanto possano pesare i problemi estrattivi. Lo zinco ha registrato un calo dei prezzi in ottobre, seguito al forte rialzo di settembre, quando la produzione mineraria mondiale aveva segnato una riduzione del 2,6% (nel 1° semestre), rispetto alle stime di crescita dello 0,3%, clamorosamente disattese. Questo aveva infatti spinto i prezzi sopra i 4.000 dollari per tonnellata, massimo da quattro anni. Offerta in calo e scorte in contrazione non sono però riuscite, in ottobre, a far consolidare i prezzi e a controbilanciare il peso negativo del risicato incremento della crescita cinese del 3° trimestre. La scarsità di produzione mineraria inasprisce la concorrenza tra gli impianti per assicurarsi la materia prima a qualsiasi costo, con la conseguenza di ridurre i margini di lavorazione erodendo la convenienza della lavorazione. Questa caratteristica peculiare del comparto dello zinco potrebbe portare però solo a un consolidamento dei prezzi, accompagnato da una compressione dei ricavi degli impianti siderurgici, aggravata dal rincaro dell'elettricità, portando al paradossale risultato che le quotazioni salgono ma chi trasforma e commercializza i semilavorati fatica a trarne profitto.

Nickel: possibili ulteriori rialzi ma solo se la riduzione dell'offerta dall'Indonesia sarà concreta. Il recente rimbalzo delle quotazioni del nickel, dopo il ribasso di inizio ottobre, e il ritorno sopra 16.000 dollari alla tonnellata (al London Metal Exchange) sono dipesi dalle attese di un imminente irrigidimento dell'offerta. Le trattative tra i grandi produttori cinesi per coordinare tagli alla produzione negli impianti in Indonesia (fino al 20% sulla ghisa di nickel e 50% su altri semilavorati contenenti nickel), volti ad arginare le perdite operative, si andrebbero a sommare alle restrizioni sulle quote minerarie contenute nel piano annuale di gestione del settore (RKAB, Rencana Kerja dan Anggaran Biaya) imposto dal Governo indonesiano. Di contro, la domanda industriale tiene grazie ai settori dell'acciaio inossidabile, stimolata dalla forte richiesta di materiale derivante dai molteplici piani di investimento nel comparto della Difesa. Pur esprimendo una previsione rialzista, pensiamo che il potenziale rimarrà frenato dal persistente surplus globale stimato dall'INSG (International Nickel Study Group) per il 2026 e dall'elevata disponibilità di scorte. La sostenibilità e dimensione del recupero dipenderà quindi dal concreto ridimensionamento dell'output in Indonesia e dalla tenuta dei consumi nel settore delle batterie.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo 0

Performance di medio termine

	26.10.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.400,5	2,3	0,3	22,3	12,7
Rame ($)	14.327,5	4,3	8,4	29,9	15,3
Alluminio ($)	3.040,5	-4,0	-15,0	5,8	1,5
Zinco ($)	3.814,0	5,6	12,2	24,8	22,3
Nickel ($)	15.561,0	-9,6	-18,5	1,9	-6,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale, anche se il comparto sembra dare qualche segnale di maggior recupero. Il comparto dei metalli industriali resta solo marginalmente legato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente. Il vero elemento che domina lo scenario futuro resta la domanda derivante dagli investimenti per l'intelligenza artificiale, a cui si sommerà la reale forza del recupero dell'economia cinese, che resta il primo acquirente al mondo di metalli. Il tutto all'interno di un mercato fisico caratterizzato da forti squilibri e incertezze, sempre derivanti dalle recenti politiche tariffarie. Non muta la sensazione che i mercati fisici di molti metalli siano, in realtà, in una situazione di deficit di offerta maggiore di quanto percepito da gran parte degli analisti. Una situazione che mantiene, sottotraccia, una flebile ma costante pressione rialzista. Oltre alle forniture, preoccupa la scarsità di investimenti degli ultimi anni per via del rallentamento economico ma anche degli alti tassi di interesse debitori. In aggiunta, visti i rincari di petrolio e gas naturale dell'ultimo mese, le aspettative di inflazione sono ulteriormente salite e questo potrebbe costringere le principali banche centrali ad alzare ancora i tassi di interesse, entro fine anno.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Rame ($)	14.327,5	14.050	14.185	14.000	13.724	12.809
Alluminio ($)	3.040,5	3.255	3.250	3.150	3.050	3.000
Zinco ($)	3.814,0	3.713	3.600	3.520	3.488	3.055
Nickel ($)	15.561,0	16.740	17.342	17.391	16.763	17.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

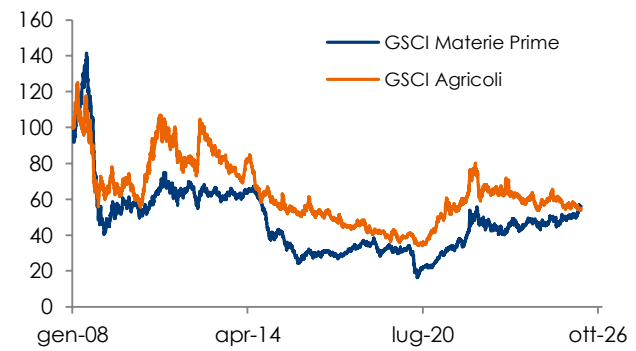
	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Rame ($)	14.327,5	14.700	14.500	14.000	14.075	14.000
Alluminio ($)	3.040,5	3.200	3.300	3.375	3.375	3.500
Zinco ($)	3.814,0	3.850	3.900	3.900	3.825	3.600
Nickel ($)	15.561,0	16.400	16.200	16.000	16.238	16.900

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: clima e geopolitica potrebbero favorire un recupero

Le tensioni nell'area del Mar Nero e i rischi climatici potrebbero consentire un recupero delle quotazioni dopo i ribassi degli ultimi due mesi. Negli ultimi due mesi la flessione dei prezzi agricoli internazionali è stata determinata principalmente dal rafforzamento del dollaro statunitense che essendo la valuta che esprime tutti i contratti finanziari delle principali derrate alimentari ha reso meno conveniente il loro acquisto, rendendo meno competitive, in particolare, le granaglie provenienti dal Nord America. Ad accentuare questa dinamica, la buona resa dei terreni negli Stati Uniti e in Europa ha consentito di immettere volumi significativi di prodotto fresco sul mercato, favorendo le prese di beneficio sui future dei cereali, dopo i rialzi estivi. Al contrario, il rincaro dei prezzi energetici dell'ultimo mese non sembra aver esercitato alcuna pressione sulle quotazioni dei beni agricoli, stimolando solo marginalmente la richiesta di biocarburanti in sostituzione di quelli tradizionali. La spiegazione appare legata al fatto che i flussi di greggio e gas naturale, dal Golfo Persico, non sono molto distanti dai livelli precedenti lo scoppio della crisi, garantendo le forniture al mercato fisico anche se a prezzi molto alti. In tal senso, sono stati più i produttori di bioetanolo ad incrementare (di poco) l'offerta, piuttosto che gli intermediari e i distributori ad esprimere una maggior richiesta e lucrare sul differenziale di costo. A bilanciare il calo e a sostenere parzialmente i valori di mercato sono stati, come sempre, i fattori climatici negativi in alcune aree chiave di coltivazione che hanno inciso sui raccolti dei cereali (mais in particolare), contribuendo anche a una minimale riduzione delle scorte globali. Ovviamente le tensioni geopolitiche hanno generato una serie di problemi logistici, con colli di bottiglia sulle principali rotte marittime e commerciali ma senza causare un'eccessiva limitazione dell'offerta. La situazione delle esportazioni di cereali dal Mar Nero resta complicata: gli attacchi contro infrastrutture portuali, terminal di stoccaggio e navi mercantili nella regione (inclusi gli snodi di Odessa e Chornomorsk) hanno ampliato le tensioni logistiche. Questo elemento e i fattori climatici restano i due principali temi che potrebbero alimentare un recupero delle quotazioni sul finale d'anno.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.10.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	6.395,2	63,3	76,9	120,5
GSCI Agricoli	504,9	7,0	3,8	4,6
Mais ($ cent)	455,0	3,4	9,6	-18,3
Frumento ($ cent.)	616,0	21,5	8,3	-18,9
Soia ($ cent)	1.241,3	20,5	25,7	0,2
Cotone ($ cent)	79,1	23,0	11,9	-28,5
Cacao	5.490,0	-9,5	-18,9	110,9
Zucchero	19,1	27,2	-13,7	-3,0
Caffè (Arabica)	301,0	-13,7	21,2	49,5
Caffè (Robusta)	3.194,0	-22,3	-27,9	42,1

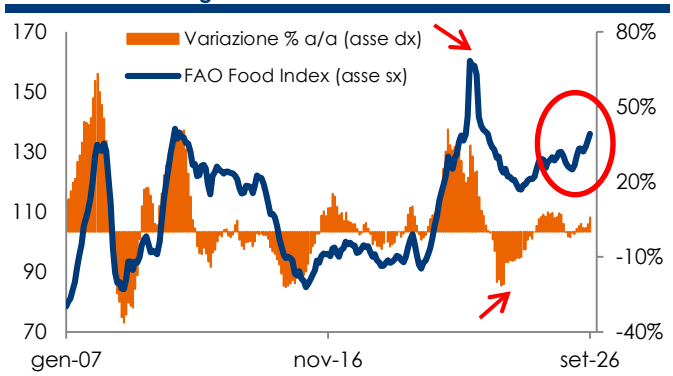
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari aumenta a settembre. L'indice FAO dei prezzi alimentari è salito a settembre (+1,5% m/m e +5,8% a/a) dai suoi livelli di agosto, registrando una media di 136,0 punti. Gli indici dei prezzi di cereali, oli vegetali e zucchero si sono rafforzati; al contempo, si è assistito al calo della carne, mentre i latticini sono rimasti invariati. **L'indice dei prezzi dei cereali** è in rialzo del +5,1% rispetto ad agosto (+17,2% su base annua). I prezzi del grano sono cresciuti del +6,3% m/m, raggiungendo il livello più alto da agosto 2023, in un contesto caratterizzato dalle continue difficoltà logistiche che interessano le esportazioni dal Mar Nero e dalle condizioni climatiche secche in alcune aree del Nord America in vista della semina invernale del grano. Allo stesso modo, i prezzi mondiali del mais hanno subìto un incremento del +5,6% rispetto ad agosto, raggiungendo il livello più alto degli ultimi tre anni, alimentati dal peggioramento delle prospettive di offerta a seguito di rendimenti inferiori alle attese negli Stati

Uniti e dalla minore disponibilità di esportazione in Brasile. Ulteriore supporto alle quotazioni è arrivato dalle interruzioni dei flussi commerciali nella regione del Mar Nero. Anche i timori relativi ai costi di carburante, fertilizzanti e trasporto a seguito dell'incertezza sul transito attraverso lo Stretto di Hormuz hanno contribuito a spingere i prezzi del mais. Le quotazioni del sorgo (+13,7%) e dell'orzo (+3,9%) in settembre sono state sostenute dal miglioramento generale delle condizioni di mercato nel comparto dei mangimi e dalle aspettative di un aumento degli acquisti cinesi di sorgo a seguito delle trattative commerciali tra Cina e Stati Uniti. I prezzi del riso mostrano un rialzo del +1,4% a settembre, sostenuti dalle preoccupazioni legate alle condizioni meteorologiche e da una disponibilità stagionalmente più limitata. **L'indice degli oli vegetali** si è attestato in media a 198,6 punti a settembre, superiore del +0,9% rispetto ad agosto e del +18,3% a/a, registrando il quarto aumento mensile consecutivo e raggiungendo il livello più elevato da giugno 2022. L'incremento è stato favorito dalle quotazioni dell'olio di palma, che hanno più che compensato i minori prezzi degli oli di girasole, mentre i prezzi dell'olio di soia e di colza sono rimasti stabili. I prezzi internazionali dell'olio di palma hanno continuato a salire per il quarto mese consecutivo, sostenuti dalla robusta domanda globale di importazioni e dai timori per l'impatto delle condizioni climatiche secche sulle prospettive produttive del Sud-Est asiatico. Le quotazioni dell'olio di soia si sono mantenute stabili, sostenute dalla robusta domanda proveniente dal settore dei biocarburanti, e anche i prezzi dell'olio di colza sono rimasti sostanzialmente invariati. Nel frattempo, i prezzi dell'olio di girasole hanno registrato un calo per il terzo mese consecutivo, riflettendo le attese di abbondanti disponibilità dalla regione del Mar Nero, sebbene le persistenti difficoltà logistiche e la limitata capacità di esportazione attraverso rotte alternative abbiano contenuto la flessione. **L'indice dei prezzi della carne** è diminuito del -1,1% rispetto al mese di agosto, rimanendo stabile su base annua, risentendo delle minori quotazioni delle carni avicole e suine, mentre i prezzi delle carni bovine e ovine sono rimasti sostanzialmente stabili. I prezzi del pollame sono diminuiti per l'ampia disponibilità di prodotto esportabile dal Brasile e per la minore domanda di importazioni da parte dell'Unione Europea, a seguito dell'entrata in vigore dei nuovi requisiti relativi agli antimicrobici. In calo anche le quotazioni della carne suina, in presenza di abbondanti disponibilità nei principali paesi esportatori e, nell'Unione Europea, per il ritorno alla normalità dei tassi di crescita degli animali (dopo il rallentamento causato dalle ondate di calore estive), che ha favorito un aumento dell'offerta. La carne ovina ha registrato prezzi mediamente invariati, con la robusta domanda globale compensata dalle minori quotazioni in Nuova Zelanda, e anche la carne bovina è rimasta complessivamente stabile, nonostante il calo dei prezzi per l'esportazione in Australia per la maggiore concorrenza globale e l'aumento delle quotazioni in Brasile, sostenuto dalla domanda statunitense. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è sceso del -0,1% a settembre, in ribasso del -19,1% a/a. Le quotazioni del latte in polvere sono aumentate, sostenute dalla robusta domanda di importazioni, in particolare dall'Asia, e dalla limitata disponibilità di prodotto per consegna immediata. La sostenuta domanda di acquisti in Oceania ha più che compensato la pressione al ribasso derivante dall'aumento stagionale della produzione di latte. I prezzi del formaggio sono invece diminuiti, soprattutto nell'Unione Europea, dove la minore domanda e la forte concorrenza derivante dall'abbondante offerta per l'esportazione dagli Stati Uniti hanno esercitato pressioni al ribasso sulle quotazioni, a cui si è aggiunto l'aumento stagionale della disponibilità per l'esportazione in Oceania. I prezzi del burro sono rimasti sostanzialmente invariati su base mensile, poiché il calo delle quotazioni in Oceania è stato in larga parte compensato dal rialzo registrato in Europa, dovuto alla limitata disponibilità di materia grassa del latte a seguito di un'estate calda e secca. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è in espansione del +6,1% rispetto ad agosto (+14,7% a/a), registrando il terzo aumento mensile consecutivo e raggiungendo il suo massimo da aprile 2025. Il rialzo riflette le maggiori preoccupazioni per l'offerta globale di zucchero nel 2026/27, a causa delle minori superfici coltivate e delle condizioni meteorologiche avverse nell'Unione Europea, nonché delle attese di una minore produzione in Thailandia e dei timori sui raccolti in India, penalizzati dalle scarse precipitazioni e dal rafforzamento di El Niño. A sostenere ulteriormente i prezzi hanno contribuito anche le forti piogge nella principale regione saccarifera del Brasile centro-meridionale, che hanno rallentato l'avanzamento della raccolta.

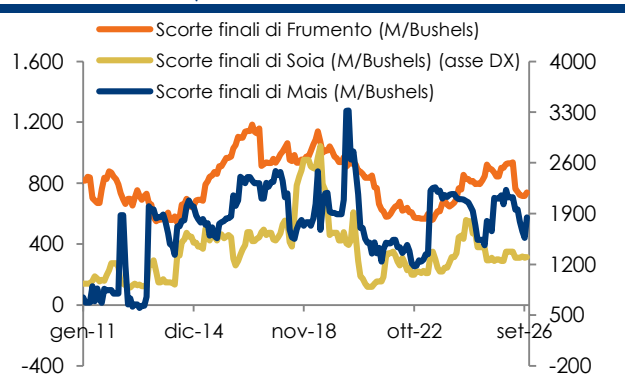
La FAO ha confermato pressoché invariata la stima sulla produzione mondiale di cereali per il 2026/27, mentre restano le incertezze sui flussi commerciali dal Mar Nero, che continuano a rappresentare un rischio per gli scambi internazionali. Nel Cereal Supply and Demand Brief di ottobre, le stime sulla produzione globale di cereali per la stagione 2025/26, sono oggetto di una lieve correzione al rialzo da parte della FAO e sono ora pari a 3.042,0 milioni di tonnellate da 3.041,0 milioni di settembre (+1 milione di tonnellate). Il consumo di cereali, nel 2025/26, aumenterà a 2.961,5 milioni di tonnellate (+1,5 milioni di tonnellate rispetto alla previsione dello scorso mese), riflettendo il maggiore utilizzo di cereali secondari, principalmente orzo, sorgo e grano, destinati all'alimentazione animale. Le scorte globali di cereali sono state riviste al rialzo a fine 2026 a 949,4 milioni di tonnellate (da 945,4 milioni). Infine, il commercio internazionale di cereali è atteso sostanzialmente stabile a 524,2 milioni di tonnellate, rispetto ai 524,5 milioni stimati in precedenza. Le previsioni per la stagione 2026/27 vedono la produzione mondiale di cereali a 2.979,1 milioni di tonnellate (da 2.979,8 milioni di settembre), con il miglioramento delle prospettive per il frumento che è stato più che compensato dal peggioramento per i cereali secondari, in particolare il mais. Il consumo globale di cereali è stimato stabile a 2.965,6 milioni di tonnellate (da 2.965,5 milioni dello scorso mese). È attesa una ricostituzione delle scorte mondiali di cereali a 950,0 milioni di tonnellate da 947,2 milioni previsti a settembre: il marcato incremento delle riserve di frumento e, in misura minore, di orzo, ha più che compensato la flessione di quelle riso e sorgo, lasciando il rapporto globale scorte/consumo di cereali nel 2027 al 31,7%, poco al di sotto del 32,0% della stagione precedente. Il commercio globale di cereali è atteso in contrazione nel 2026/27 a 505,8 milioni di tonnellate (da 509,3 milioni della previsione precedente) per effetto della revisione al ribasso delle esportazioni di grano e mais, dovuta soprattutto alle persistenti difficoltà logistiche nell'area del Mar Nero, che più che compensano il miglioramento delle prospettive per l'orzo. Nel dettaglio, pesano le minori esportazioni di grano da Russia e Ucraina e il calo delle spedizioni di mais dall'UE e dall'Ucraina, mentre le maggiori disponibilità australiane sostengono l'export di orzo, con gran parte dei volumi aggiuntivi destinata alla Cina.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

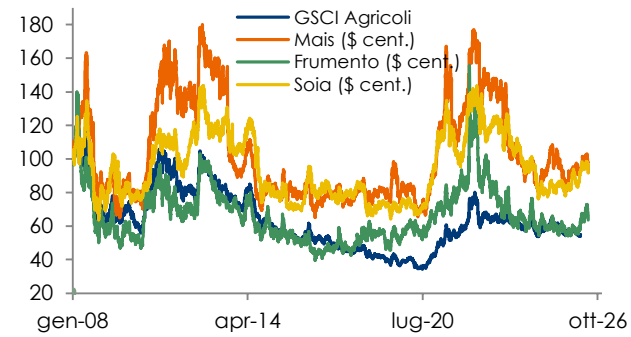


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2026)

WASDE: il report di ottobre evidenzia una revisione al ribasso dei consumi di mais e cereali secondari, a fronte di variazioni più contenute per grano e soia nella stagione 2025/26. Il rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) curato dal Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agricolture) pubblica le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali sia per la stagione 2025/26 che 2026/27. Le stime globali per il **grano** nel 2025/26 vedono una produzione mondiale in marginale aumento a 844,06 milioni di tonnellate da 843,99 milioni. La stima aggiornata a ottobre per la stagione 2026/27 è attesa pressoché invariata a 822,39 milioni di tonnellate da 822,43 milioni relativi alle proiezioni di settembre. Il consumo globale è rivisto in leggera contrazione a 822,90 milioni da 823,98 milioni precedenti per la stagione in corso, mentre la previsione aggiornata per il 2026/27 è pari a 827,90

milioni, in lieve incremento rispetto a 826,75 milioni della stima precedente. Per il commercio globale si attesta una decrescita di -0,73 milioni di tonnellate (a 226,91 milioni da 227,64 milioni) nel 2025/26, mentre per la prossima stagione è stimato a 208,97 milioni di tonnellate, in calo rispetto a 211,77 milioni previsti il mese passato. Le scorte finali per il 2025/26 sono previste in salita a 281,55 milioni di tonnellate da 280,60 milioni del mese scorso. Movimento contrario per la stagione 2026/2027, caratterizzata da una flessione delle riserve a 276,04 milioni di tonnellate. La produzione globale di **mais** per la stagione 2025/26 rimane sostanzialmente stabile a 1.330,62 milioni di tonnellate da 1.330,81 milioni della stima precedente; per la stagione 2026/27 la proiezione aggiornata è pari a 1.293,75 milioni di tonnellate, in aumento da 1.290,95 della previsione passata. Il consumo mondiale è atteso in ampio ribasso di -6,03 milioni, da 1.325,13 milioni di tonnellate a 1.319,10 milioni, nel 2025/26, per poi recuperare nella prossima stagione a 1.320,47 milioni di tonnellate (stima confermata sui livelli del mese precedente, 1.320,23 milioni). Le importazioni mondiali sono state riviste al rialzo per il 2025/26 a 198,38 milioni di tonnellate da 196,33 milioni, risultano previste in crescita a 203,38 milioni anche per il 2026/27 (lievemente superiori rispetto a 203,11 milioni di settembre). Per le esportazioni, le stime sono passate a 215,96 milioni di tonnellate da 218,21 milioni nel 2025/26, per poi proseguire la decrescita nel 2026/27 a 210,72 milioni (in marginale rialzo rispetto alle stime di settembre: 210,08 milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 dovrebbero raggiungere 307,16 milioni di tonnellate, rispetto a 301,38 milioni previsti a settembre. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata a 1.629,13 milioni di tonnellate (da 1.629,23 milioni attesi a settembre) per poi registrare una variazione negativa nella prossima stagione (2026/27) a 1.588,85 milioni (anche se in aumento da 1.587,87 milioni previsti a settembre). Il consumo mondiale è atteso a 1.614,72 milioni di tonnellate, in diminuzione dalla precedente stima di settembre (1.620,78 milioni), e in ulteriore flessione a 1.613,97 (da 1.615,36 milioni) per la stagione a venire. Le scorte finali sono attese in espansione a 338,43 milioni di tonnellate nella stagione in corso rispetto ai 332,54 mln del mese precedente. Per il mercato della **soia**, la stima della produzione mondiale per la stagione 2025/26 è rimasta pressoché invariata a 429,19 milioni di tonnellate (dai 429,41 milioni precedenti); la previsione aggiornata per la stagione 2026/27 è invece stimata in aumento a 442,70 milioni, in rialzo marginale anche rispetto ai 442,35 milioni previsti il mese precedente. Le esportazioni sono attese a 186,42 milioni di tonnellate (in calo rispetto allo scorso mese: 187,23 milioni), mentre per la stagione 2026/27 si attende un incremento a 192,00 milioni da 191,58 milioni di tonnellate. Sono state riviste in leggera crescita le importazioni per la stagione 2025/26 di +0,75 milioni di tonnellate (a 188,53 milioni da 187,78 mln), con un rialzo ulteriore nella stima per la stagione 2026/27 (pari a 190,82 milioni di tonnellate, in aumento anche rispetto alla proiezione del mese precedente).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	504,9	-0,6	2,1	4,8	7,0
Mais ($ cent.)	455,0	0,7	-1,2	6,1	3,4
Frumento ($ cent.)	616,0	-6,7	-0,9	17,1	21,5
Soia ($ cent.)	1.241,3	2,7	5,4	16,3	20,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale: la corsa dei prezzi registrata nei mesi estivi è stata parzialmente annullata dal ribasso di settembre/ottobre, consentendo alle quotazioni di consolidare e poter ritrovare una nuova spinta rialzista. Le nostre stime sui cereali indicano una

tendenza generale improntata al moderato rialzo, visto lo storno recente e il consolidamento in atto attorno agli attuali livelli. La situazione delle esportazioni di cereali dal Mar Nero resta tesa e la FAO ha segnalato come questo possa rappresentare un forte rischio per la stabilità alimentare globale. L'Ucraina è ovviamente penalizzata da questa situazione visto che continua a far transitare circa il 90% dei propri prodotti agricoli via mare, nonostante la scarsa sicurezza su queste rotte. Per il **frumento**, i principali paesi consumatori hanno dirottato la domanda lontano dall'area di crisi, cercando soluzioni alternative, in un contesto in cui la siccità prolungata in aree chiave del Nord America ha ostacolato le prime fasi di semina del grano invernale. Rincaro dei costi di trasporto e prezzi dei fertilizzanti elevati e riduzione delle stime di produzione globale, a fronte di una domanda solida, dovrebbero precludere ulteriori ribassi e favorire un rimbalzo dei prezzi nei prossimi mesi. Situazione simile per il **mais** che dovrebbe registrare un peggioramento dei raccolti europei e nordamericani. Le rese inferiori alle attese negli Stati Uniti e la minore disponibilità commerciale dal Brasile rischiano di contrarre l'offerta globale, già scossa dalle interruzioni della catena di approvvigionamento dal Mar Nero. Un quadro che potrebbe preludere a una nuova tendenza rialzista nei prossimi due trimestri. Infine, per la **soia** il principale fattore di sostegno resta la robusta domanda d'importazione da parte della Cina, che ha incrementato i volumi di acquisto dagli Stati Uniti, come conseguenza degli accordi stipulati lo scorso anno e aggiornati durante l'incontro dello scorso mese fra Trump e Xi Jinping. Oltre a questo, l'attenzione dei mercati si sposterà sulle condizioni meteorologiche relative alla semina nell'Emisfero Sud (Brasile e Argentina). Se il maltempo incidesse sui raccolti o la domanda asiatica dovesse sorprendere al rialzo, generando un forte calo delle scorte finali, i prezzi della soia potrebbero consolidare su livelli mediamente più alti nei prossimi mesi. In conclusione, la tendenza dei prezzi di tutti i cereali, verso la fine dell'anno, ci appare orientata verso l'alto, preludio a una possibile nuova spinta rialzista, consentendoci di modificare il nostro outlook in Moderatamente Positivo da Neutrale. Le revisioni al ribasso sulle stime di produzione globale di mais e cereali, causate dal clima sfavorevole, potrebbero creare una maggior scarsità di offerta rispetto a quanto il mercato si aspetta. Il calo delle riserve dei principali produttori, unito all'aumento costante della domanda, sosterrà quindi le quotazioni scongiurando probabilmente nuovi ribassi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Mais ($ cent.)	455,0	525,0	535,0	540,0	508,1	474,0
Frumento ($ cent.)	616,0	720,0	725,0	712,5	720,0	641,3
Soia ($ cent.)	1.241,3	1.300,0	1.258,0	1.250,0	1.180,0	1.167,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Mais ($ cent.)	455,0	500	500	490	485	480
Frumento ($ cent.)	616,0	750	750	730	715	690
Soia ($ cent.)	1.241,3	1.300	1.250	1.250	1.250	1.250

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

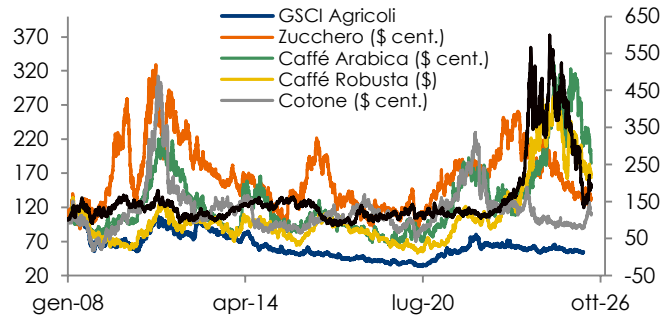
Molto più diversificato il quadro sulle soft commodity che risentono dei medesimi fattori dei cereali ma non hanno reazioni unilaterali, restando più legate a fondamentali specifici. Il nuovo aumento dei prezzi del petrolio e del gas naturale e le difficoltà di approvvigionamento di fertilizzanti e altri prodotti chimici utilizzati in agricoltura, sia dal Golfo Persico che dal Mar Nero, così come il manifestarsi delle prime conseguenze del fenomeno meteorologico de El Niño nel Sud-Est asiatico, in Africa e in Sud America, iniziano a incidere sulla stima di resa e volumi delle piantagioni.

Cotone: il rincaro del petrolio potrebbe innescare l'effetto sostituzione dei materiali sintetici con la fibra naturale (più conveniente). Dopo la pressione ribassista di settembre, il parziale recupero del cotone sui mercati internazionali in ottobre è riconducibile alle conseguenze dei rischi climatici, al calo delle scorte e all'aumento della domanda globale. Le forti precipitazioni e l'avvio della stagione degli uragani nel golfo del Messico rischiano di creare difficoltà nelle principali aree produttive del sud degli Stati Uniti (Texas, Delta del Mississippi e Alabama),

amplificando i timori sulla qualità dei bozzoli di cotone già presenti sulle piante e frenando le vendite sui mercati per paura di una forte revisione del raccolto americano. Non a caso, sia il rapporto del Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA) sia altre agenzie indipendenti hanno evidenziato una dinamica in calo delle scorte mondiali, scese ai minimi degli ultimi anni. A questo si contrapporrà, anche nei prossimi mesi, l'incremento delle importazioni di fibra grezza per sostenere l'industria tessile locale in India e Vietnam, al fine di compensare la debolezza del mercato cinese e sottrarre quote di mercato. L'attività del comparto abbigliamento e confezioni di tutto il Sud-Est Asiatico sosterrà gli acquisti di filato, evitando che il cotone scenda sotto i livelli del costo di produzione e mantenendo, a nostro avviso, una discreta pressione rialzista sulle quotazioni nei prossimi trimestri.

Zucchero: ci aspettiamo un consolidamento dei prezzi su livelli alti da qui a fine anno. L'aumento delle quotazioni dello zucchero nella prima parte di ottobre è imputabile a diversi fattori geopolitici, climatici ma anche protezionistici. Le forti piogge e le tempeste tropicali nel Centro-Sud del Brasile hanno rallentato la raccolta della canna da zucchero, riducendo le stime sul raccolto. Il rincaro del petrolio, come nel caso dei cereali, ha solo marginalmente spinto i produttori brasiliani a destinare più materiale alla produzione di biocarburanti anziché al dolcificante. In India, una stagione dei monsoni probabilmente più debole a causa della presenza de El Niño ha già iniziato a minacciare la resa delle piantagioni. Proprio a causa di questa situazione, il Governo indiano ha rinnovato le restrizioni sull'impiego della canna da zucchero per l'etanolo e limitato le esportazioni per preservare le scorte domestiche, riducendo l'offerta sui mercati mondiali. Medesima situazione in Thailandia, dove la siccità minaccia la resa delle coltivazioni di canna da zucchero, diminuendo le stime sul raccolto. Prevediamo, in linea con quanto espresso anche dalla FAO e dall'ISO (International Sugar Organization), che le quotazioni si manterranno su livelli elevati a cavallo d'anno. La solida richiesta da parte dei Paesi asiatici e medio-orientali, a fronte di scorte globali contratte e possibili delusioni sulla resa e sui volumi dei raccolti, favorirà il consolidamento dei prezzi ma senza ulteriori fiammate rialziste.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	504,9	-0,6	2,1	4,8	7,0
Cotone ($ cent.)	79,1	-0,4	2,2	22,5	23,0
Cacao ($)	5.490,0	7,6	70,6	-11,2	-9,5
Zucchero ($ cent.)	19,1	31,0	38,1	32,1	27,2
Caffè (Arabica) ($ cent.)	301,0	-7,3	-1,0	-22,9	-13,7
Caffè (Robusta) ($)	3.194,0	-17,6	-12,0	-28,0	-22,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: seppur all'interno di uno scenario con molte incertezze ci aspettiamo un recupero per entrambe le varietà di caffè, grazie anche alle attese di consumo legate alle festività di fine anno. Nel corso dell'ultimo mese e mezzo, i prezzi del caffè **Robusta** hanno registrato una flessione, condizionata dall'imminente avvio del nuovo raccolto in Vietnam (primo produttore mondiale della varietà) e dal progressivo miglioramento dell'offerta complessiva, garantita anche dalle esportazioni record di Robusta dalle piantagioni brasiliane. A frenare le quotazioni ha contribuito anche la revisione al rialzo della produzione globale per la stagione 2026/27 (+6% a/a) espressa dall'USDA (il Dipartimento dell'Agricoltura USA) a ottobre. Al contrario, sempre nell'ultimo mese, **l'Arabica** ha registrato un discreto rialzo, guidato principalmente dai timori legati alle avversità climatiche in Brasile, dove le precipitazioni irregolari minacciano la fase di fioritura nelle piantagioni. La costante contrazione delle scorte monitorate dall'ICO (International Coffee Organization) e l'apprezzamento del real brasiliano – che disincentiva le vendite da parte dei

produttori locali, spinti a trattenere il prodotto in attesa di un tasso di cambio (col dollaro) più favorevole – hanno finito per ridurre l'offerta disponibile a livello globale. Complessivamente, ci attendiamo che il basso livello delle scorte, l'incremento strutturale della domanda industriale per le miscele di entrambe le varietà, da parte dei torrefattori in vista delle festività di fine anno e le persistenti tensioni logistiche lungo le rotte marittime favoriscano un recupero simile per entrambi i contratti sul caffè, sia per fine anno che per i primi mesi del 2027.

Cacao: le tensioni rialziste potrebbero proseguire nel breve termine, per poi sfumare in un orizzonte temporale più lungo. Dopo la correzione ribassista di settembre, il consolidamento dei prezzi del cacao registrato a ottobre (con quotazioni stabili e su livelli elevati) è direttamente correlato al rischio climatico che ha coinvolto le aree produttive in Africa Occidentale. Le forti piogge e le preoccupazioni legate a malattie fungine e ritardi di raccolta in Costa d'Avorio e Ghana (principali produttori mondiali) hanno generato incertezza sulla disponibilità immediata del nuovo raccolto principale (il cosiddetto "main crop"). Anche consumi e domanda sembrano tratteggiare un quadro di recupero dei prezzi, secondo i dati dell'ECA (European Cocoa Association); i dati del 3° trimestre hanno mostrato infatti una tenuta dell'attività di trasformazione in Europa (+3,2% a/a), segnalando che i consumi industriali restano solidi, soprattutto in vista delle festività di fine anno, quando abitualmente aumenta l'utilizzo nel settore dolciario. Anche sul fronte dell'offerta emergono pressioni rialziste: l'ICCO (International Cocoa Organization) ha leggermente ridimensionato le stime di eventuale surplus per la stagione in corso, in un mercato caratterizzato da scorte ridotte e sensibili alle interruzioni delle catene di approvvigionamento e distribuzione, viste le tensioni logistiche presenti su molte delle principali rotte commerciali di consumo e fornitura. Anche l'avvicinarsi delle scadenze della normativa anti-deforestazione dell'UE potrebbe esercitare pressione sui prezzi, nella corsa alla tracciabilità di partite di cacao conformi e certificabili. Per tali ragioni pensiamo che le tensioni rialziste sui prezzi possano proseguire nei prossimi due trimestri, per poi rallentare nel corso del 2027.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Cotone ($ cent.)	79,1	81,6	81,0	80,5	81,8	80,0
Cacao ($)	5.490,0	5.750	5.400	5.750	5.670	5.300
Zucchero ($ cent.)	19,1	19,5	18,5	18,9	17,1	16,7
Caffè (Arabica) ($ cent.)	300,95	296,4	321,0	327,3	329,0	325,0
Caffè (Robusta) ($)	3.194,0	3.550	3.850	3.600	3.600	3.450

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 26.10.26	4° trim. 2026	1° trim. 2027	2° trim. 2027	Anno 2027	Anno 2028
Cotone ($ cent.)	79,1	85,0	87,0	85,0	84,0	80,0
Cacao ($)	5.490,0	6.500	6.000	5.500	5.500	4.500
Zucchero ($ cent.)	19,1	20,0	18,0	17,5	17,5	17,5
Caffè (Arabica) ($ cent.)	300,95	330	340	330	330	320
Caffè (Robusta) ($)	3.194,0	3.600	3.700	3.600	3.600	3.450

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate: tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Previous Metal Index
EPA	Enrivonmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	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 formatasi 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: é 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 Agricolture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A., senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A. di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg e FactSet. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A. e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A., all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo S.p.A attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo S.p.A (https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A., all'indirizzo: https://group.intesasanpaolo.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 separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures).

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures

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

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

Intesa Sanpaolo S.p.A. Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research
Paolo Guida

Macroeconomia e Multi-asset
Paolo Leoni
Pierleucio Riccio

Azionario
Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Obbligazionario
Serena Marchesi
Chiara Mascia
Fulvia Risso

Valute e Materie prime
Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi