

Mensile Materie Prime
Commodity: lo stallo in Medio Oriente complica lo scenario
Energia: outlook Neutrale nel breve, pesa il blocco navale nel Golfo Persico

La situazione di stallo che sta caratterizzando le ultime settimane della crisi in Medio Oriente ci costringe a rimodulare le previsioni sul comparto dell'Energia. L'outlook torna Neutrale da Positivo nel breve termine: la scarsa visibilità sull'esito delle trattative fra USA e Iran non consentirà a petrolio e gas naturale di stornare velocemente, anche in caso di rapido ripristino dei flussi dal Golfo Persico, a causa dei tempi tecnici di riequilibrio del mercato fisico.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, rallenta ancora la dinamica rialzista

Il calo degli investimenti nei Preziosi, tradizionalmente considerati un bene rifugio nei periodi di turbolenza, è in linea con il persistente timore per l'inflazione dovuto al rincaro dell'energia. Uno scenario che veda tassi di interesse più elevati favorisce l'acquisto di titoli di Stato da parte degli investitori più prudenti, a scapito dei Preziosi, che restano un asset class che non genera rendimento, al contrario delle obbligazioni che staccano cedole periodiche.

Metalli industriali: outlook Neutrale, continua il consolidamento su livelli alti

Il comparto dei Metalli, al netto dei rialzi delle ultime settimane, resta saldamente bloccato all'interno di un canale laterale che potrebbe portare al consolidamento delle quotazioni di tutte le sue principali componenti su livelli alti. L'alluminio resta, senza dubbio, il metallo maggiormente investito dalle conseguenze della crisi in Medio Oriente.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale da Positivo, la crisi rende incerto lo scenario

La decisione del presidente Trump di disporre il blocco navale dello stretto di Hormuz e gli scarsi progressi nelle trattative di pace stanno prolungando una crisi che rischia di incidere sui costi di produzione agricola. Le principali criticità sono l'aumento del prezzo dei fertilizzanti, i rincari del gasolio per uso agricolo e le difficoltà nelle catene di approvvigionamento. Il rialzo dei prezzi pensiamo sarà più evidente sui cereali che sui coloniali, ma oltre il nostro orizzonte previsivo di riferimento.

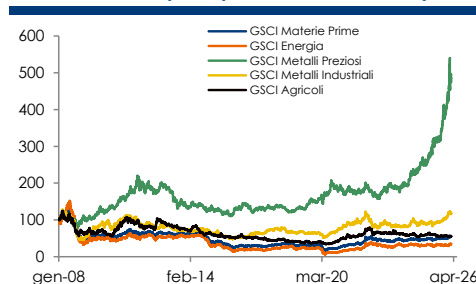
Soft Commodity:

- Cotone:** il rincaro delle fibre sintetiche potrebbe sostenere nel breve i prezzi del cotone.
- Zucchero:** il rincaro petrolifero stimola la produzione di etanolo a scapito del dolcificante.
- Caffè:** prezzi stabili per entrambe le varietà di caffè mentre prosegue la crisi nel Golfo.
- Cacao:** il rafforzamento del dollaro e l'incremento delle scorte pesano sulle quotazioni.

Performance degli indici commodity

	Valore 28.04.26	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.669,2	44,8	49,3	133,8
GSCI Energia	1.155,4	91,3	69,5	230,9
GSCI Met. Preziosi	5.205,3	5,6	98,6	152,3
GSCI Met. Industriali	2.369,6	11,3	32,1	41,5
GSCI Prod. Agricoli	502,7	6,5	-4,0	4,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 28.04.2026

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

29 aprile 2026 - 16:02 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Mario Romani

Analista Finanziario

29 aprile 2026 - 16:07 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Apr.	Mar.
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	74,0	-19,9
Brent	82,8	-18,5
Gas naturale	-30,6	1,5
Gasolio	98,1	-10,4
Oro	5,8	64,4
Argento	3,7	141,4
Rame	4,9	41,7
Alluminio	18,1	17,4
Zinco	8,1	4,7
Nickel	16,8	8,6
Mais	5,7	-4,0
Frumento	28,0	-8,1
Soia	13,8	3,2
Caffè (Arabica)	-12,1	9,1
Cotone	20,3	-6,0

Fonte: Bloomberg, Dati 28.04.2026

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 28.04.2026 (salvo diversa indicazione).

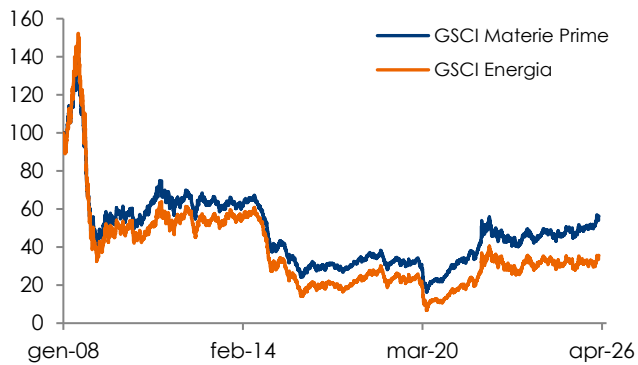
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: lo stallo nella crisi rischia di prolungare lo shock energetico

Le reciproche accuse e il blocco navale, attuato da Iran e Stati Uniti nello Stretto di Hormuz, complicano i negoziati. I negoziati USA-Iran, in corso in Pakistan, restano bloccati più dalla forma che dalla sostanza. Trump non perde occasione per attaccare in modo aggressivo la controparte iraniana, scatenando l'ira di Teheran che ritiene il linguaggio minaccioso e inaccettabile, col risultato di ostacolare i colloqui. Allo stesso modo, il blocco navale dello Stretto di Hormuz, imposto dagli USA alle navi iraniane, resta percepito come una coercizione più che come una pressione negoziale. All'interno dell'amministrazione USA iniziano ad emergere alcune fratture, fra chi vede nella pressione economica prolungata un modo per ottenere concessioni maggiori e chi teme possa rivelarsi un'arma a doppio taglio, spingendo eccessivamente in alto i prezzi dell'energia e minando il consenso dell'elettorato americano. Nel frattempo, seppur la tregua sembri reggere mancano i progressi concreti, e i mercati reagiscono con nervosismo alle tensioni provenienti dal Golfo Persico. La sensazione è che la risoluzione della crisi in Medio Oriente non sia così vicina e che gli effetti negativi sul comparto delle Materie Prime possano risultare maggiori del previsto, nonostante tutti dichiarino di voler raggiungere un accordo sulla questione. Il perdurare della crisi ha fatto svanire il cauto ottimismo attorno alla tenuta del ciclo economico mondiale, il cui moderato rallentamento rischia di trasformarsi in una vera e propria crisi economica, se il blocco delle forniture di gas e petrolio che ha rincarato i costi energetici dovesse prolungarsi. Non essendo chiare quali saranno l'evoluzione, la durata e l'esito stesso del conflitto sono aumentati i timori per l'economia mondiale e i mercati finanziari. La sensazione è che maggiore sarà la durata della crisi e più ampi saranno i contraccolpi globali visto anche il ritorno delle preoccupazioni sull'inflazione. Un prolungato shock energetico rischierebbe di incidere sul già debole ciclo economico mondiale. Una prospettiva che preoccupa le banche centrali dei principali paesi, per il momento ancora prudenti sulle scelte di politica monetaria.

L'OPEC+ aumenta l'offerta di altri 206.000 barili dal 1° maggio. Nell'incontro di domenica 5 aprile l'OPEC+ ha deciso di aumentare ulteriormente la propria offerta petrolifera dal 1° maggio. Gli otto paesi (Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman) che effettuavano i tagli volontari, amplieranno la produzione di 206.000 barili al giorno. L'incremento deciso rischia di restare però solo sulla carta, visto che con il blocco dello stretto di Hormuz si sono praticamente interrotte le esportazioni via mare di Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait e Iraq, i principali produttori mediorientali che potrebbero aumentare in maniera consistente l'offerta di greggio. L'OPEC+ ribadisce inoltre che qualsiasi azione che metta a rischio la sicurezza dell'approvvigionamento energetico, attraverso sia attacchi alle infrastrutture che il blocco delle rotte marittime, aumenta la volatilità del mercato e indebolisce gli sforzi collettivi per sostenere la stabilità dei prezzi e l'equilibrio del mercato fisico. I Produttori hanno avvertito che il ripristino degli impianti danneggiati dalla guerra sarà costoso e richiederà molto tempo, lasciando intendere che le turbolenze sul prezzo del greggio sono destinate a protrarsi anche in caso di cessate-il-fuoco fra Washington e Teheran. Infine, il Comitato tecnico JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee) ha lodato la decisione di alcuni produttori che hanno adottato iniziative per garantire la continuità delle forniture, in particolare attraverso l'utilizzo di rotte marittime diverse o aumentando il flusso attraverso gli oleodotti alternativi, contribuendo a ridurre la volatilità del mercato. Dal punto di vista strategico, tiene banco "la scioccante decisione" (così viene definita da un comunicato rilasciato dall'OPEC) degli Emirati Arabi Uniti di uscire dal Cartello (e quindi anche dall'OPEC+), che ha colto di sorpresa i suoi partner, con cui collaborava da sei decenni all'interno dell'organizzazione dei produttori. Al netto delle mai sopite tensioni fra Emirati e Arabia Saudita, è difficile interpretare questa mossa che certamente è finalizzata a svincolarsi dal rigido sistema delle quote produttive imposte ma che si scontra con l'impossibilità, oggettiva in questo momento, di ampliare il proprio export, visto il blocco della navigazione nello Stretto di Hormuz. L'irritazione dei Sauditi potrebbe portare alla rottura della partnership tra i due paesi, legata all'utilizzo degli oleodotti che bypassano Hormuz e scaricano il petrolio via tubo sulle coste del Mar Rosso, per poi essere imbarcato e transitare verso i porti europei attraverso il Canale di Suez oppure verso i mercati asiatici. L'OPEC+ tornerà a riunirsi il prossimo 3 maggio.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

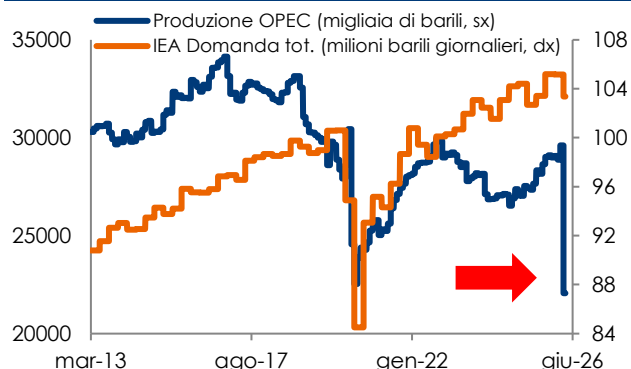
Performance di lungo termine

	Valore 28.04.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	5.669,2	44,8	49,3	133,8
GSCI Energia	1.155,4	91,3	69,5	230,9
WTI (\$)	99,9	74,0	20,9	53,7
Brent (\$)	111,3	82,8	24,3	65,4
Gas Naturale (\$)	2,6	-30,6	26,1	-12,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

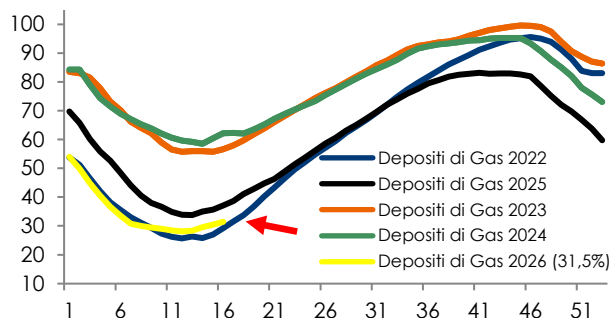
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Secondo il Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di aprile, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi al livello record di 105,2 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a, da 105,1 mb/g del mese scorso) per poi toccare un nuovo massimo storico di 106,5 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g a/a, invariata rispetto alla stima precedente) e 107,9 mb/g nel 2027 (+1,4 mb/g a/a, invariata rispetto a stima precedente). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe attestarsi a 54,8 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariata rispetto al mese scorso) e a 55,4 mb/g nel 2027 (+0,6 mb/g a/a, invariata). La domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata a 42,9 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariata rispetto alla stima del mese scorso) e 43,6 mb/g nel 2027 (+0,7 mb/g a/a, invariato). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono aumentate di circa 6,2 milioni di barili, attestandosi a 2.826 milioni complessivi (2.824 mln il dato precedente), corrispondenti a 62,5 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di aprile (**OMR**), ha di fatto azzerato le sue stime di surplus di petrolio globale per il 2026 a causa del crollo dell'offerta in arrivo dal Golfo Persico, dovuta al conflitto con l'Iran. L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,5 mb/g nel 2024 (in rialzo da 103,3 mb/g di marzo) a 104,3 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, da 104,1 mb/g del mese scorso) e rimanere stabile a 104,3 mb/g nel 2026 (rispetto a 104,8 mb/g previsti a marzo). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,3 mb/g nel 2024 (invariato rispetto al mese scorso) a 72,1 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariato da marzo) e a 72,8 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g a/a, rispetto a 73,2 mb/g 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 27,7 mb/g nel 2024 (vs. 27,5 mb/g del mese precedente) a 26,4 mb/g nel 2025 (-1,3 mb/g a/a, invariato del mese precedente) e rimarrà stabile a 26,4 mb/g anche nel 2026 (rivisto rispetto ai 26,0 mb/g di marzo). Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di aprile, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si stima che il consumo globale di petrolio si attesti a 104 mb/g nel 2025 (in leggero aumento da 103,9 mb/g dello scorso mese), a 104,6 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, in calo da 105,2 mb/g precedenti) e a 106,2 mb/g nel 2027 (+1,6 mb/g a/a, -0,4 mb da 106,6 mb/g stimati a marzo), rimanendo nei pressi dei livelli massimi. Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC rimanga a 72,5 mb/g nel 2025 (invariato), salga a 72,9 mb/g nel 2026 (+0,4 mb/g a/a, -0,8 mb da 73,7 mb/g precedenti) e poi a 74,8 mb/g nel 2027 (+1,9 mb/g a/a, e -0,2 mb da 75 mb/g di marzo). L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 33,8 mb/g nel 2025 (invariato dal mese scorso) e a 31,4 mb/g nel 2026 (-2,4 mb/g a/a, in ribasso di -2,0 mb da 33,4 mb/g precedenti) per poi aumentare a 34,6 mb/g nel 2027 (+3,2 mb/g a/a, invariato da marzo). Secondo le stime dell'EIA, il surplus produttivo globale è stimato decrescere decisamente nel 2026, attestandosi ora a 1,2 milioni di barili (-2 mln di barili rispetto alle stime di marzo), per poi risalire a 3,8 milioni nel 2027 (+0,7 mln rispetto al mese scorso).

Produzione petrolifera OPEC e domanda mondiale IEA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA, dati al 31.03.2026

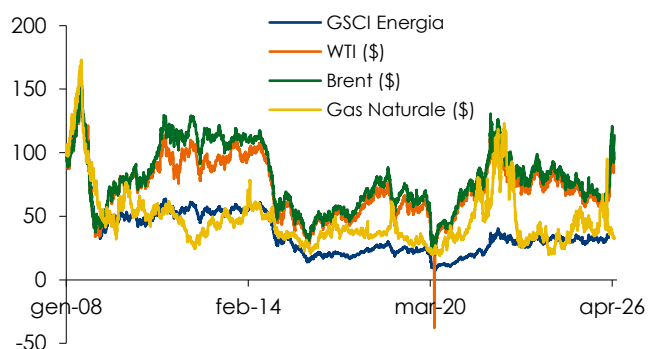
Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 26.04.2026 (in ascissa è indicato il numero della settimana)

Il TTF (il gas europeo) consolida ma restano alti i timori sulla fragilità intrinseca del sistema energetico europeo.

Per l'Unione Europea non si osservano rischi immediati sul fronte della sicurezza dell'approvvigionamento di gas, ma è necessario prevedere e coordinare eventuali misure in vista del ripristino delle riserve per il prossimo inverno al fine di evitare la forte erosione dei livelli di stoccaggio avvenuta la scorsa stagione. L'annuncio del cessate-il-fuoco nel conflitto mediorientale e i round di negoziati USA-Iran in corso hanno avuto un effetto stabilizzatore sul mercato, con un conseguente calo dei prezzi del gas a livello globale, dai massimi delle scorse settimane. Secondo la Rete europea degli operatori dei sistemi di trasmissione del gas (ENTSOG), sotto il profilo degli approvvigionamenti del gas al momento la situazione sarebbe sotto controllo. L'obiettivo prefissato dalla UE è raggiungere circa il 90% di riempimento delle riserve entro il 31 ottobre 2026, partendo da un livello iniziale del 28% registrato il 1° aprile. **Il rapporto "Summer Supply Outlook 2026" curato dall'ENTSOG** ha valutato la disponibilità di GNL, la presenza di forniture di gas russo e il livello di domanda per determinare gli impatti sul sistema energetico per l'estate 2026. Con una piena disponibilità di GNL e il mantenimento dei flussi russi contrattualizzati, il blocco dei paesi UE potrebbe raggiungere un livello medio di stoccaggio del 92% entro la data del 31 ottobre. In caso di interruzione russa, il livello scenderebbe all'86%, richiedendo un prolungamento del periodo di riaccumulo delle riserve fino al mese di novembre. Se la disponibilità di GNL sul mercato globale si riducesse del 20%, complicando l'azione di acquisto dei paesi europei, i livelli di stoccaggio si fermerebbero al 76% o addirittura al 70% se anche le forniture di gas russo dovessero interrompersi. Le stesse stime fatte da ENTSOG hanno riguardato anche il livello a cui si troverebbero i depositi europei alla fine della prossima stagione fredda. Con forniture di gas russo intatte, il sistema energetico europeo terminerebbe l'inverno con stoccaggi pieni al 47%. Se tuttavia Mosca chiudesse i rubinetti durante la fase critica dei consumi invernali, in maniera non prevista, a fine stagione gli stoccaggi sarebbero pieni solo al 36%. Se addirittura si verificasse uno stop totale delle forniture russe (sia gas liquefatto che via tubo), sempre nel pieno dei consumi per il riscaldamento degli ambienti, il livello dei depositi potrebbe abbassarsi fino all'11% al termine dell'inverno. In conclusione, anche nell'ipotesi favorevole di una rapida conclusione del conflitto mediorientale con limitate conseguenze sugli approvvigionamenti nei mesi estivi, i prezzi di gas ed energia in Europa resteranno comunque più alti che prima dell'inizio del conflitto, a causa dell'ineludibile necessità di riaccumulare velocemente le scorte di gas prima del prossimo inverno.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	1.155,4	70,4	45,9	56,3	91,3
WTI (\$)	99,9	52,8	65,2	65,4	74,0
Brent (\$)	111,3	62,7	72,8	68,9	82,8
Gas Naturale (\$)	2,6	-34,7	-24,2	-24,4	-30,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Positivo nel breve e Moderatamente Negativo nel lungo termine: l'incertezza sull'esito della crisi in Medio Oriente e il perdurare dello stallo nelle trattative fra le parti, durante questa fragile tregua, stanno rendendo ancor più complicato lo scenario su petrolio e gas naturale.

La situazione di stallo e incertezza che sta caratterizzando le ultime settimane della crisi nel Golfo Persico ci costringe a rimodulare le nostre previsioni sul comparto dell'Energia. L'outlook torna Neutrale da Positivo nel breve termine; la scarsa visibilità sull'esito delle trattative fra USA e Iran non consentirà a petrolio e gas naturale di stornare eccessivamente, mantenendo alta la tensione su tutto il comparto energetico anche nel caso in cui si giungesse a un accordo nelle prossime settimane e si sbloccassero i flussi dal Golfo Persico. Il riequilibrio del mercato fisico di petrolio e gas naturale necessiterebbe comunque qualche settimana di assestamento e non sarebbe immediato. Outlook Moderatamente Negativo invece nel lungo termine: il raggiungimento di un'intesa che portasse allo sblocco dello Stretto di Hormuz e al ripristino del traffico navale, tolto il fisiologico periodo di assestamento di cui sopra, potrebbe portare nell'arco di pochi mesi a un rientro delle quotazioni su livelli più bassi rispetto agli eccessi delle scorse settimane. Sulla base di questo scenario, il picco massimo di tensione su WTI e Brent resta collocato nel 2° trimestre, con prezzi medi rispettivamente visti a 90 e 100 dollari al barile. La restante parte dell'anno dovrebbe invece registrare un graduale storno dei prezzi che manterrà le quotazioni di entrambi i contratti, comunque, al di sopra dei livelli che hanno preceduto lo scoppio delle ostilità. I rischi di un prolungamento maggiore degli effetti negativi della crisi in Medio Oriente sul gas europeo appaiono meno probabili rispetto al mese scorso, spingendoci a ridurre il prezzo medio annuale nel 2026 a 46,2 euro per MWh da circa 59 euro nel pieno del conflitto, lo scorso marzo, a patto che il mercato fisico del metano torni in equilibrio e rientrino le distorsioni generate dalle tensioni geopolitiche, fra cui anche la questione russo-ucraina.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	99,9	74,9	69,8	66,0	66,0	65,0
Brent (\$)	111,3	89,0	75,4	75,4	69,9	69,5
Gas Naturale (\$)	2,6	3,4	3,6	4,1	3,8	3,9

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

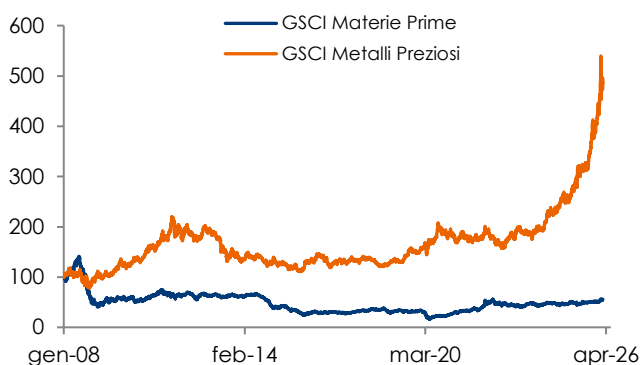
	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	99,9	90,0	81,0	66,0	77,3	61,0
Brent (\$)	111,3	100,0	85,0	70,0	83,3	65,0
Gas Naturale (\$)	2,6	3,2	3,6	4,0	3,6	4,0
TTF (€/MWh)	43,4	45,0	45,0	55,0	46,2	32,3

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: restano marginali rispetto alla crisi in Medio Oriente

La crisi nel Golfo Persico spinge il petrolio ai massimi ma i Metalli preziosi vanno in controtendenza. I Metalli preziosi, dopo aver segnato nuovi massimi a gennaio, continuano ad esprimere un andamento laterale che mantiene le quotazioni su livelli alti ma al di sotto dei record, dimostrando di trovarsi a margine delle tensioni generate dal conflitto in Medio Oriente. La forte instabilità in Medio Oriente e lo stallo nelle trattative fra USA ed Iran mantengono alta l'avversione al rischio degli investitori, che si è però scaricata sul dollaro statunitense e sul franco svizzero piuttosto che su oro e argento. Come già detto nelle scorse settimane, il ritorno di forza della valuta americana e la sua stabilizzazione l'hanno fatta tornare a contendere il ruolo di investimento difensivo all'oro, grazie al maggior appeal esercitato verso gli investitori più prudenti. Il rincaro di gas e petrolio rischia di surriscaldare strutturalmente il prezzo dei carburanti e dell'energia, complicando i piani di tutte le principali banche centrali, timorose di dover inasprire la loro politica monetaria per contrastare il possibile ritorno dell'inflazione. Per tali ragioni, i Metalli preziosi, che si sono mossi in controtendenza allineandosi ai ribassi dei listini azionari, rischiano di essere penalizzati dal rialzo dei tassi di interesse. Una prospettiva che potrebbe spingere gli investitori a tornare con forza sui titoli governativi che garantiscono rendimenti periodici attraverso il flusso cedolare, al contrario di oro e argento. Ribadiamo la sensazione che siano state liquidate molte posizioni in guadagno su oro e argento (e sul mercato azionario), dall'inizio delle tensioni in Medio Oriente, proprio per riposizionarsi velocemente sul comparto Energia e sfruttare i rialzi di metano e greggio; per questo motivo, l'oro mostra più di un segnale di fatica nella sua dinamica rialzista.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

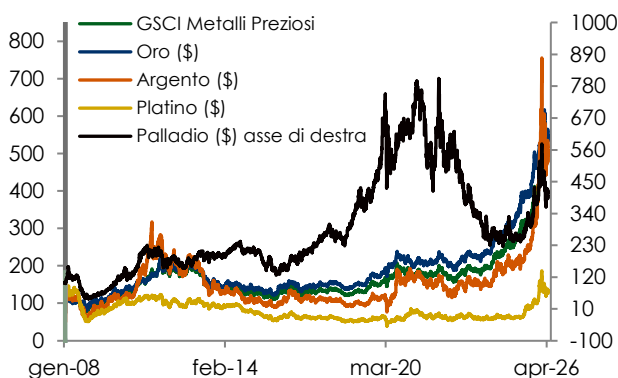
	Valore 28.04.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.669,2	44,8	49,3	133,8
GSCI Met. preziosi	5.205,3	5,6	98,6	152,3
Oro (\$)	4.592,4	5,8	96,0	159,6
Argento (\$)	73,2	3,7	167,5	181,4
Platino (\$)	1.954,8	-4,3	105,3	63,2
Palladio (\$)	1.467,2	-8,9	50,8	-50,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Permane il consolidamento su prezzi alti ma si riduce ulteriormente la prospettiva di possibili nuovi slanci rialzisti. Il calo dell'oro ma anche dell'argento (meno per platino e palladio) è dovuto alle scelte degli investitori che si allontanano dai Preziosi a causa del rinnovato timore di inflazione. Si tratta di una novità, tenuto conto della loro natura di bene rifugio a fronte dell'instabilità in Medio Oriente e della totale incertezza che grava sull'esito delle trattative fra USA e Iran, da tempo in stallo. L'oro, dopo la straordinaria performance del 2025, ha registrato nuovi massimi storici a gennaio (area 5.550 dollari), a cui è seguita (ed è tuttora in corso) un'ampia fase di prese di beneficio da parte degli investitori, che hanno liquidato le loro posizioni sul metallo aureo per riposizionarsi su petrolio e gas naturale, inseguendo il rincaro dei contratti sull'energia, generato dal blocco dei flussi dal Golfo Persico. Ribadiamo come l'attuale dinamica esprima una minor forza rialzista, diventando un robusto consolidamento su livelli alti ma senza la prospettiva di nuovi massimi. Ragionamento non dissimile per l'argento, salito al massimo di tutti i tempi in area 120 dollari l'oncia a fine gennaio e ora in deciso ritracciamento intorno ai 70 dollari. Il rialzo è stato, a nostro avviso, favorito anche dalla maggior convenienza nell'acquisto da parte dei piccoli investitori, visto il valore unitario più basso dei singoli contratti finanziari (90-100 dollari rispetto ai 5.000 dell'oro, nei momenti di massima tensione rialzista). L'argento è stato infatti il metallo

preferito nelle scelte speculative proprio degli investitori più piccoli, con liquidità più limitata ma comunque desiderosi di cavalcare il rialzo dei Preziosi. Il forte storno in atto potrebbe risultare quindi amplificato nel portafoglio proprio di questa tipologia di soggetti più fragili. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto sono i fattori che stanno invece sostenendo ancora **platino** e **palladio**, che non a caso hanno confermato, anche questo mese, di limitare i ribassi (rispetto a oro e argento), benché entrambi si siano allontanati dai record di inizio anno. Il platino resta più esposto alla domanda di investimento puramente finanziaria, risultando più volatile. Il palladio è invece più correlato agli utilizzi industriali e scosso dal rincaro dei costi energetici anche se la prospettiva di nuovi investimenti post-bellici in Medio Oriente, per ripristinare infrastrutture e impianti, potrebbe essere un fattore di ulteriore sostegno rialzista.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	5.205,3	-16,8	18,6	42,5	5,6
Oro (\$)	4.592,4	-13,9	15,0	38,0	5,8
Argento (\$)	73,2	-36,2	52,2	119,9	3,7
Platino (\$)	1.954,8	-25,0	22,3	98,6	-4,3
Palladio (\$)	1.467,2	-26,9	3,3	55,9	-8,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento, ribadendo la sensazione che la dinamica rialzista sia in deciso rallentamento.

Il calo degli investimenti in Metalli preziosi, tradizionalmente considerati un bene rifugio nei periodi di turbolenza, è in linea con i timori per l'inflazione, a causa del rincaro dell'energia. L'avversione al rischio degli investitori, dovuta all'incertezza sull'esito della crisi in Medio Oriente, continua a non coinvolgere oro e argento. Uno scenario futuro che veda tassi di interesse più elevati, al netto della cautela espressa da tutte le banche centrali dei principali paesi importatori di energia, favorisce l'acquisto di titoli di Stato, a scapito dei Preziosi, che restano un'asset class che non genera rendimento, al contrario delle obbligazioni che remunerano i sottoscrittori tramite cedole periodiche. Confermiamo il ribasso in termini di obiettivi di prezzo medio trimestrale per oro e argento, rispetto alle quotazioni attuali, restando allineati alla maggior parte degli analisti di mercato che ridimensionano costantemente anche i target del prossimo biennio. Nel corso del 2026 prevediamo invece un consolidamento su livelli medio-alti per platino e palladio, come conseguenza del loro utilizzo industriale che li discosta dalla classica visione di bene rifugio. La performance del comparto resterà legata all'evoluzione dello scenario geopolitico e macroeconomico, nonché alle future scelte di politica monetaria delle banche centrali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.592,4	4.650,0	4.800,0	4.900,0	4.775,0	4.700,0
Argento (\$)	73,2	74,0	75,0	72,3	75,0	65,0
Platino (\$)	1.954,8	1.928,7	1.970,2	1.950,0	2.042,5	1.974,6
Palladio (\$)	1.467,2	1.500,0	1.500,0	1.550,0	1.552,5	1.465,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.592,4	4.500	4.200	4.000	4.391	4.200
Argento (\$)	73,2	72,0	60,0	50,0	66,5	50,0
Platino (\$)	1.954,8	2.000	2.000	1.950	2.040	1.956
Palladio (\$)	1.467,2	1.500	1.500	1.490	1.550	1.431

Fonte: Intesa Sanpaolo

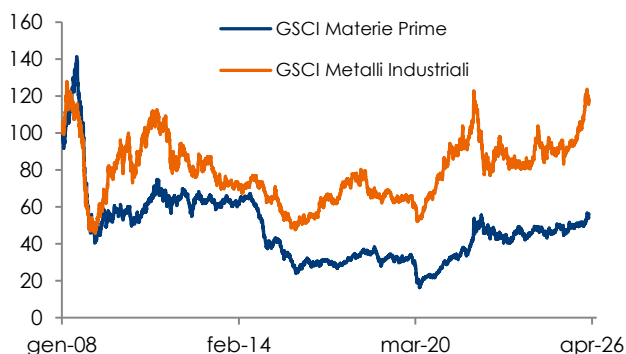
Metalli industriali: prosegue il consolidamento dei prezzi su livelli alti

Il prolungato blocco dello Stretto di Hormuz inizia a pesare sul comparto dei Metalli industriali. Il comparto dei Metalli industriali è sotto pressione in maniera critica da circa un mese: l'indice aggregato dei sei principali metalli ha registrato un rialzo che sfiora il 12% nelle ultime quattro settimane. Una performance positiva che non è affatto guidata da una spinta organica della domanda ma è solo un riflesso della crisi dei trasporti nel Golfo Persico. La paralisi dello Stretto di Hormuz sta agendo da catalizzatore, trasformando la volatilità geopolitica in un rischio strutturale per tutte le catene di approvvigionamento globali. Le commodity chiave (oltre il petrolio) direttamente esposte al prolungato blocco dei transiti navali in quell'area sono: il gas naturale liquefatto (GNL), il gas di petrolio liquefatto (LPG), la nafta, l'ammoniaca, l'urea, lo zolfo, l'alluminio (ma anche zinco e semilavorati in acciaio, rame e nickel) e l'elio. Il blocco delle rotte nel Golfo Persico colpisce le industrie energivore, portando a rincari nella filiera siderurgica e dei metalli non ferrosi. Il taglio della capacità produttiva di metalli ferrosi in Medio Oriente si innesta in un mercato che era già in forte crisi, coi costi energetici a livello globale che rischiano di incidere in maniera preponderante sul comparto siderurgico.

Europa e Cina restano penalizzati dalla crisi in Medio Oriente. Si accentuano i timori per le economie di Europa e Cina, visto il prolungarsi della crisi in Medio Oriente. Con i prezzi del gas naturale e dell'energia elettrica in costante fibrillazione, i margini delle fonderie erano già da mesi sotto pressione, portando a un incremento dei costi di produzione dell'acciaio, mentre l'incertezza sui trasporti marittimi sta già spingendo verso l'alto i noli e allungando i tempi di consegna. Per avere una panoramica concreta dei rischi che corre l'economia in **Europa** è necessario spostare l'attenzione anche sulle materie prime non energetiche. Dietro volumi che possono sembrare marginali rispetto al greggio e al gas naturale si nascondono filiere commerciali e processi manifatturieri che rischiano il collasso. Per questi motivi, per l'Europa questa situazione si traduce non solo in pressioni sui prezzi energetici, ma anche in maggiore volatilità nei costi delle materie prime industriali. Le catene del valore della plastica, del settore Auto, l'industria degli elettrodomestici e il settore delle costruzioni risultano fortemente esposti a interruzioni e rincari, in un contesto in cui la disponibilità e il prezzo della materia grezza possono influenzare sia le scelte di investimento sia la velocità della transizione o addirittura dell'abbandono di alcuni processi manifatturieri. Per l'Europa la situazione è ancora più critica; i flussi di laminati dai paesi del Golfo sono diventati fondamentali, specie dopo l'introduzione del CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism – il meccanismo "green" dell'Unione Europea che applica un sovrapprezzo al carbonio contenuto nei beni importati ad alta intensità di emissioni). Lo shock energetico conseguente alla chiusura dello Stretto di Hormuz impatterà anche sul ciclo economico in **Cina** ma probabilmente in misura inferiore a quanto ci attendiamo. Mentre ci si concentra su petrolio a 100 dollari, volatilità dei mercati, aspettative di inflazione in rialzo e future mosse di politica monetaria delle banche centrali, Pechino lavora per non rappresentare più solo il paese con la maggiore domanda marginale di materie prime. Nel solo 2025 l'impegno cinese in metalli e miniere attraverso la **BRI (Belt and Road Initiative)** – il quadro strategico di norme di sviluppo del sistema economico cinese) ha toccato un nuovo record di oltre 32 miliardi di dollari, con focus precisi su rame, alluminio, nickel e terre rare, soprattutto in Asia Centrale e Africa. L'obiettivo non è commerciale o di breve durata ma è un vero e proprio sviluppo di catene logistiche, porti, ferrovie e raffinerie volte a garantire flussi stabili verso l'economia cinese, indipendentemente dalle turbolenze geopolitiche del momento. Con il 15° Piano Quinquennale (2026-2030) la Cina sta promuovendo un rapido passaggio verso un'economia più equilibrata, che punti maggiormente sui consumi interni e sulla sicurezza strategica delle risorse, abbandonando il vecchio modello di crescita basato sul mercato immobiliare e sull'export a basso valore aggiunto. Essendo nella fase iniziale di questo processo di trasformazione, la crisi del trasporto navale a Hormuz spinge le analisi verso il classico concetto di "debolezza cinese" guardando al settore immobiliare o alle difficoltà nella concessione del credito in un comparto maturo come quello delle costruzioni. E' infatti ancora difficile cogliere i germogli del cambiamento strutturale che Pechino sta costruendo partendo proprio dal controllo della filiera delle commodity, ancorandolo indissolubilmente alla propria sicurezza nazionale e allo sviluppo

tecnologico, proprio per evitare in futuro di avere quei contraccolpi che probabilmente avrà a seguito di quest'ultima crisi.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.04.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.669,2	44,8	49,3	133,8
GSCI Industriali	2.369,6	11,3	32,1	41,5
Rame (\$)	13.036,5	4,9	30,8	32,0
Alluminio (\$)	3.538,5	18,1	37,7	47,5
Zinco (\$)	3.370,5	8,1	18,5	15,4
Nickel (\$)	19.450,0	16,8	1,8	11,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i prezzi recuperano tornando vicino ai massimi storici. Le preoccupazioni per la continua chiusura dello Stretto di Hormuz e per la mancanza di progressi nei colloqui di pace tra Stati Uniti e Iran stanno incidendo sui prezzi del rame. Il comparto si trova ad affrontare pressioni contrastanti, dovute sia alla preoccupazione per la debolezza dell'attività economica che incide sulla domanda, sia alle potenziali interruzioni delle forniture causate dalla carenza di acido solforico. La Cina riduce l'offerta e anche Congo e Cile rischiano tagli produttivi. La volatilità è alta e, tra molte incertezze, il sentiment resta comunque rialzista. Negli scorsi giorni, i prezzi sono stati inoltre sottoposti a ulteriore volatilità dopo che l'International Copper Study Group ha annunciato che il mercato globale del prodotto raffinato potrebbe registrare un surplus nel 2026, anche se prosegue il calo delle scorte alla borsa di Shanghai, diminuite del 16,3% nella settimana del 13-17 aprile (e di oltre la metà dal 1° marzo al 17 aprile); un quadro composto da elementi anche in contrasto fra loro. Al netto delle tensioni di breve, appare evidente la capacità del rame di mantenere livelli elevati di prezzo nonostante un contesto macroeconomico molto incerto. Questo suggerisce che esiste una domanda sottostante più solida di quanto appaia, legata al processo di cambiamento tecnologico che è tutt'ora in atto e che, a causa della crisi in Medio Oriente, è passato solo in secondo piano. Non si tratta di movimenti speculativi, ma di un posizionamento progressivo e strutturale che dovrebbe alimentare una dinamica di consolidamento, come evidenziato dalle nostre previsioni.

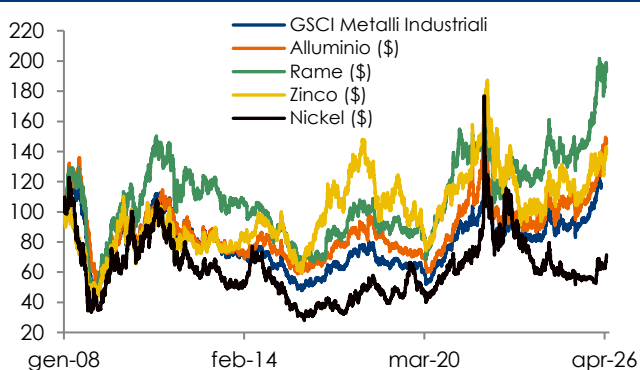
Alluminio: il deficit strutturale alimenta il consolidamento dei prezzi. Il mercato dell'alluminio oscilla tra tregue illusorie e tensioni reali: lo scenario in Medio Oriente spinge verso un deficit strutturale che sostiene i prezzi nonostante la volatilità ma, come nel caso del rame, il quadro è carico di moltissimi elementi di incertezza, alcuni in contrasto fra loro, rendendo difficile prevedere le future evoluzioni. Il prolungamento della tregua può illudere i mercati circa una rapida risoluzione ma non può cambiare la realtà dei fondamentali. Il prezzo dell'alluminio è aumentato del 45% negli ultimi dodici mesi, superando i 3.500 dollari per tonnellata. Un incremento che rischia di tradursi rapidamente in un aumento dei costi lungo tutta la filiera, con effetti diretti in molti settori, non solo quello strettamente siderurgico. Il packaging alimentare potrebbe registrare un aumento dei costi fino al 25% con conseguenze sul prezzo finale dei prodotti per i consumatori, in particolare in Europa. Stesso discorso per le confezioni dei farmaci: +18% in Europa. Anche il settore Auto è sotto pressione: l'alluminio è fondamentale per alleggerire i veicoli e migliorarne l'efficienza e l'attuale situazione ha già determinato un aumento dei costi di produzione del 20% in Europa. I nostri timori relativi al fragile equilibrio fra domanda e offerta, specie in Europa, si sono quindi concretizzati, a causa dei riflessi delle tensioni geopolitiche sull'offerta di alluminio. Se il blocco di Hormuz dovesse finalmente risolversi –

considerando che il fermo degli impianti in essere è dovuto più alla cautela o alla mancanza di materia grezza da lavorare che non a effettivi danneggiamenti – è possibile che l'attuale pressione rialzista si smorzi, lasciando spazio a un consolidamento dei prezzi.

Zinco: i prezzi resteranno stabilmente all'interno di un movimento laterale. Lo zinco resta solo parzialmente coinvolto dalle turbolenze di mercato legate al costante blocco della navigazione nello stretto di Hormuz, con l'aumento delle scorte e il rafforzamento del dollaro USA che rappresentano i due elementi negativi per il sentiment degli operatori. Il recente rialzo dei prezzi riflette le preoccupazioni sull'offerta e le aspettative di una domanda derivante dalla ricostruzione in Medio Oriente, quando finalmente si giungerà a un accordo e cesserà il conflitto nel Golfo Persico. L'aumento dell'offerta e la domanda piuttosto contenuta proveniente dalla Cina potrebbero portare a un surplus di produzione sul mercato globale, nel corso dell'anno, limitando i futuri rialzi del comparto. Un quadro che pensiamo possa perdurare stabilizzando il movimento laterale delle quotazioni dello zinco.

Nickel: la riduzione dell'eccesso produttivo dall'Indonesia e la carenza di prodotti chimici sostengono i prezzi. Non cambia lo scenario del nickel che resta legato alle scelte dell'Indonesia, primo produttore al mondo, e nel breve alla difficoltà di reperire prodotti chimici a base di zolfo a causa del blocco dei transiti navali da Hormuz. Il nickel ha raggiunto il livello intraday più alto degli ultimi due anni, negli scorsi giorni, grazie ai tagli alle quote minerarie del principale produttore mondiale: l'Indonesia. A questo elemento si è sommata la carenza globale di zolfo, che ha ridotto le prospettive di offerta per il metallo lavorato utilizzato nelle batterie delle auto elettriche e dei dispositivi elettronici. I future sul London Metal Exchange sono aumentati di circa il 10% dall'inizio del conflitto nel Golfo Persico, che sta provocando un'impennata dei prezzi dello zolfo e alimentando le preoccupazioni di eventuali interruzioni dell'attività mineraria globale. Le stime sul 2026 continuano a indicare un persistente eccesso di offerta dovuto quasi esclusivamente all'industria indonesiana. Nel solo 2025 l'Indonesia ha importato oltre 5,2 milioni di tonnellate di zolfo, con un aumento del 44% rispetto all'anno precedente. Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti hanno incrementato del 29% le loro spedizioni proprio verso la siderurgia indonesiana. I reali volumi dei consumi futuri, visto il mutamento tecnologico che ci attende, e la sovracapacità produttiva indonesiana restano dunque i due elementi che incideranno sulle quotazioni, impedendone il rialzo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

0

Performance di medio termine

	28.04.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.369,6	4,3	20,5	41,6	11,3
Rame (\$)	13.036,5	-0,4	18,1	39,0	4,9
Alluminio (\$)	3.538,5	8,6	22,5	45,4	18,1
Zinco (\$)	3.370,5	0,2	10,2	28,0	8,1
Nickel (\$)	19.450,0	6,5	27,2	24,6	16,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: il blocco dei transiti navali nello stretto di Hormuz prosegue impattando sull'offerta del comparto siderurgico, mentre la prospettiva di aumento della domanda resta collocata nel lungo periodo. Il comparto dei Metalli, al netto dei rialzi delle ultime settimane, resta saldamente bloccato all'interno di un canale laterale che potrebbe portare al consolidamento delle quotazioni di tutte le sue principali componenti su livelli alti. L'alluminio resta, senza dubbio,

il metallo maggiormente investito dalle conseguenze della crisi in Medio Oriente. Pur confermandosi la sensazione che i mercati fisici di molti metalli possano nascondere una situazione di deficit di offerta – legata agli scarsi investimenti degli ultimi anni, dovuti al rallentamento economico ma anche agli alti tassi di interesse debitori – permangono i dubbi sulle aspettative di aumento della domanda, visti i possibili effetti negativi generati dalle tensioni geopolitiche in atto. L'incertezza sul ciclo economico, i timori legati al rincaro dei costi energetici e i conseguenti riflessi sull'inflazione nei principali paesi importatori mettono a rischio non solo la prospettiva di un calo dei tassi ma paventano addirittura la possibilità di un inasprimento delle condizioni di credito, in risposta al surriscaldamento dei prezzi. Un quadro che rende difficoltoso ipotizzare qualsiasi progetto esplorativo, minerario o siderurgico, a causa del peso degli interessi passivi legato al massiccio impiego di capitali a prestito per finanziare questa tipologia di investimenti.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.036,5	12.300	12.200	12.000	12.388	12.200
Alluminio (\$)	3.538,5	3.200	3.200	3.100	3.182	3.191
Zinco (\$)	3.370,5	3.000	2.957	2.925	3.000	2.800
Nickel (\$)	19.450,0	17.000	16.625	17.000	16.888	16.535

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.036,5	13.550	13.500	13.000	13.230	13.000
Alluminio (\$)	3.538,5	3.600	3.555	3.450	3.450	3.375
Zinco (\$)	3.370,5	3.500	3.495	3.300	3.390	3.213
Nickel (\$)	19.450,0	17.575	17.500	16.600	17.300	16.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: primi segnali del rincaro di fertilizzanti e prodotti chimici

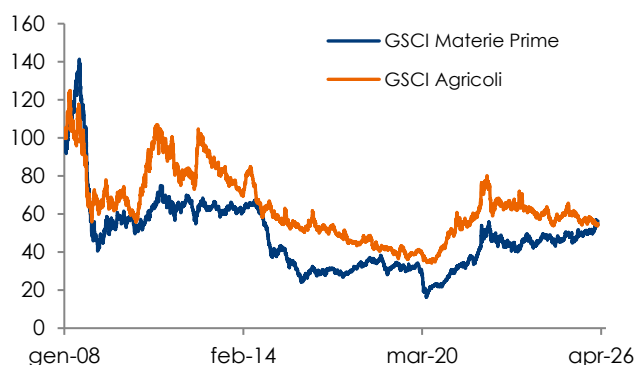
Il blocco dello Stretto di Hormuz impatta sul comparto Agricolo facendo emergere i primi effetti negativi del rincaro di fertilizzanti e altri prodotti chimici, oltre al rialzo dei prezzi della nafta per uso agricolo.

L'incertezza sulla risoluzione del conflitto nel Golfo Persico che ha portato allo stallo nelle trattative fra USA e Iran resta il principale elemento di pressione anche per il comparto Agricolo. Se l'aumento dei prezzi di gas e petrolio sembra stabilizzarsi, in attesa che si arrivi a una normalizzazione del quadro mediorientale, il blocco dello Stretto di Hormuz inizia a far emergere una serie di effetti negativi per l'agricoltura. Iniziano a concretizzarsi i primi rialzi delle quotazioni di cereali e soft commodity, dovuti alla minore disponibilità di fertilizzanti e prodotti chimici provenienti dal Golfo Persico, che ha portato a un rincaro del prezzo di questi fattori produttivi, incidendo sui costi delle derrate alimentari. Se l'impatto diretto dei rincari dei combustibili è ancora circoscritto, salvo il caso degli ortaggi invernali che fino a qualche settimana fa erano coltivati in serre riscaldate a gasolio, preoccupa il costo dei trasporti lungo la filiera, visto che gran parte di frutta e verdura ha una distribuzione delimitata, di fatto effettuata tramite spostamenti su gomma. Il rischio è di trovarsi di fronte non solo a un forte incremento dei costi ma anche a un'oggettiva difficoltà di approvvigionamento, visti i blocchi alle esportazioni varati da molti paesi (Cina, Russia e India) proprio in relazione a questo tipo di carburanti utilizzati per il trasporto dei prodotti o nel movimento terra. Quello che sta incidendo maggiormente, e di cui si iniziano a registrare le prime conseguenze, è la scarsità (e il conseguente aumento di costo) di fertilizzanti e pesticidi. Un campanello di allarme che al momento non ha generato un sensibile rincaro per i prodotti sugli scaffali della grande distribuzione, anche a causa del ritardo temporale con cui questi effetti si propagano lungo tutta la filiera. La chiusura dello stretto di Hormuz impedisce il transito a circa un terzo del commercio globale di urea, il composto chimico a base di azoto (45%) utilizzato direttamente come fertilizzante o combinato con altri elementi – tra cui ammoniaca (ottenuta come derivato del metano, anch'esso rincarato) e zolfo – per creare composti concimanti più complessi.

Europa: sale l'allarme per il rincaro dei fattori produttivi del settore Agricolo.

L'Europa importa dal Golfo Persico l'11% del totale dell'urea utilizzata in agricoltura che, pur essendo una quota limitata, rischia di generare un vuoto di approvvigionamento, in caso di rinvio prolungato delle forniture. Il maggiore costo del prodotto proveniente da altri fornitori, come conseguenza delle tensioni sul prezzo su scala globale, rischia di essere aggravato anche dal Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) che introduce un "sovrapprezzo" sull'emissione di CO² incorporata in alcuni beni importati da paesi extra-UE, cercando di limitare l'approvvigionamento di materie prime e prodotti finiti da paesi inquinatori. Le stime indicano che l'impatto del CBAM peserà sui prezzi finali dei prodotti agricoli, contribuendo a prospettare uno scenario di forte pressione rialzista su tutti gli alimenti e sui mangimi animali (e quindi anche su carne, latte e prodotti ittici). Dalla fine dello scorso anno, i prezzi dell'urea sono raddoppiati (+100%), di pari passo col forte aumento di petrolio e gas naturale, alimentando la tendenza rialzista di breve termine di molte materie prime agricole, come frumento e mais. La prospettiva di un ulteriore incremento dei prezzi dei prodotti agricoli come conseguenza di fattori produttivi più costosi inizia quindi ad emergere concretamente, aggiungendo un nuovo elemento di attenzione per una componente molto importante dell'inflazione. Tutte le banche centrali dei principali paesi sviluppati monitorano, infatti, non solo il rincaro di gas e petrolio ma anche le possibili conseguenze sui prezzi delle derrate alimentari. Due fattori che alimentano i timori di un possibile ritorno dell'inflazione a causa del protrarsi della crisi in Medio Oriente.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.04.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.669,2	44,8	49,3	133,8
GSCI Agricoli	502,7	6,5	-4,0	4,4
Mais (\$ cent)	465,3	5,7	5,7	-32,2
Frumento (\$ cent.)	649,0	28,0	7,6	-10,5
Soia (\$ cent)	1.173,0	13,8	1,2	-24,7
Cotone (\$ cent)	77,3	20,3	-2,6	-12,8
Cacao	3.305,0	-45,5	-69,2	35,9
Zucchero	14,1	-6,0	-27,3	-18,4
Caffè (Arabica)	306,4	-12,1	32,9	112,3
Caffè (Robusta)	3.681,0	-10,4	-16,3	155,3

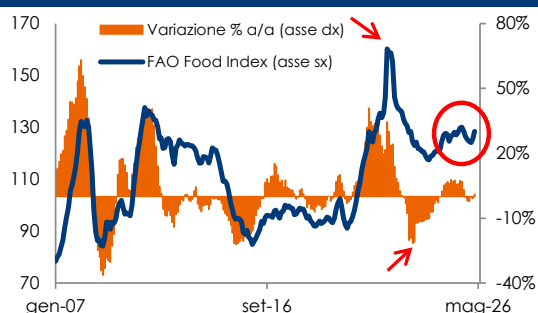
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari aumenta per il 2° mese consecutivo. L'indice FAO dei prezzi alimentari è aumentato in marzo (+2,4% m/m) dai suoi livelli di febbraio, registrando una media di 128,5 punti, rispetto ai 125,3 punti precedenti, segnando il secondo mese consecutivo di rialzo. Gli indici dei prezzi di cereali, carne, latticini, oli vegetali e zucchero sono aumentati, riflettendo non solo i fondamentali di mercato sottostanti ma anche come conseguenza dell'aumento dei prezzi dell'energia legati all'escalation del conflitto in Medio Oriente. **L'indice dei prezzi dei cereali** è salito dell'1,5% rispetto a febbraio ma si trova ancora al di sotto dello 0,6% rispetto ai livelli fatti registrare lo scorso anno. Questa dinamica rialzista ha beneficiato dei prezzi più elevati di tutti i principali cereali, ad eccezione del riso. I prezzi del grano sono stati sostenuti dal peggioramento delle condizioni dei raccolti negli Stati Uniti dovuto alla siccità e dalle aspettative di una riduzione delle semine in Australia, per effetto dei maggiori costi dei fertilizzanti. Queste pressioni al rialzo sono state solo in parte compensate dai raccolti favorevoli in Europa e dalla forte concorrenza tra gli esportatori, costretti a competere a causa di volumi di offerta elevati. I prezzi mondiali del mais sono aumentati solo dello 0,9%, poiché l'ampia disponibilità globale ha continuato a pesare sui mercati, nonostante una certa pressione derivante dalle preoccupazioni relative al rincaro dei fertilizzanti, in vista della semina nell'emisfero settentrionale, e dal sostegno indiretto generato dalle prospettive di maggior domanda di etanolo, a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia. L'indice dei prezzi del riso è diminuito del 3%, riflettendo previsioni migliori sui raccolti, una debole domanda e il deprezzamento delle valute estere dei paesi produttori rispetto al dollaro. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali** ha registrato una media di 183,1 punti a marzo, in aumento del 5,1% rispetto a febbraio. L'incremento riflette i rialzi dei prezzi degli oli di soia, di palma, di colza e di girasole, come conseguenza del rincaro del petrolio, a cui si sono sommate stime di produzione inferiori alle attese per la Malesia. I prezzi mondiali dell'olio di soia sono saliti solo marginalmente, poiché le aspettative di una maggiore diffusione dei biocarburanti negli Stati Uniti sono state solo in parte compensate dall'aumento stagionale dell'export dal Sud America. Contemporaneamente, i prezzi dell'olio di girasole e di colza sono stati sostenuti, rispettivamente, dalla scarsità di offerta nel Mar Nero e da un aumento della domanda di etanolo in seguito al rincaro dei carburanti tradizionali a livello mondiale. **L'indice dei prezzi della carne** è cresciuto dell'1% m/m (in rialzo dell'8% a/a). L'aumento è stato trainato dai prezzi più elevati della carne suina, insieme a un modesto incremento della carne bovina, mentre carne ovina e pollame sono diminuiti. I prezzi della carne suina sono aumentati sensibilmente, soprattutto in Europa in previsione di una ripresa della domanda stagionale. I prezzi della carne bovina sono saliti in particolare in Brasile, per la ridotta disponibilità, determinando una contrazione dell'offerta globale, che è solo parzialmente compensata dall'ampia produzione in Australia. I prezzi della carne ovina sono diminuiti a causa dell'incremento delle esportazioni dalla Nuova Zelanda, e sono stati bilanciati solo in parte da una domanda stabile nei principali mercati, nonostante i dazi imposti dagli Stati Uniti e le difficoltà logistiche in Medio Oriente. Per quanto concerne la carne avicola, le quotazioni sono

leggermente scese, con prezzi più deboli in Brasile a fronte di un'offerta abbondante e di una domanda stabile. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è in aumento dell'1,2% a marzo ma in ribasso del 18,7% rispetto ai livelli di un anno fa, rappresentando il primo aumento da luglio 2025. L'incremento è stato determinato principalmente dai prezzi più elevati del latte scremato in polvere (SMP) e del latte intero in polvere (WMP), entrambi sostenuti da una solida domanda globale e dalla contrazione dell'offerta in Oceania per fattori legati alla stagionalità produttiva. L'aumento è dovuto anche ai prezzi del burro, leggermente saliti, soprattutto in Oceania. L'incremento dell'intero indice è stato però limitato dal formaggio, il cui prezzo è ulteriormente diminuito nell'Unione Europea, per via di maggior offerta e debole domanda. Diversamente, in Oceania, si sono consolidati i prezzi a causa di una minor produzione e una richiesta più forte. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è aumentato del 7,2% rispetto a febbraio, raggiungendo il livello più alto da novembre 2025, ma rimanendo in ribasso del 21% rispetto a un anno fa. Le pressioni al rialzo sono state principalmente causate dall'aumento dei prezzi del greggio che hanno influenzato le previsioni sul maggior ricorso da parte del Brasile all'etanolo, prodotto dalla canna da zucchero. Ulteriori pressioni al rialzo sullo zucchero sono derivate dalle preoccupazioni circa l'impatto dell'escalation del conflitto in Medio Oriente sui flussi commerciali del dolcificante verso quell'area. Ciononostante, l'aumento complessivo dei prezzi mondiali dello zucchero è stato contenuto dalle prospettive generalmente favorevoli dell'offerta globale per la stagione 2025/26, grazie alle aspettative di buoni raccolti in India e Thailandia.

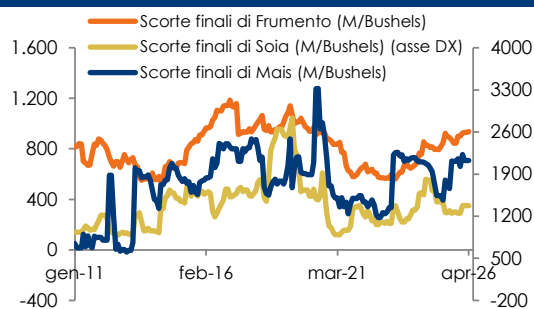
FAO: nuovo rialzo della previsione per la produzione cerealicola mondiale per la stagione 2025/26, in un contesto di incertezza sui costi. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di aprile, la FAO ha rivisto lievemente al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025/26, attesa ora a 3.036 milioni di tonnellate da 3.029 milioni di marzo (+7 milioni di tonnellate e +5,8% anno su anno). L'aumento è dovuto al rialzo della produzione di grano in Asia Centrale e di mais in India. Il riso ha invece contribuito solo marginalmente, in quanto l'incremento delle stime per l'Egitto è stato più che compensato dalla riduzione della produzione in Africa Orientale, colpita più del previsto da avversità metereologiche. La produzione mondiale di riso dovrebbe attestarsi a 563,3 milioni di tonnellate (in linea con le previsioni di marzo), raggiungendo comunque i massimi storici, essendo trainata da Brasile, Cina, India e Indonesia. Il consumo di cereali, nel 2025/26, crescerà leggermente attestandosi a 2.945 milioni di tonnellate dai 2.943 milioni dello scorso mese: +2,4% rispetto al 2025. L'utilizzo di grano è stato rivisto al ribasso ad aprile, ma questo è stato più che compensato dalla crescita dei consumi dei cereali secondari. In particolare, aumenta l'uso di mais e orzo per mangimi, soprattutto in Sud America, dove la disponibilità è risultata in crescita. Le scorte globali di cereali sono viste ancora al rialzo a fine 2026, raggiungendo il record di 951,5 milioni di tonnellate (940,5 milioni in precedenza), +9% su base annua. Il rapporto tra scorte e consumi a livello globale dovrebbe salire al 32,2%, da 31,9%, in linea con lo scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento di 3,6 milioni di tonnellate per il commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 505,3 milioni di tonnellate, dai 501,7 milioni stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

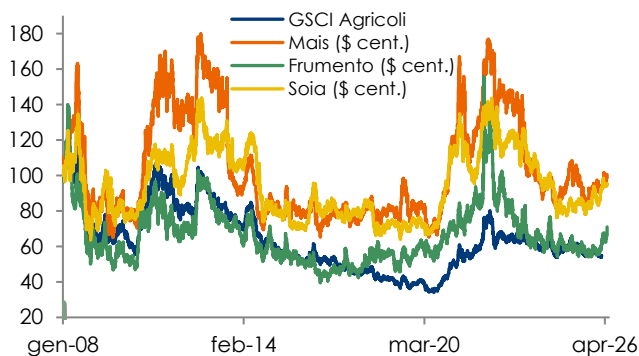


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2026)

WASDE: il report di aprile apporta poche modifiche al quadro generale dell'agricoltura mondiale.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di aprile, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2025/26. Le stime globali per il **grano** per il 2025/26 vedono una produzione mondiale in aumento a 844,15 milioni di tonnellate da 842,12 milioni, principalmente grazie all'incremento della produzione da parte della UE e della Russia. Il consumo globale è visto diminuire di 4,7 milioni di tonnellate a 820,12 milioni da 824,8 milioni precedenti, principalmente in Europa. Il commercio globale è stimato in ribasso di circa 0,3 milioni di tonnellate (da 222,16 milioni a 221,88), a causa delle minori esportazioni di Ucraina, Australia e Brasile, che sono solo in parte compensate da maggiori esportazioni di Russia e Kazakistan. Le scorte finali previste per il 2025/26 sono aumentate di 6,2 milioni di tonnellate a 283,12 milioni da 276,96 milioni di tonnellate precedenti. La produzione globale di **mais** è aumentata a 1.310,07 milioni di tonnellate da 1.297,44 milioni della stima precedente. Il consumo mondiale è stimato in rialzo a 1.302,55 milioni di tonnellate (da 1.300,51 mln). Le importazioni mondiali sono aumentate a 193,10 milioni di tonnellate da 192,72 mln, mentre le esportazioni saliranno marginalmente a 207,29 milioni di tonnellate (da 206,85 milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese in aumento a 294,81 milioni da 292,75 milioni previsti a febbraio. La produzione 2025/26 di **cereali secondari (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale)** è stimata a 1.598,26 milioni di tonnellate (da 1.593,13 mln). Il consumo mondiale è atteso a 1.596,80 da 1.593,88. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 253,82 milioni di tonnellate dai 253,07 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in aumento a 326,18 milioni di tonnellate, rispetto ai 323,77 milioni di marzo. Per il mercato della **soia**, la stima della produzione mondiale per la stagione 2025/26 è rivista al rialzo a 427,41 milioni di tonnellate, dai 427,18 milioni precedenti. Le esportazioni sono attese a 187,17 milioni di tonnellate, stesso livello dello scorso mese. Le importazioni sono stimate in minimale rialzo a 185,63 milioni di tonnellate (contro i 185,61 milioni precedenti). Le scorte finali globali di soia sono previste in diminuzione di 0,52 milioni di tonnellate a 124,79 milioni (da 125,31 mln) a causa delle minori riserve in India e Ucraina.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	502,7	7,0	4,0	-3,7	6,5
Mais (\$ cent.)	465,3	8,2	7,7	-2,2	5,7
Frumento (\$ cent.)	649,0	21,1	22,7	25,9	28,0
Soia (\$ cent.)	1.173,0	9,1	8,8	11,5	13,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Positivo: la tensione rialzista sui prezzi di granaglie e soft commodity resta legata all'ulteriore rincaro di carburanti, fertilizzanti e pesticidi, qualora si prolungasse ancora il blocco dello stretto di Hormuz. Il fallimento delle recenti trattative di pace e la decisione del presidente degli Stati Uniti Trump di disporre il blocco navale dello Stretto di Hormuz stanno prolungando una crisi che rischia di incidere pesantemente sui costi di produzione agricola. Le principali criticità del momento sono: aumento del prezzo dei fertilizzanti, rincari del gasolio per uso agricolo, costi energetici elevati e difficoltà nelle catene di approvvigionamento. La salita dei prezzi appare, fino ad ora, più evidente sui cereali; le tensioni su carburanti e prodotti chimici, unite ai primi riscontri sulla qualità delle semine nell'emisfero settentrionale, hanno premuto al rialzo sulle quotazioni. Un fenomeno che sul grano ha già avuto un primo effetto visto il calo dei

terreni posti a coltura in Australia (emisfero sud), come diretta conseguenza dell'aggravio di costo dei fertilizzanti. Pressione anche sul mais, sempre in relazione al rincaro dei prodotti chimici, in vista della semina estiva e delle prospettive di una maggior richiesta di etanolo, per effetto dell'aumento dei prezzi dei combustibili tradizionali. Meno evidenti gli effetti sulle soft commodity, la cui dinamica ribassista ha rallentato ma senza innescare un'inversione di tendenza. Per ora solo il cotone ha mostrato segnali più forti di rialzo dei prezzi, soprattutto per la materia prima in arrivo dalle piantagioni del Sud Est asiatico – l'area che sta soffrendo il calo delle consegne di gas, petrolio e prodotti chimici in uscita dallo stretto di Hormuz via nave. Il tessuto naturale ha visto incrementare la domanda rispetto a quella delle fibre sintetiche, derivate chimicamente dal greggio. Più sfumato l'effetto sullo zucchero, nonostante sia stato investito dalla domanda sostitutiva di etanolo (prodotto da canna da zucchero e barbabietole) al posto del rincarato petrolio. Data la pressione rialzista legata alle tensioni geopolitiche, continuiamo a pensare che anche la domanda mondiale di cereali, nel prossimo biennio, possa sorprendere al rialzo, premendo anch'essa sui prezzi agricoli. Un aumento della richiesta influenzata sia dai consumi industriali che dalla zootecnia (la produzione di mangimi animali), oltre che dall'incremento demografico (consumo umano). Una prospettiva che appare decisamente sottostimata dalla maggior parte degli analisti di mercato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	465,3	465,0	475,0	472,5	464,0	490,0
Frumento (cent. \$)	649,0	575,0	575,0	580,0	600,0	580,0
Soia (cent. \$)	1.173,0	1.200,0	1.200,0	1.170,0	1.160,0	1.135,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	465,3	464	460	440	450	460
Frumento (\$ cent.)	649,0	625	620	600	600	610
Soia (\$ cent.)	1.173,0	1.160	1.155	1.150	1.145	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

L'aumento dei prezzi del petrolio e le difficoltà di approvvigionamento di fertilizzanti e altri prodotti chimici utilizzati in agricoltura stanno generando conseguenze differenti sui Coloniali. Il rialzo dei prezzi dello zucchero e del cotone conferma una sensibilità maggiore di questi prodotti al rincaro del greggio. Più complicato lo scenario per cacao e caffè, che hanno accusato pesanti perdite nei primi mesi di quest'anno e che si stanno limitando a consolidare su livelli bassi.

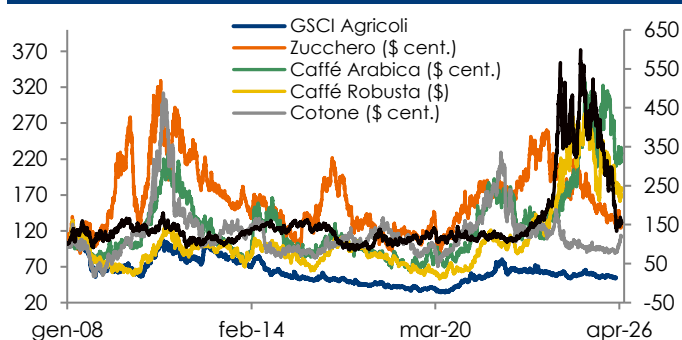
Cotone: il rincaro delle fibre sintetiche e l'effetto sostituzione con quella naturale potrebbero sostenere ancora i prezzi del cotone nel breve termine, nonostante le stime di surplus di offerta.

Lo stallo nelle trattative USA-Iran e l'incertezza sull'esito della crisi in Medio Oriente fanno sì che lo stretto di Hormuz resti bloccato. Ripristinare il regolare transito marittimo delle forniture di petrolio e gas naturale dal Golfo Persico continua ad essere la principale priorità. L'aumento delle quotazioni del greggio fa lievitare i costi delle fibre sintetiche, rendendo il cotone naturale più competitivo; tuttavia, il sentiment di mercato rimane debole a causa dell'abbondanza di offerta, confermata anche dalle recenti stime di surplus, e da una domanda che, per ora, appare lenta nel percepire la convenienza di un tessuto piuttosto che un altro. In questo contesto, i prezzi dei contratti derivati sul cotone restano sostenuti ma senza esprimere una robusta dinamica rialzista. Nel WASDE di aprile, la produzione globale è stimata in rialzo di circa 800 mila di balle, riflettendo gli aumenti di produzione di Cina, India e Pakistan. L'ammontare complessivo previsto è pari a 121,87 milioni di balle dai precedenti 120,99 milioni stimati il mese scorso. Il consumo è aumentato di 560 mila balle (119,14 milioni di balle da 118,58 milioni stimati a marzo) a dimostrazione di un incremento in Cina e India, compensato solo in parte da un ribasso nei consumi in Bangladesh e Vietnam. Il commercio globale è diminuito di 190.000 balle per via del forte calo delle esportazioni in India. Le scorte finali sono state riviste di circa 650.000 balle a 77,04 milioni (dai 76,39 milioni del mese di marzo), con un rapporto scorte/consumi del 64,7%. Il nostro scenario sul cotone per il 2026 prevede un consolidamento del prezzo medio

intorno ai 75-77 centesimi nel 2° trimestre, per poi lasciare spazio a un ritracciamento delle quotazioni.

Zucchero: il rincaro del petrolio sostiene la produzione di etanolo e contrae la produzione di dolcificante, un effetto che per ora sembra non emergere dalle quotazioni di mercato. Come il cotone, anche lo zucchero resta una delle soft commodity maggiormente impattate dal prosieguo della crisi scoppiata in Medio Oriente. A marzo, i prezzi dello zucchero hanno raggiunto i massimi degli ultimi cinque mesi, spinti dall'aumento dei prezzi del petrolio che hanno incrementato la domanda di etanolo (più redditizia) a scapito della raffinazione del dolcificante, salvo poi stornare ad aprile. Il movimento ha infatti subito uno stop quando sono state diffuse le previsioni di abbondanti forniture globali, a cui si sono sommate le dichiarazioni provenienti dal Governo indiano che ha confermato che non intende vietare le esportazioni di zucchero quest'anno, attenuando i timori di squilibrio fra la quantità di prodotto grezzo destinata alla produzione di etanolo rispetto a quella per il dolcificante, a seguito delle interruzioni delle forniture di petrolio dovute al blocco navale nel Golfo Persico. L'aumento della produzione di zucchero indiano, nel periodo dal 1° ottobre al 31 marzo, è stato del 9% su base annua, raggiungendo i 27,12 milioni di tonnellate, come segnalato dalla Federazione Nazionale degli Zuccherifici (National Federation of Cooperative Sugar Factories Ltd.). Anche l'incremento della produzione in Brasile riportato da UNICA, Brazilian Sugarcane Industry Association (+0,7% a/a nella regione Centro-Sud del Brasile, da ottobre a metà marzo, per un totale di 40,25 milioni di tonnellate di zucchero, di cui il 50,61% destinato al dolcificante e il 48,08% al biocarburante), ha impattato sui prezzi globali. Ritardi e mancate consegne stanno creando carenze di approvvigionamento che interessano il Medio Oriente, l'Africa orientale e alcune aree dell'Asia, mercati dove la domanda rimane elevata. L'elemento che, a nostro avviso, resta cruciale è la durata del blocco ad Hormuz e quanto questo inciderà sulla ripartizione tra la produzione di dolcificante ed etanolo, condizionando la dimensione dell'offerta globale di zucchero. Ribadiamo quanto detto il mese scorso: il controverso quadro che caratterizza lo zucchero potrebbe alimentare solo un marginale rialzo dei prezzi, specie se la crisi in Medio Oriente dovesse finalmente concludersi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.04.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	502,7	7,0	4,0	-3,7	6,5
Cotone	77,3	21,4	18,9	16,5	20,3
Cacao	3.305,0	-20,4	-44,9	-64,1	-45,5
Zucchero	14,1	-4,1	-1,8	-20,9	-6,0
Caffè (arabica)	306,4	-12,7	-21,0	-27,3	-12,1
Caffè (robusta)	3.681,0	-11,2	-17,0	-31,4	-10,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: permangono prezzi stabili per entrambe le varietà di caffè (nel breve), mentre prosegue lo stallo della crisi in Medio Oriente. I prezzi del caffè continuano a fluttuare senza mostrare una tendenza chiara, riflettendo le incertezze dell'attuale contesto macroeconomico e i timori per il perdurare della crisi nel Golfo Persico che difficilmente avrà un esito positivo nel breve termine. Dall'inizio del 2026 le quotazioni dei contratti finanziari di entrambe le varietà di caffè registrano una performance negativa. Nonostante il conflitto in corso in Medio Oriente, i prezzi rimangono stabili mentre si conferma la previsione di raccolti record per la stagione in corso, che potrebbero far scendere ulteriormente le quotazioni nei prossimi mesi, se verrà confermata la prospettiva di un'offerta abbondante. Di contro, in alcune zone del Brasile, dell'America Centrale e dell'Africa orientale, le tradizionali aree di coltivazione del caffè stanno diventando sempre più vulnerabili

agli effetti del cambiamento climatico. L'incremento dei prezzi del petrolio è l'altro elemento (dopo raccolti e clima) che sta incidendo sui costi di trasporto, sulle assicurazioni e sull'energia elettrica, rendendo indirettamente il caffè più costoso, come conseguenza del rincaro dei fattori produttivi di tutta la filiera. L'ultimo fattore che sta avendo un impatto crescente sui mercati è la prossima entrata in vigore del Regolamento UE sui prodotti di consumo (EUDR), che entrerà in vigore alla fine di quest'anno e renderà il mercato più segmentato. Il caffè che riuscirà a soddisfare rigorosi requisiti di tracciabilità potrà spuntare un prezzo più elevato, mentre i fornitori che faticeranno a rispettare questi vincoli potrebbero vedere limitato il loro accesso ai mercati europei. Una prospettiva che, a livello globale, potrebbe far emergere un forte dualismo, con l'Europa che definisce gli standard mentre l'Asia (i cui consumi sono in netta ascesa) assorbe i volumi e acquisisce potere di determinazione sui prezzi. Il rincaro dell'insieme dei fattori produttivi potrebbe incidere profondamente sui prezzi del caffè, stimolando il recupero di entrambe le varietà, ma solo nel medio-lungo termine.

Cacao: il rafforzamento del dollaro e l'incremento delle scorte pesano negativamente sui prezzi del cacao.

Non cambia lo scenario sul cacao: se i recenti tagli dei prezzi del cacao garantiti ai coltivatori, decisi a febbraio da Ghana (-30%) e Costa d'Avorio (-57%) ed entrati in vigore per il raccolto di metà anno (iniziato a marzo), hanno stimolato un ritorno della domanda da parte delle principali aziende del comparto dolciario, l'incremento delle scorte alla borsa ICE di New York (al massimo degli ultimi 20 mesi, pari a 2.632.357 sacchi) e il rafforzamento del dollaro USA, dovuto al perdurare della crisi in Medio Oriente, hanno nuovamente depresso i prezzi. Anche la debolezza della domanda globale ha avuto un impatto negativo sui prezzi. La National Confectioners Association ha segnalato che la lavorazione del cacao in Nord America, nel 1° trimestre, è diminuita del 3,8% su base annua, raggiungendo le 106.087 tonnellate. Anche l'European Cocoa Association ha evidenziato la medesima situazione, registrando un calo del 7,8% a/a nella trasformazione del cacao in Europa, sempre nel 1° trimestre, a 325.895 tonnellate, la contrazione maggiore degli ultimi 17 anni. Non a caso, le vendite di cioccolato durante le ultime festività pasquali, una stagionalità importantissima per i consumi del Vecchio Continente, sono diminuite di circa il 5% rispetto all'anno scorso. Al contrario, la Cocoa Association of Asia ha riportato un aumento inaspettato del 5,2% a/a per il 1° trimestre in Asia, a 223.503 tonnellate, un dato inatteso viste le aspettative in calo. La chiusura dello Stretto di Hormuz controbilancia tuttavia il calo dei prezzi del cacao, poiché ha ridotto le forniture di fertilizzanti, aumentato le tariffe delle spedizioni, i costi assicurativi e i prezzi del carburante, incrementando di conseguenza le spese per gli importatori. L'aumento dei prezzi e il brusco calo dei consumi stanno riequilibrando il mercato fisico del cacao; ci aspettiamo che i livelli raggiunti dalle quotazioni, dopo gli eccessi del 2024, possano consolidare.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	77,3	69,7	69,5	70,0	68,3	68,2
Cacao	3.305,0	4.620	4.733	4.400	4.035	4.256
Zucchero	14,1	15,3	15,5	17,0	15,7	16,8
Caffè (Arabica)	306,4	334,8	346,1	331,3	325,9	333,0
Caffè (Robusta)	3.681,0	3.625	3.748	3.750	3.956	3.850

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 28.04.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	77,3	75	69	67	69	66
Cacao	3.305,0	3.250	3.250	3.300	3.435	3.300
Zucchero	14,1	14,0	15,5	17,0	15,3	17,0
Caffè (Arabica)	306,4	300	330	350	325	365
Caffè (Robusta)	3.681,0	3.600	3.805	3.900	3.795	3.850

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo S.p.A. e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A., all'indirizzo <https://group.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 separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

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

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

Certificazione Analisti

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

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

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

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

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

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

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Chiara Mascia
Fulvia Riso

Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi