

Mensile Materie Prime

Commodity: si intensificano i negoziati in Medio Oriente

27 maggio 2026 - 16:55 CET

Data e ora di produzione

Energia: outlook Positivo nel breve, in attesa dell'auspicato sblocco di Hormuz

La crisi nel Golfo Persico sembra sbloccarsi, viste le trattative intorno al Memorandum fra Stati Uniti e Iran, che ci inducono a una marginale rimodulazione delle nostre previsioni sull'Energia. L'outlook torna Positivo da Neutrale nel breve termine, nonostante prosegua il dialogo fra le parti. L'incertezza resta ampia e questo non consentirà a petrolio e gas naturale di stornare eccessivamente, mantenendo alta la tensione su tutto il comparto energetico, probabilmente per tutto il periodo di approfondimento degli accordi, previsto in 60 giorni.

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

Metalli preziosi: outlook Neutrale, scossi dal rialzo dei rendimenti obbligazionari

Confermiamo l'indebolimento dei prezzi per 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, non potrà che amplificare quello che sta già accadendo, ovvero l'acquisto di titoli obbligazionari con rendimenti remunerativi erogati tramite cedole periodiche, a scapito di una asset class come i Preziosi che non genera un flusso di rendimento.

27 maggio 2026 - 17:00 CET

Data e ora di circolazione

Metalli industriali: outlook Neutrale, ma sale la pressione rialzista sul comparto

Il comparto, al netto dei rialzi delle ultime settimane, resta vincolato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente. Questo aspetto, unito alla sensazione che i mercati fisici di molti metalli siano, in realtà, in una situazione di deficit di offerta maggiore di quanto percepito, potrebbe in realtà preludere a un nuovo slancio verso l'alto non ancora incorporato dalle nostre previsioni e nemmeno dal consenso di mercato, alimentato anche dalle aspettative di aumento della domanda dovute alla transizione energetica e alle nuove tecnologie.

Outlook Settoriale*

	Mag.	Apr.
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.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale, possibile consolidamento sui livelli attuali

La salita dei prezzi è apparsa, fino ad ora, più evidente sui cereali e meno sulle soft commodity. L'aumento delle quotazioni è stato sostenuto da due elementi: l'incremento degli acquisti cinesi e il rincaro dei fattori produttivi (prodotti chimici), che si sono scaricati sui contratti finanziari quotati alle borse merci. Una situazione che, almeno nel breve, potrebbe aver esaurito i suoi effetti e lasciare spazio a un consolidamento dei prezzi su valori comunque alti.

Soft Commodity:

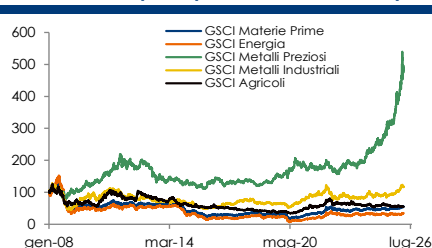
- Cotone:** il rincaro delle fibre sintetiche sembra stabilizzarsi frenando la corsa del cotone.
- Zucchero:** il caro-petrolio e il divieto all'export indiano potrebbero supportare i prezzi.
- Caffè:** maggiori prospettive di rialzo per la Robusta, visto lo stallo in Medio Oriente.
- Cacao:** un insieme di fattori continuerà a gravare negativamente sulle quotazioni.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.05.26	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	5.561,9	42,0	49,7	122,5
GSCI Energia	1.123,0	85,9	73,9	208,9
GSCI Met. Preziosi	5.135,6	4,2	94,3	132,8
GSCI Met. Industriali	2.467,0	15,8	32,3	42,6
GSCI Prod. Agricoli	494,2	4,7	-8,4	3,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 26.05.2026

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

Performance commodity

(%)	2026	2025
WTI	63,5	-19,9
Brent	63,6	-18,5
Gas naturale	-21,5	1,5
Gasolio	74,0	-10,4
Oro	3,7	64,4
Argento	8,1	141,4
Rame	9,7	41,7
Alluminio	22,6	17,4
Zinco	13,3	4,7
Nickel	14,0	8,6
Mais	3,9	-4,0
Frumento	25,3	-8,1
Soia	15,1	3,2
Cotone	20,4	-6,0
Caffè Arabica	-21,4	9,1

Fonte: Bloomberg; Dati al 26.05.2026

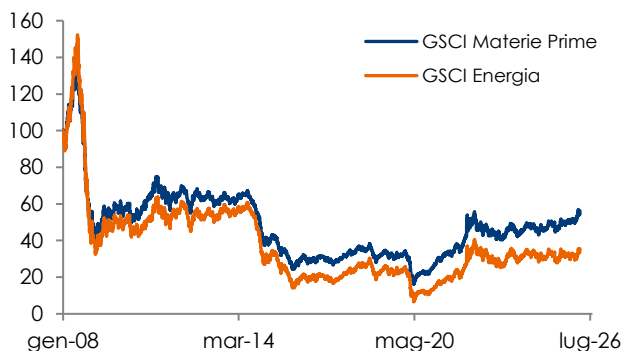
Energia: è fondamentale ripristinare la navigazione nel Golfo Persico

Si intensificano le trattative tra Iran e Stati Uniti per giungere a un'intesa preliminare che sblocchi lo Stretto di Hormuz. A quasi tre mesi dallo scoppio del conflitto in Iran e dalla chiusura dello Stretto di Hormuz, i mercati finanziari delle commodity restano guidati quasi esclusivamente dall'evoluzione dei negoziati di pace tra Washington e Teheran. Il comparto dell'Energia resta il più esposto all'escalation geopolitica, con i prezzi del petrolio e del gas naturale che continuano a registrare forti oscillazioni, restando su livelli alti. Le trattative fra Stati Uniti e Iran, nel momento in cui scriviamo, sarebbero in fase avanzata e ruoterebbero attorno a un sintetico Memorandum di Intesa (Memorandum of Understanding, MoU) che includerebbe le questioni più critiche necessarie per porre fine al conflitto. Una volta finalizzata questa bozza preliminare, verrà stabilito un calendario di 30-60 giorni per negoziare i dettagli tecnici, prima di raggiungere un accordo finale e completo, se entrambe le parti giungeranno a un'intesa preliminare. Durante la proroga di 60 giorni del cessate-il-fuoco, lo Stretto di Hormuz verrebbe riaperto mentre, in parallelo, si terrebbero negoziati per limitare il programma nucleare di Teheran. Il punto operativo più urgente è ovviamente il ripristino della regolare navigazione nel Golfo Persico. Nei 60 giorni previsti dal Memorandum, lo Stretto tornerebbe transitabile senza pedaggi e Teheran si impegnerebbe a bonificarlo dalle eventuali mine posate. Alla verifica di queste condizioni, la marina statunitense toglierebbe il blocco esercitato sui porti iraniani consentendo la vendita (presumibilmente senza sanzioni) del greggio. L'ipotesi più probabile è quella di una riapertura graduale, con scongelamento progressivo dei fondi iraniani bloccati all'estero e un meccanismo di rimozione delle sanzioni in più fasi, in base al rispetto delle intese. L'Iran avrebbe anche accettato di sospendere temporaneamente il pagamento dei pedaggi nel periodo di negoziazione, pur ribadendo la volontà di continuare a esercitare un certo grado di sovranità sullo Stretto di Hormuz. Non si esclude che il numero di navi autorizzate a transitare possa tornare ai livelli precedenti il conflitto in un periodo di 30 giorni, addirittura prima del termine delle trattative. Infine, più complesso appare il dossier relativo al programma nucleare. L'intesa preliminare prevederebbe l'impegno a discutere come diluire o addirittura cedere al di fuori del Paese le scorte di uranio già arricchito. L'Iran si sarebbe offerto di sospendere il processo di arricchimento per 10 anni (un termine inferiore ai 15 anni contenuti nell'accordo siglato col presidente Obama) ma i dettagli tecnici sono stati rimandati al prossimo ciclo di colloqui. Pur non essendo chiare quali saranno l'evoluzione, la durata e l'esito stesso delle trattative, sembra aumentare il cauto ottimismo attorno alla risoluzione della crisi. Una prospettiva che fugherebbe molti dei timori per l'economia mondiale e i mercati finanziari. La sensazione è che la durata della crisi stesse diventando eccessiva, troppi i rischi di contraccolpi globali visto anche il ritorno delle preoccupazioni sull'inflazione. Gli effetti del prolungato shock energetico iniziano a farsi sentire, infatti, anche negli Stati Uniti, in teoria del tutto indipendenti dalle forniture dal Golfo Persico ma che hanno visto rincarare comunque sia il petrolio che i carburanti alla pompa. Tale situazione rischia di incidere sul già debole ciclo economico mondiale. Inoltre, il surriscaldamento dei prezzi è il principale motivo di apprensione delle banche centrali dei paesi importatori di greggio, per il momento ancora prudenti ma pronte a inasprire la loro politica monetaria pur di contrastare il ritorno dell'inflazione.

L'OPEC+ aumenta l'offerta di altri 188.000 barili al giorno dal 1° giugno. Dopo l'uscita degli Emirati Arabi Uniti (EAU), i restanti paesi dell'OPEC+ che attuavano dei tagli volontari alla produzione (Arabia Saudita, Russia, Iraq, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman) hanno deciso di alzare la propria offerta di altri 188.000 barili al giorno, a partire dal 1° giugno. La decisione è arrivata dopo la riunione online dello scorso 3 maggio, con i sette paesi che hanno ribadito l'impegno collettivo per la stabilità del mercato petrolifero. La dimensione dell'incremento è simile agli aumenti giornalieri da 206.000 barili decisi a marzo e ad aprile, decurtato della quota spettante agli Emirati. L'effetto reale potrebbe però essere inferiore: la produzione effettiva OPEC è già sotto il limite e le riserve a cui attingere per incrementare la produzione si trovano, ovviamente, nel Golfo Persico. Le esportazioni dell'area restano infatti condizionate dal blocco dello Stretto di Hormuz,

al centro della crisi fra USA e Iran. Infine, il gruppo ha ribadito il rispetto delle quote, garantito dal controllo del Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC), e che tornerà a riunirsi il 7 giugno.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

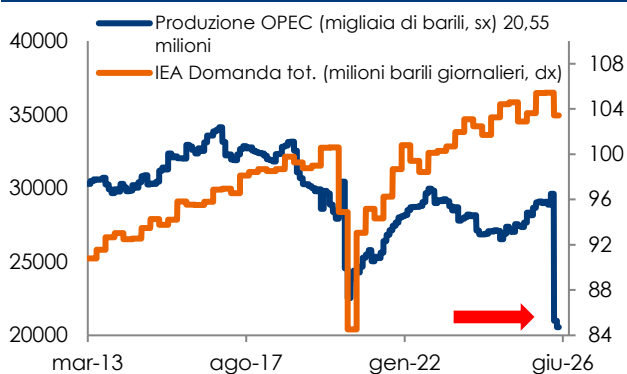
	Valore 26.05.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	5.561,9	42,0	49,7	122,5
GSCI Energia	1.123,0	85,9	73,9	208,9
WTI (\$)	93,9	63,5	20,8	40,4
Brent (\$)	99,6	63,6	19,8	43,4
Gas Naturale (\$)	2,9	-21,5	14,8	-2,2

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 maggio, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi a 105,1 mb/g nel 2025 (-0,1 mb/g da 105,2 del mese di aprile) per poi raggiungere 106,3 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a e in diminuzione di -0,2 mb/g da 106,5 del mese scorso) e infine toccare 107,8 mb/g nel 2027 (+1,5 mb/g a/a e in calo di -0,1 da 107,9 mb/g di aprile). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe mantenersi a 54,8 mb/g nel 2026 (invariata rispetto ad aprile) e a 55,4 mb/g nel 2027 (+0,6 mb/g a/a, immutata rispetto al mese passato). La domanda di greggio rivolta agli aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC) è stimata a 42,7 mb/g nel 2026 (-0,2 mb/g dal precedente 42,9 mb/g di aprile) e a 43,6 mb/g nel 2027 (+0,9 mb/g a/a, invariato da aprile). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE nel 1° trimestre 2026 si attestano a 2.774 milioni complessivi (corrispondenti a 61 giorni di copertura), in deciso calo rispetto alla media annuale del 2025 di 2.827 milioni di barili (dato annuale rivisto da 2.839 milioni), a causa del forte utilizzo delle riserve per la chiusura dello Stretto di Hormuz. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di maggio (**OMR**), dopo aver già azzerato le stime di surplus per l'anno in corso, ad aprile, stima ora un deficit di circa 1,78 milioni di barili, a causa del crollo dell'offerta in arrivo dal Golfo Persico, dovuto al conflitto con l'Iran. L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,6 mb/g nel 2024 (in rialzo da 103,5 mb/g di aprile) a 104,4 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, da 104,3 mb/g del mese scorso) e calare a 104,0 mb/g nel 2026 (rispetto a 104,4 mb/g previsti ad aprile). L'offerta non-OPEC resta in media a 70,3 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso), a 72,1 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariato da aprile) e a 72,7 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, rispetto a 72,8 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, è stimata a 27,8 mb/g nel 2024 (vs. 27,7 mb/g del mese precedente), a 26,7 mb/g nel 2025 (-1,1 mb/g a/a, vs. 26,4 mb/g del mese precedente) e a 26,6 mb/g anche nel 2026 (-0,1 mb/g a/a e rivisto rispetto ai 26,4 mb/g di aprile). Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di maggio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense si include per la prima volta la decisione degli Emirati Arabi Uniti di lasciare l'OPEC. L'EIA stima che il consumo globale di petrolio si attesti a 103,97 mb/g nel 2025 (in leggera diminuzione da 104 mb/g dello scorso mese), a 104,2 mb/g nel 2026 (+0,2 mb/g a/a, in calo da 104,6 mb/g precedenti) e a 105,6 mb/g nel 2027 (+1,4 mb/g a/a, -0,6 mb/g da 106,2 mb/g stimati ad aprile). Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC (rivista aggiungendo la quota produttiva degli Emirati) raggiunga i 77 mb/g nel 2025 (+4,5 mb/g da 72,5 del mese scorso), scenda a 76,4 mb/g nel 2026 (-0,6 mb/g a/a, +3,5 mb/g da 72,9 mb/g precedenti) e salga nuovamente a 80,1 mb/g nel 2027 (+3,7 mb/g a/a, e +5,3 mb/g da 74,8 mb/g di aprile).

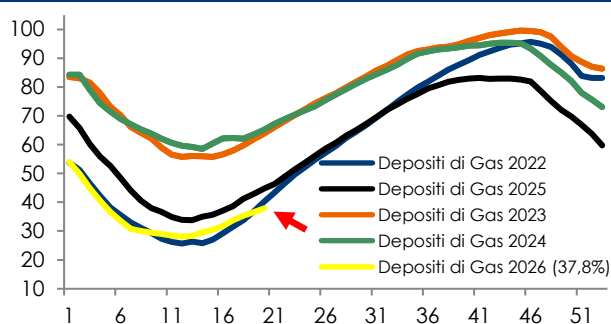
L'offerta di greggio OPEC (rettificata togliendo la produzione degli Emirati) è stata rivista a 29,3 mb/g nel 2025 (in diminuzione da 33,8 mb/g di aprile) e a 25,2 mb/g nel 2026 (-4,1 mb/g a/a, in ribasso da 31,4 mb/g precedenti) per poi crescere nuovamente a 29,4 mb/g nel 2027 (+4,2 mb/g a/a, in diminuzione da 34,6 mb/g del mese di aprile). L'EIA prevede ora che, dopo un surplus di 2,4 milioni di barili al giorno nel 2025 (rivisto al rialzo rispetto al surplus di 2,3 milioni di barili al giorno stimato ad aprile), il mercato globale dovrebbe registrare un deficit di 2,56 milioni di barili al giorno nel 2026 a causa dell'impatto negativo della guerra in Iran (ampliato rispetto al deficit di 0,3 mb/g del mese scorso) per poi tornare a un surplus di 3,8 milioni di barili al giorno nel 2027 (rivisto al rialzo rispetto al surplus di 3,3 mb/g previsto il mese scorso).

Produzione petrolifera OPEC e domanda mondiale IEA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA, dati al 24.05.2026

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



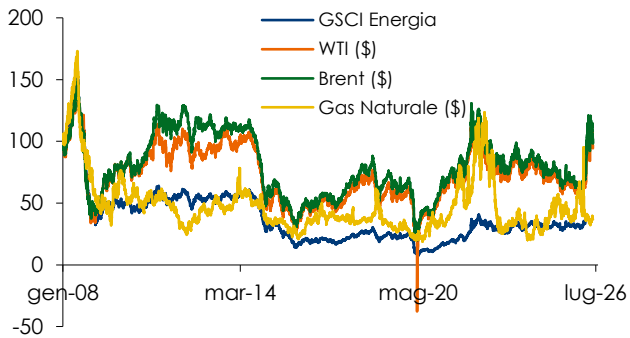
Nota: dati settimanali al 24.05.2026; sull'asse x il numero delle settimane dell'anno. Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il TTF (il gas europeo) consolida su livelli alti senza per ora suscitare allarme, restano però i timori per la fragilità intrinseca del sistema energetico europeo.

Permane un clima di cauto ottimismo sul fronte delle forniture di gas per l'Unione Europea. Anche il ripristino delle riserve per il prossimo inverno procede, a un ritmo parzialmente più lento rispetto agli scorsi anni ma senza subire interruzioni. L'obiettivo resta quello di evitare la forte erosione dei livelli di stoccaggio avvenuta la scorsa stagione. L'accordo intorno al Memorandum di Intesa, che potrebbe sfociare in un prolungamento della tregua di 60 giorni e alla riapertura dello Stretto di Hormuz, potrebbe stabilizzare il mercato e favorire l'auspicato calo dei prezzi del gas a livello globale, dai massimi delle scorse settimane. 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 e, nonostante il basso livello di partenza (28% registrato il 1° aprile), sembra un traguardo raggiungibile, considerando che i depositi risultano pieni al 37,6% (Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 24.05.2026). Lo shock in atto è infatti imparagonabile per dimensioni alla crisi energetica del 2022-23, seguita all'invasione russa dell'Ucraina, e non colpirà le economie dell'Eurozona in modo così uniforme e profondo come accadde allora. Una conferma di questa analisi arriva dai mercati elettrici: mentre i prezzi del gas sono aumentati dell'80% dall'inizio dell'anno, i prezzi medi dell'elettricità all'ingrosso per le cinque maggiori economie continentali hanno subito incrementi molto limitati, restando di circa il 14% al di sotto delle medie registrate a inizio 2026. Un segnale che conferma come prosegua la strategia volta a sganciare il prezzo del metano dalla generazione elettrica e che riflette l'accelerazione dello sviluppo delle rinnovabili in Europa dal 2022. Un risultato, va detto, favorito anche dall'incremento della produzione di energia elettrica dal nucleare francese, finalmente tornato alla piena capacità e che garantisce una costante generazione di riserve che consente di calmierare i prezzi. Anche l'aiuto fiscale, posto in campo dai Governi nella crisi del 2022-23, è totalmente escluso. La politica è ora decisamente più consapevole dei rischi inflazionistici legati a misure di sostegno energetico implementate senza criterio, escludendo a priori questo tipo di soluzione. In conclusione, restiamo dell'idea che, anche nell'ipotesi di una rapida conclusione del conflitto mediorientale, a cui potrebbe sommarsi

un'accelerazione degli approvvigionamenti nei mesi estivi, i prezzi di gas ed energia in Europa resteranno comunque più alti rispetto a quelli registrati prima dell'inizio del conflitto, a causa della fisiologica pressione generata dal veloce riaccumulo delle 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

	26.05.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	1.123,0	56,0	43,0	54,1	85,9
WTI (\$)	93,9	40,1	60,1	54,2	63,5
Brent (\$)	99,6	37,4	57,2	55,4	63,6
Gas Naturale (\$)	2,9	1,2	-36,5	-14,8	-21,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo da Neutrale nel breve e Moderatamente Negativo nel lungo termine: l'esito della crisi in Medio Oriente resta l'obiettivo auspicato ma non mancano le incognite mentre proseguono le trattative fra le parti.

La situazione di stallo della crisi nel Golfo Persico sembra sbloccarsi, viste le trattative intorno al Memorandum di Intesa fra Stati Uniti e Iran, che ci inducono per ora solo a una marginale rimodulazione delle nostre previsioni sul comparto dell'Energia. L'outlook torna Positivo da Neutrale nel breve termine, nonostante prosegua il dialogo fra le parti. L'incertezza resta ampia e questo non consentirà a petrolio e gas naturale di stornare eccessivamente, mantenendo alta la tensione su tutto il comparto Energia, probabilmente per tutto il periodo di approfondimento degli accordi, previsto in 60 giorni. Confermiamo invece il nostro outlook Moderatamente Negativo nel lungo termine: il raggiungimento di un'intesa che porti allo sblocco totale dello Stretto di Hormuz e al ripristino del traffico navale, tolto il fisiologico periodo di assestamento legato alle trattative di cui sopra, potrebbe portare nell'arco di pochi mesi a un rientro delle quotazioni su livelli più bassi rispetto agli eccessi degli ultimi tre mesi. 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 106 e 110 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 registrati prima dello scoppio del conflitto. Ribadiamo invece come gli effetti negativi della crisi in Medio Oriente sul gas europeo possano essere più sfumati e temporanei, al netto del rincaro che si è registrato nel corso degli ultimi mesi, spingendoci a confermare il prezzo medio annuale nel 2026 a 46,2 euro, 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	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.05.26	2026	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	93,9	93,3	79,2	75,8	80,6	71,5
Brent (\$)	99,6	100,0	93,0	93,0	85,8	75,0
Gas Naturale (\$)	2,9	3,1	3,5	4,0	3,8	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.05.26	2026	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	93,9	106,0	91,0	81,0	87,5	62,8
Brent (\$)	99,6	110,0	95,0	85,0	92,0	66,8
Gas Naturale (\$)	2,9	3,2	3,6	4,0	3,6	4,0
TF (€/MWh)	47,5	50,0	45,0	50,0	46,2	32,3

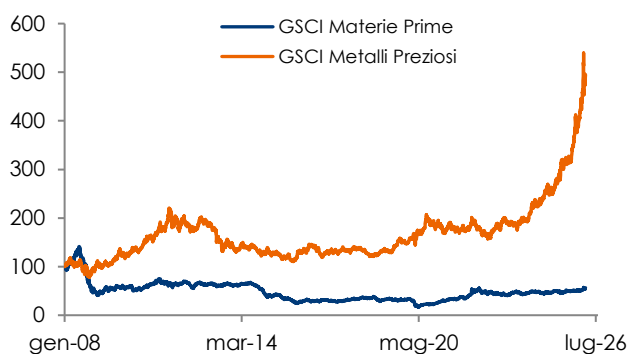
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: penalizzati dal rialzo dei rendimenti delle obbligazioni

L'avversione al rischio legata alla crisi nel Golfo Persico non sostiene i Metalli preziosi, penalizzati dal confronto coi rendimenti dei titoli obbligazionari.

Non cambia lo scenario sul comparto che, dopo i massimi di gennaio, continua a esprimere un andamento laterale che mantiene le quotazioni su livelli alti, ma al di sotto dei record, restando ai margini delle tensioni generate dal conflitto in Medio Oriente. L'evoluzione nelle trattative sul conflitto fra USA e Iran per ora mantengono ancora alta l'avversione al rischio degli investitori che continuano a non premiare i Preziosi, preferendo invece il dollaro statunitense e il franco svizzero. Pertanto, a penalizzare il comparto, non solo la forza della valuta americana che è a contendere l'oro il suo ruolo di investimento difensivo, ma anche il rialzo dei rendimenti obbligazionari, un investimento a basso rischio che genera interessi positivi, al contrario dei metalli preziosi che non staccano cedola. Il rincaro di gas e petrolio ha già portato al rialzo del prezzo dei carburanti e dell'energia, complicando i piani di tutte le principali banche centrali che rischiano ormai di dover obbligatoriamente inasprire la loro politica monetaria per contrastare il possibile ritorno dell'inflazione. Una prospettiva che ha subito inciso sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dei principali Paesi sviluppati, aumentando la remunerazione per i sottoscrittori. Uno scenario che ha ulteriormente penalizzato i Metalli preziosi, che già si erano mossi in controtendenza allineandosi ai ribassi dei listini azionari, e ora incasseranno anche il rialzo dei tassi di interesse che li penalizza ulteriormente.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.05.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.561,9	42,0	49,7	122,5
GSCI Met. preziosi	5.135,6	4,2	94,3	132,8
Oro (\$)	4.505,0	3,7	91,3	138,2
Argento (\$)	76,2	8,1	139,3	174,4
Platino (\$)	1.945,8	-4,8	84,3	65,5
Palladio (\$)	1.380,9	-14,3	38,9	-50,7

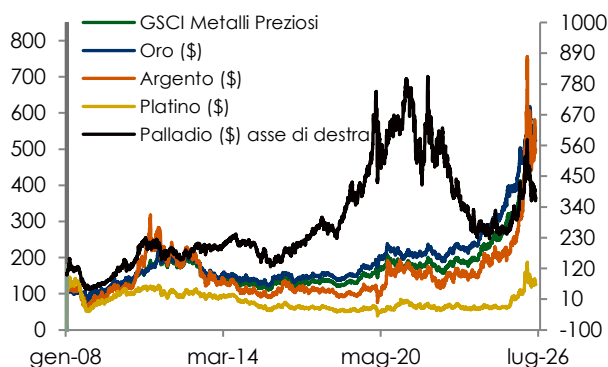
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Permane il consolidamento sui prezzi, ma si riduce ulteriormente la prospettiva di nuovi spunti rialzisti.

La dinamica rialzista di oro e argento rallenta, nonostante i recenti progressi nelle trattative in Medio Oriente, che per ora non sembrano ancora sopire i timori di inflazione e le attese di rialzo dei tassi delle principali banche centrali. Una prospettiva che ha decisamente modificato il profilo di rendimento, in particolare, delle obbligazioni statunitensi. Una asset class che genera ora una remunerazione più interessante e a basso rischio, candidandosi a diretta concorrente di oro e argento nelle scelte degli investitori prudenti, visto che i due metalli non erogano rendimenti periodici. Il calo dell'oro, ma anche dell'argento (meno per platino e palladio), è direttamente correlato alle scelte degli investitori che si allontanano dai Preziosi a causa del rinnovato timore di inflazione e si dirigono su altre forme di investimento difensivo. L'oro, dopo la straordinaria performance del 2025, ha registrato nuovi record a gennaio (area 5.550 dollari), a cui è seguita un'ampia fase di prese di beneficio da parte degli investitori, che hanno liquidato le loro posizioni sul metallo aureo prima per cavalcare il rialzo di petrolio e gas naturale e, successivamente, per riposizionarsi sul comparto obbligazionario. La risultanza di questo cambio di strategia è il rallentamento della dinamica rialzista dell'oro che si è trasformata, di fatto, solo in un consolidamento laterale su livelli alti, che proseguirà anche nei prossimi trimestri. Ragionamento pressoché identico 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 70-75 dollari. Il rialzo,

favorito anche dalla maggior convenienza nell'acquisto da parte dei piccoli investitori, visto il valore unitario più basso dei singoli contratti finanziari, sconta ora un ritorno alla normalità e un minor appeal del metallo nei confronti dell'oro. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto sono i fattori che consentono a **platino** e **palladio** di limitare i ribassi 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, accusando maggiormente il rincaro dei costi energetici.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.05.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	5.135,6	-14,6	10,8	42,0	4,2
Oro (\$)	4.505,0	-14,7	8,3	36,6	3,7
Argento (\$)	76,2	-18,8	42,5	129,6	8,1
Platino (\$)	1.945,8	-17,9	20,6	79,7	-4,8
Palladio (\$)	1.380,9	-22,8	-3,7	40,8	-14,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento e di oggettiva frenata della

dinamica rialzista. Prosegue il calo degli investimenti in Metalli preziosi, in linea con i timori per un aumento dell'inflazione (a causa del rincaro dell'energia) che riteniamo costringerà le banche centrali ad alzare i tassi di interesse per contrastare il surriscaldamento generale dei prezzi. L'avversione al rischio degli investitori persiste, nonostante i recenti progressi relativi alla crisi in Medio Oriente, continuando a non coinvolgere i Preziosi. 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, non potrà che amplificare quello che sta già accadendo, ovvero l'acquisto di titoli di Stato, a scapito di una asset class che non genera rendimento, al contrario delle obbligazioni che remunerano i sottoscrittori tramite cedole periodiche. Confermiamo il consolidamento dei prezzi per oro e argento, rispetto alle quotazioni attuali, restando allineati alla maggior parte degli analisti di mercato che hanno già ridimensionato anche i target del prossimo biennio. Nel corso del 2026 prevediamo invece un consolidamento su livelli medio-alti per il platino e una maggior spinta per il palladio, come conseguenza del loro utilizzo industriale che li discosta dalla classica visione di bene rifugio. La performance del comparto resterà vincolata indissolubilmente all'evoluzione dello scenario geopolitico, ai riflessi sul ciclo economico, nonché alle scelte di politica monetaria delle banche centrali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.05.26	2026	2026	2026	2026	2027
Oro (\$)	4.505,0	4.774,4	4.875,0	5.000,0	4.817,0	4.819,0
Argento (\$)	76,2	78,0	79,4	77,5	76,0	71,8
Platino (\$)	1.945,8	2.050,0	2.000,0	2.025,0	2.066,3	2.125,0
Palladio (\$)	1.380,9	1.510,0	1.542,5	1.555,0	1.576,0	1.500,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

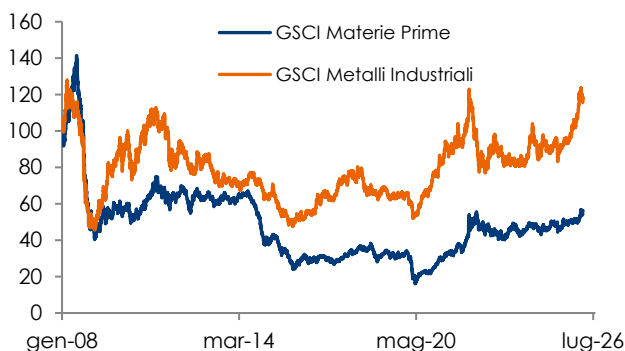
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.05.26	2026	2026	2026	2026	2027
Oro (\$)	4.505,0	4.500	4.200	4.000	4.391	4.200
Argento (\$)	76,2	72,0	60,0	50,0	66,5	50,0
Platino (\$)	1.945,8	2.000	2.000	1.950	2.040	1.956
Palladio (\$)	1.380,9	1.500	1.500	1.490	1.550	1.431

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: in consolidamento ma aumenta la pressione rialzista

I ritardi nel ripristino della regolare navigazione nello Stretto di Hormuz pesano sul comparto dei Metalli industriali. Il comparto dei Metalli industriali è sotto pressione in maniera costante ormai da quasi tre mesi, con l'indice aggregato dei sei principali metalli che aggiorna il rialzo da inizio anno sfiorando il 16%. Una performance positiva guidata essenzialmente dalla crisi dei trasporti nel Golfo Persico e dal rincaro dei costi energetici per il comparto siderurgico, oltre che dallo specifico risultato dello stagno, sostenuto da tensioni dal lato dell'offerta in Indonesia e Myanmar e dalla crescita della domanda di saldatura nel settore elettronico, come conseguenza dello sviluppo delle infrastrutture per i data center legati all'intelligenza artificiale. Il prolungarsi delle trattative per risolvere la crisi in Medio Oriente ha un doppio effetto negativo sui Metalli industriali. Da un lato, l'aumento dei prezzi energetici alimenta le pressioni inflazionistiche e rincarà i costi dei processi produttivi. Dall'altro, accresce il rischio di un rallentamento dell'economia globale, col risultato di penalizzare anche la domanda di metalli. Per ora, visto il mancato rialzo dei tassi da parte delle banche centrali, le stime di crescita economica sembrano confermate. Le quotazioni dei Metalli industriali, in rialzo, stanno incorporando per ora solo il taglio della capacità produttiva in Medio Oriente, che si innesta in un mercato che era già in forte crisi di offerta, e il rincaro dell'energia, che accresce i costi del comparto siderurgico. A farne le spese potrebbero essere, in particolare, le economie di Europa e Cina. Con i prezzi del gas naturale e dell'energia elettrica in costante fibrillazione ne risentiranno i margini delle fonderie, mentre l'incertezza sui trasporti marittimi ha già inciso sul costo dei noli, allungando i tempi di consegna.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.05.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.561,9	42,0	49,7	122,5
GSCI Industriali	2.467,0	15,8	32,3	42,6
Rame (\$)	13.623,5	9,7	32,0	33,3
Alluminio (\$)	3.672,5	22,6	38,0	48,0
Zinco (\$)	3.533,0	13,3	15,6	15,4
Nickel (\$)	18.973,0	14,0	-6,3	6,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: nuovi massimi storici. Il rame ha toccato nuovi record grazie alla spinta speculativa degli hedge fund, le cui scommesse rialziste sul metallo sono ai massimi da venti settimane. I problemi legati all'offerta dall'Indonesia, la strategia cinese di commercializzazione e la domanda di materiale per la transizione energetica e le nuove tecnologie spingono il mercato più della crisi in Medio Oriente. Le interruzioni dell'approvvigionamento dalla seconda miniera di rame più grande al mondo, quella di Grasberg in Indonesia, hanno contribuito a spingere i prezzi verso l'alto, mentre resta alta la tensione anche a Escondida, in Cile, la miniera più importante al mondo, dopo gli accordi fra il Governo cileno e gli Stati Uniti volti a garantire approvvigionamenti privilegiati a scapito dei clienti cinesi. Un evidente segnale che conferma come le prospettive di ulteriore incremento della domanda – legate non solo alla transizione "green" ma soprattutto all'implementazione delle infrastrutture (reti e data center) indispensabili per lo sviluppo dell'intelligenza artificiale – siano un elemento di forte pressione rialzista. A rallentare questa dinamica ci ha pensato il forte rialzo delle esportazioni dalla Cina, cresciute del 14% su base annua ad aprile, trainate in parte dalle forti spedizioni di prodotti "clean-tech" (prodotti a basso inquinamento e utilizzabili nella filiera certificata dei prodotti "green") e componenti industriali ad alta percentuale di rame. Al netto delle tensioni di breve, si conferma quindi la capacità del rame di mantenere livelli elevati di prezzo nonostante un contesto macroeconomico decisamente incerto. Il motivo resta legato alla presenza di una domanda sottostante più solida

di quanto appaia, legata al processo di cambiamento tecnologico che lo scoppio della crisi in Medio Oriente ha solo marginalmente posto in secondo piano. Lo scenario descritto dovrebbe alimentare una dinamica di consolidamento strutturale dei prezzi.

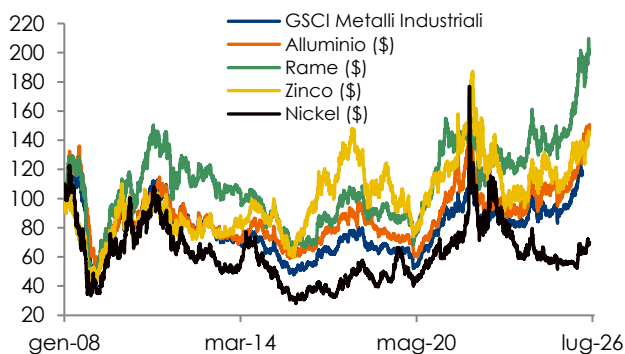
Alluminio: nuovi massimi storici anche per i prezzi dell'alluminio. A causa dello stallo della crisi del Golfo Persico da settimane i prezzi dell'alluminio restano sui livelli massimi di tutti i tempi, sopra i 3.600 dollari alla tonnellata. Il blocco dello Stretto di Hormuz ha interrotto infatti i flussi commerciali di numerose materie prime, tra cui l'alluminio. Le forniture provenienti dai paesi del Golfo rappresentavano il 9% dell'offerta globale, prima dello scoppio del conflitto, e quasi il 25% delle forniture dirette in Cina. La chiusura per danni o cautelativa dei due grandi impianti del Golfo, di proprietà di EGA e di ALBA, ha inciso su una produzione che annualmente si attestava intorno ai 7 milioni di tonnellate di metallo. Ad accentuare la pressione sui prezzi anche l'ottimo andamento della produzione manifatturiera in Cina che ha visto aumentare la richiesta di laminati e semilavorati in alluminio. Tuttavia, Pechino rappresenta il 60% della produzione mondiale, risultando immune alla crisi perché la sua sovraccapacità produttiva le consente di soddisfare la crescente domanda di alluminio, sostituendosi alle mancate forniture dal Golfo Persico. Al contrario, la situazione attuale rischia di danneggiare soprattutto l'Europa, che appare particolarmente vulnerabile importando circa l'80% dell'alluminio che utilizza in settori industriali quali: l'automobile, l'edilizia (laminati e serramenti), il packaging, l'aerospazio e infine l'energia. L'Europa ha di fatto rinunciato alla produzione primaria di alluminio, delocalizzandola in Cina per ragioni di convenienza economica, energetica e ambientali. Restiamo dell'idea che se il blocco di Hormuz dovesse finalmente risolversi, facendo ritornare il mercato fisico dell'alluminio a una maggior normalità, è possibile che l'attuale pressione rialzista si smorzi, lasciando spazio a un consolidamento dei prezzi.

Zinco: i prezzi accelerano al rialzo, spinti dal prosieguo della crisi in Medio Oriente, ma non mancano gli elementi di rischio. Lo zinco, benché solo parzialmente coinvolto dalle turbolenze di mercato legate al costante blocco della navigazione nello stretto di Hormuz, ha registrato un rialzo delle quotazioni, allineandosi alla dinamica degli altri metalli. 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 altro rischio riguarda tuttavia il ritorno dell'inflazione e la concreta prospettiva di un inasprimento delle condizioni di credito da parte delle principali banche centrali dei paesi sviluppati, dato che circa il 55% della domanda finale di zinco proviene dal settore edile. Questo comparto, infatti, non solo è molto sensibile al rialzo dei tassi di interesse, che incide sulla richiesta di mutui e finanziamenti finendo per impattare sulle nuove costruzioni, ma è anche particolarmente vulnerabile al minimo accenno di rallentamento economico che parimenti frena il mercato immobiliare. Un quadro che pensiamo possa portare a un movimento di consolidamento nel breve e di ribasso delle quotazioni dello zinco, verso fine anno e nel 2027.

Nickel: la riduzione dell'offerta dall'Indonesia continua a sostenere i prezzi nel breve. Ancora una volta si conferma come lo scenario del nickel resti legato alle scelte dell'Indonesia, primo produttore al mondo, dettate non solo dal rincaro dell'energia ma anche dalle difficoltà di reperire prodotti chimici a base di zolfo, per via del perdurare del blocco dei transiti navali da Hormuz. Il nickel è tornato a sfiorare area 20.000 dollari la tonnellata a inizio maggio, dopo che il gruppo Tsingshan ha ridotto la produzione proveniente dall'impianto industriale di Weda Bay in Indonesia. Duplice il motivo della decisione: da un lato la riallocazione dell'elettricità, divenuta più costosa, verso le nuove (e più redditizie) linee produttive di alluminio, dall'altra la volontà di anticipare una serie di manutenzioni, comunque previste nella seconda parte del 2026, per l'ammodernamento dell'impianto. Questa mossa porterà a una diminuzione tra il 10% e il 15% della capacità produttiva di nickel proveniente da quel sito. In aggiunta, a causa della diminuzione dell'offerta di minerali e dell'aumento dei costi, la produzione di nickel destinata all'acciaio inossidabile era già stata ridotta sia a marzo che in aprile. Una situazione che deriva

anche dalla perdurante 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, proprio per le distorsioni sui trasporti generate dal conflitto nel Golfo Persico. Le stime sul 2026 continuano a indicare un persistente eccesso di offerta dovuto quasi esclusivamente all'industria indonesiana ma è evidente che il prolungarsi delle trattative per risolvere la crisi in Medio Oriente stia costringendo l'intera filiera del nickel a prendere in considerazione strategie differenti. Sul ribasso dei prezzi del nickel da noi atteso continuerà a pesare il mix di due elementi: la dimensione dei consumi futuri derivanti dalla rivoluzione tecnologica ed energetica che ci attende e la sovraccapacità produttiva indonesiana.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.05.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.467,0	9,0	26,4	44,2	15,8
Rame (\$)	13.623,5	2,1	24,5	42,0	9,7
Alluminio (\$)	3.672,5	17,0	29,8	47,8	22,6
Zinco (\$)	3.533,0	6,5	17,2	30,6	13,3
Nickel (\$)	18.973,0	6,3	27,9	23,1	14,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale, in attesa del ritorno alla normalità dei trasporti navali nello stretto di Hormuz e in un contesto di alta pressione sui prezzi in vista del previsto aumento della domanda.

Il comparto dei Metalli, al netto dei rialzi delle ultime settimane, resta vincolato alla risoluzione della crisi in Medio Oriente. Questo aspetto, unito alla sensazione che i mercati fisici di molti metalli siano, in realtà, in una situazione di deficit di offerta maggiore di quanto percepito – dovuto agli scarsi investimenti degli ultimi anni per via del rallentamento economico ma anche degli alti tassi di interesse debitori – sostiene l'ipotesi rialzista, in vista dell'aumento della domanda per la transizione energetica e le nuove tecnologie. L'incertezza sul ciclo economico, i timori legati al rincaro dei costi energetici e i conseguenti riflessi sull'inflazione nei principali paesi importatori rafforzano infatti la prospettiva di un nuovo inasprimento delle condizioni creditizie dovuto al probabile rialzo dei tassi, volto a raffreddare la dinamica dei prezzi. Il verificarsi di un'ulteriore restrizione creditizia scoraggerebbe il lancio di qualsiasi nuovo progetto esplorativo, minerario o siderurgico (come accaduto in passato), aggravando ulteriormente la carenza di offerta e rendendo ancor più squilibrato il mercato fisico, in vista del previsto incremento della domanda nei prossimi trimestri.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.05.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.623,5	12.650	12.500	12.500	12.478	12.150
Alluminio (\$)	3.672,5	3.500	3.528	3.400	3.420	3.219
Zinco (\$)	3.533,0	3.100	3.000	3.000	3.086	2.916
Nickel (\$)	18.973,0	17.788	17.625	17.425	17.272	16.700

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.05.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.623,5	13.550	13.500	13.000	13.230	13.000
Alluminio (\$)	3.672,5	3.600	3.555	3.450	3.450	3.375
Zinco (\$)	3.533,0	3.500	3.495	3.300	3.390	3.213
Nickel (\$)	18.973,0	17.575	17.500	16.600	17.300	16.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: il rincaro dei fattori produttivi preme sui cereali

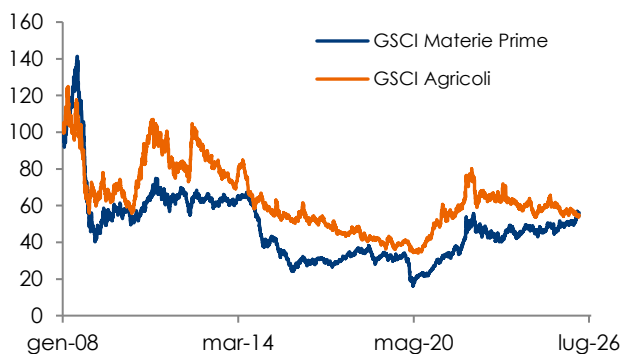
Il rincaro di fertilizzanti e altri prodotti chimici, oltre al rialzo dei costi dei carburanti agricoli, pesa sul comparto Agricolo, premendo sui prezzi dei cereali. La nuova fase di trattative fra USA e Iran resta il principale elemento di attenzione per il comparto Agricolo, che attende l'auspicato ritorno alla normalità della navigazione nello Stretto di Hormuz. Nonostante l'aumento dei prezzi di gas e petrolio sembri stabilizzarsi, crescono gli effetti negativi sulla filiera agricola, favorendo il rialzo delle quotazioni, in particolare dei cereali (meno delle soft commodity), legati alla minore disponibilità di fertilizzanti e prodotti chimici provenienti dal Golfo Persico, i cui prezzi sono saliti, causando un incremento dei costi delle derrate alimentari. La scarsità di fertilizzanti e pesticidi, infatti, già questo mese ha iniziato a generare un sensibile rincaro per i prodotti sugli scaffali della grande distribuzione, soprattutto per i cereali e i prodotti lavorati derivati dalle farine. Il ritardo temporale con cui questi effetti si propagano lungo tutta la catena produttiva e commerciale ha solo rimandato un fenomeno che ci aspettavamo potesse alla fine emergere. 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. Come conseguenza del rincaro dei fattori produttivi, i prezzi dei prodotti agricoli potrebbero salire ulteriormente, amplificando l'attenzione per una componente molto importante dell'inflazione. Le principali banche centrali dei grandi paesi sviluppati monitorano, infatti, non solo il rincaro di gas e petrolio ma anche l'impatto di questa situazione sulle derrate alimentari. Due elementi che alimentano i timori di un possibile ritorno dell'inflazione a causa della mancata risoluzione, per ora, della crisi in Medio Oriente, che costringerebbe al rialzo dei tassi di interesse (un'ipotesi che si fa via via più concreta), inasprendo ulteriormente le condizioni di credito che abitualmente finiscono per penalizzare, fra i primi settori produttivi, proprio l'agricoltura.

Europa: piano europeo contro il rincaro dei prodotti chimici e sospensione dei dazi sui concimi a base di azoto. Per la seconda volta in meno di cinque anni, i prezzi dei concimi minerali hanno subito un forte rincaro in Europa. Il primo rialzo, nel 2022, è coinciso con l'invasione russa dell'Ucraina; il secondo è invece legato all'attuale crisi in Medio Oriente che sta impattando sui mercati agricoli del vecchio continente. Per questa ragione, la Commissione Europea ha deciso di introdurre un piano che prevede una strategia su due binari: da un lato, misure di sostegno finanziario immediato agli agricoltori tramite il PAC (i fondi europei contenuti nel Piano Agricolo Comunitario), unite ad azioni strutturali di lungo termine per consolidare la produzione interna e favorire la transizione verso una tipologia di concimi a basse emissioni e di origine biologica. Dall'altro lato, diventa operativa la sospensione per un anno dei dazi UE sui fertilizzanti a base di azoto; il Consiglio Europeo ha deciso infatti di tagliare le tariffe su urea e ammoniaca, con un risparmio da 60 milioni di euro per gli agricoltori, volto a contrastare il caro-prezzi e garantire la stabilità della produzione alimentare europea. Nel 2024 l'UE ha importato 2 milioni di tonnellate di ammoniaca e 5,9 milioni di tonnellate di urea, oltre a 6,7 milioni di tonnellate di miscele azotate. Nessuna concessione invece sul fronte del Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM - Reg. UE 2023/956) 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 inquinanti. La richiesta di sospensione sostenuta da Italia e Francia è stata respinta dalla Commissione, che ritiene tale misura penalizzante in quanto aggraverebbe la dipendenza dalle importazioni. Le associazioni degli agricoltori europei stimano un costo diretto di 820 milioni di euro nel solo 2026, a causa del CBAM. Un aggravio destinato a crescere fino a 3,4 miliardi entro il 2034. Sul medesimo orizzonte previsivo, le associazioni stimano un costo complessivo – considerando l'allineamento dei prezzi dei produttori interni – che potrebbe sfiorare i 40 miliardi di euro, pari a circa il 10% dell'intero plafond di fondi destinato al PAC.

Nuovo accordo USA-Cina sui prodotti agricoli. L'incontro tra Trump e Xi Jinping ha riportato l'agricoltura al centro delle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Gli accordi annunciati

dopo il vertice hanno già iniziato a riflettersi parzialmente sui mercati delle materie prime alimentari. La Casa Bianca ha infatti comunicato che Pechino si è impegnata ad acquistare almeno 17 miliardi di dollari l'anno di prodotti agricoli statunitensi nel 2026, 2027 e 2028. Un volume di acquisto che va inteso come aggiuntivo rispetto agli accordi già in essere sulla soia e stipulati lo scorso anno. La Cina aveva infatti già promesso acquisti per 12 milioni di tonnellate, in un programma più ampio da 25 milioni annui per tre anni. La nuova intesa prevede anche il ripristino delle importazioni di carne bovina americana, con la riattivazione delle autorizzazioni (in precedenza sospese come rappresaglia verso la battaglia commerciale scatenata da Trump) per oltre 400 stabilimenti e l'estensione delle licenze anche a nuovi impianti e allevatori statunitensi. Ripartono anche le importazioni di pollame dagli Stati Uniti ma solo da quegli stati (e allevamenti) certificati come sanificati dall'influenza aviaria. La Cina resta un mercato fondamentale per gli Stati Uniti (soprattutto per soia, cotone, sorgo e carne suina), ma negli ultimi anni ha visto ridurre il suo peso, complice la diversificazione degli approvvigionamenti cinesi verso il Sud America. La prima disputa commerciale, risalente al 2018 (durante la prima amministrazione Trump), è stata la motivazione che ha spinto Pechino a diversificare le proprie forniture facendo divenire il Brasile il principale partner agricolo, favorendone l'espansione produttiva e le infrastrutture logistiche dedicate all'export. Nel 2010 gli Stati Uniti esportavano 24 milioni di tonnellate di prodotti agricoli in Cina (pari a circa il 45% del mercato), contro i 19 milioni del Brasile (32%). Nel 2024 lo scenario si è completamente ribaltato: il Brasile spediva 73 milioni di tonnellate (il 70% delle importazioni cinesi), mentre gli Stati Uniti sono scesi a 27 milioni (circa il 23%). Nonostante gli avvertimenti dell'American Farm Bureau Federation (l'associazione degli agricoltori e allevatori statunitensi), che ha sottolineato come gli impegni commerciali non sempre si traducano in acquisti costanti, va detto che nei primi quattro mesi del 2026 le vendite settimanali di soia verso la Cina sono effettivamente risultate superiori ai livelli registrati nel medesimo periodo del 2025 e maggiori anche della media quinquennale, segnalando un netto miglioramento delle spedizioni rispetto al passato e confermando l'efficacia degli accordi stipulati dagli Stati Uniti con il paese asiatico.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.05.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.561,9	42,0	49,7	122,5
GSCI Agricoli	494,2	4,7	-8,4	3,3
Mais (\$ cent)	457,5	3,9	-1,6	-31,2
Fruento (\$ cent.)	635,5	25,3	-8,9	-6,0
Soia (\$ cent)	1.186,0	15,1	-5,0	-22,8
Cotone (\$ cent)	77,4	20,4	-3,9	-6,3
Cacao	4.169,0	-31,3	-49,7	72,1
Zucchero	14,5	-3,1	-21,0	-13,3
Caffè (Arabica)	274,0	-21,4	25,5	76,0
Caffè (Robusta)	3.519,0	-14,4	-13,1	134,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari aumenta per il 3° mese consecutivo ad aprile.

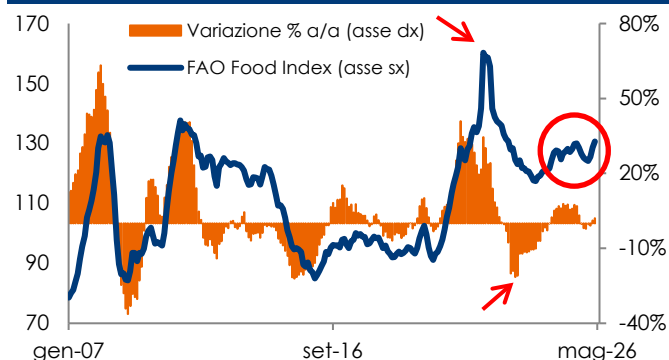
L'indice FAO dei prezzi alimentari è salito in aprile (+1,6% m/m) dai suoi livelli di marzo, registrando una media di 130,7 punti, rispetto ai 128,5 punti precedenti, e segnando il terzo mese consecutivo di rialzo. Gli indici dei prezzi di carne, oli vegetali e cereali sono cresciuti, più che compensando il calo di zucchero e latticini. L'indice dei prezzi dei cereali è salito del +0,8% rispetto a marzo e di +0,4% rispetto ai livelli segnati lo scorso anno, beneficiando del rialzo di tutti i principali cereali, ad eccezione di sorgo e orzo. I prezzi del grano sono stati sostenuti dal peggioramento dei raccolti negli Stati Uniti dovuto alla siccità; stessa situazione anche in Australia, dove la riduzione delle precipitazioni ha inciso sulla resa. Inoltre, il rialzo è stato alimentato dalle aspettative di una riduzione delle semine di grano nel 2026, poiché gli agricoltori starebbero orientandosi verso

colture che utilizzino meno fertilizzanti, i cui costi restano elevati a causa dell'aumento dei prezzi energetici e delle interruzioni legate alle difficoltà nello Stretto di Hormuz. I prezzi mondiali del mais sono aumentati dello 0,7%, sostenuti da una riduzione stagionale delle forniture e dalle condizioni climatiche in Brasile, oltre che dalla siccità che sta ostacolando le semine in alcune aree degli Stati Uniti. Ulteriore supporto è arrivato dall'incremento della domanda di etanolo, dovuta agli elevati prezzi del petrolio che, come detto, hanno inciso anche sul rincaro dei fertilizzanti. L'indice dei prezzi del riso è salito dell'1,9%, trainato dall'aumento dei costi di produzione e commercializzazione nella maggior parte dei paesi esportatori, appunto per il forte incremento dei prezzi del greggio e dei carburanti. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali** ha registrato una media di 193,9 punti ad aprile, in aumento del 5,9% rispetto a marzo, raggiungendo il livello più elevato da luglio 2022. L'incremento riflette i rialzi dei prezzi degli oli di soia, palma, colza e girasole. L'olio di palma è aumentato per il quinto mese consecutivo, sostenuto principalmente dalle prospettive di una maggiore domanda da parte del settore dei biocarburanti, favorita dagli incentivi introdotti in diversi paesi come conseguenza degli elevati prezzi del petrolio. Ulteriore pressione al rialzo è derivata dalle preoccupazioni per un possibile calo della produzione nel Sud-Est asiatico nei prossimi mesi. Contemporaneamente i prezzi dell'olio di girasole sono stati sostenuti dalla persistente scarsità dell'offerta nell'area del Mar Nero, mentre le quotazioni in Argentina hanno mostrato un lieve indebolimento, come conseguenza dell'aumento stagionale della lavorazione che ha incrementato la disponibilità di prodotto destinato all'export. **L'indice dei prezzi della carne** è cresciuto dell'1,2% m/m (in rialzo del 6,4% a/a), raggiungendo un nuovo massimo storico. L'incremento riflette il rialzo dei prezzi in quasi tutte le categorie, ad eccezione della carne ovina, rimasta sostanzialmente stabile. La varietà suina ha visto le sue quotazioni aumentare, soprattutto nell'Unione Europea, a causa della crescente domanda stagionale, sebbene il rialzo sia stato parzialmente compensato da prezzi più bassi in Brasile grazie all'abbondanza di offerta. I prezzi della carne bovina sono invece saliti in Brasile, per la ridotta disponibilità, determinando una contrazione dell'offerta globale, a cui si è aggiunta la forte domanda dalla Cina. Come detto, le quotazioni della carne ovina sono rimaste sostanzialmente invariate: i rialzi registrati in Australia, dovuti alla limitata disponibilità commercializzabile, sono stati compensati dal calo dei prezzi in Nuova Zelanda, causato dalla minore domanda proveniente dalla Cina, principale mercato di destinazione di quelle esportazioni. Per quanto concerne la varietà avicola, le quotazioni sono invece salite grazie alla domanda proveniente dal Brasile e da diversi mercati africani, che ha più che compensato il rallentamento delle vendite in Medio Oriente, dove i problemi alla navigazione hanno reso necessario deviare le spedizioni via Mar Rosso. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito dell'1,1% ad aprile, in ribasso del 21,1% rispetto ai livelli di un anno fa. Il calo è stato determinato principalmente dalla riduzione delle quotazioni di burro e formaggi, che ha più che compensato il continuo aumento dei prezzi del latte scremato in polvere (SMP), mentre i livelli del latte intero in polvere (WMP) sono rimasti sostanzialmente stabili. I prezzi del burro sono diminuiti dopo due mesi consecutivi di rialzo, mentre le quotazioni del latte hanno continuato la loro discesa principalmente a causa dell'abbondante disponibilità nell'Unione Europea e di una produzione superiore alle attese nel continente australe. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è calato del 4,7% rispetto a marzo (-21,2% a/a). La flessione registrata ad aprile è stata determinata principalmente dalle aspettative di abbondanti forniture globali nella stagione in corso. Migliorano le prospettive produttive nei principali paesi produttori asiatici, in particolare Cina e Thailandia. Anche l'avvio del nuovo raccolto nelle principali aree produttive del Brasile, favorito da buone condizioni meteorologiche, ha contribuito alla generale diminuzione dei prezzi internazionali dello zucchero.

FAO: nuovo marginale rialzo della previsione per la produzione cerealicola mondiale per la stagione 2025/26, mentre prosegue il rincaro dei prodotti chimici usati in agricoltura. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di maggio, la FAO ha rivisto lievemente al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025/26, attesa ora a 3.039,8 milioni di tonnellate da 3.035,5 milioni di aprile (+4,3 milioni di tonnellate e +6% anno su anno). Un risultato dovuto alla revisione

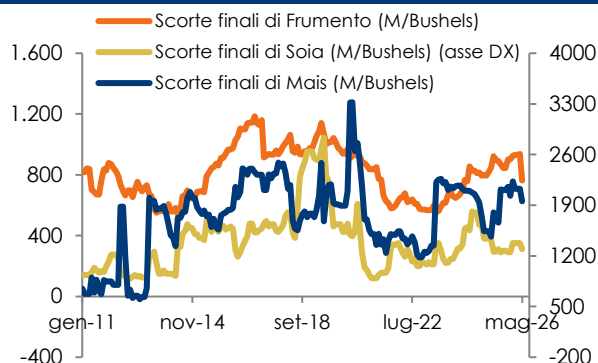
al rialzo delle produzioni di grano e mais di circa 2 milioni di tonnellate ciascuna, principalmente in Europa, e della produzione globale di riso, che aumenterà del 2,0% nel 2025/26, grazie ai risultati riportati in Cambogia, Costa d'Avorio e Mali, attestandosi a 563,4 milioni di tonnellate (in linea con le previsioni di aprile di 563,3 mln). Il consumo di cereali, nel 2025/26, crescerà leggermente attestandosi a 2.946,2 milioni di tonnellate dai 2.944,8 milioni previsti lo scorso mese: +2,5% rispetto al 2025. L'utilizzo di grano è stato rivisto al rialzo a maggio: 804,6 milioni da 803,8 mln, così come quello di tutti i cereali secondari, ancora una volta grazie all'aumento della domanda dal comparto zootecnico, soprattutto in Sud America, dove anche la disponibilità è cresciuta. Le scorte globali di cereali sono viste ancora al rialzo a fine 2026 a 954,6 milioni di tonnellate (951,5 milioni in precedenza), +10% su base annua. Il rapporto tra scorte e consumi a livello globale dovrebbe salire al 32,3%, da 32,2%, in linea con lo scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono però un calo di 1 milioni di tonnellate per il commercio internazionale di cereali, che scende ora a 504,3 da 505,3 milioni di tonnellate stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

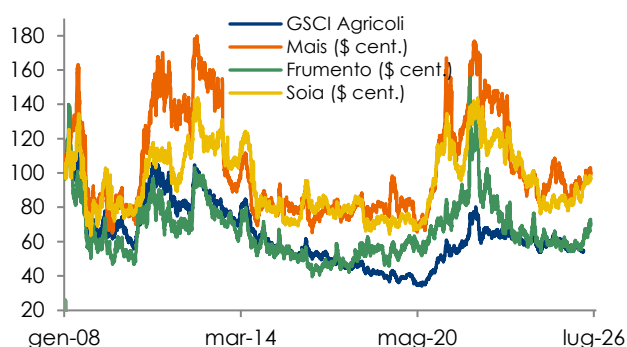


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2026)

WASDE: il report di maggio apporta una revisione al ribasso per la stagione 2025/26 e introduce le prime stime per la stagione 2026/27. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di maggio, 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 e 2026/2027. Le stime globali per il **grano** per il 2025/26 vedono una produzione mondiale in lieve diminuzione a 843,84 milioni di tonnellate da 844,15 milioni, a causa del calo della produzione nei principali paesi esportatori; la prima stima per la stagione 2026/27 è invece di 819,06 milioni di tonnellate. Il consumo globale è visto aumentare a 823,52 milioni da 820,12 milioni precedenti, principalmente per l'incremento dei consumi in India (la stima per la stagione 2026/27 è simile: 823,23 milioni). Il commercio globale è stato rivisto al rialzo di circa 2 milioni di tonnellate (da 221,88 milioni a 223,68) nel 2025/26, mentre per la prossima stagione è stimato a 211,70 milioni di tonnellate. Le scorte finali per il 2025/26 sono previste in calo di 4 milioni di tonnellate a 279,21 milioni da 283,12 milioni di tonnellate del mese scorso, con la maggior riduzione negli Stati Uniti. La produzione globale di **mais** per la stagione 2025/2026 è in aumento a 1.312,68 milioni di tonnellate da 1.310,07 milioni della stima precedente, aggiornando il livello più elevato mai registrato; per la stagione 2026/27 la prima stima è pari a 1.295,38 milioni di tonnellate. Il consumo mondiale è stimato in rialzo a 1.310,53 milioni di tonnellate (da 1.302,55 milioni) nel 2025/26 e salire ulteriormente anche nella prossima stagione: 1.314,79 mln. Le importazioni mondiali sono state incrementate a 195,86 milioni di tonnellate da 193,10 milioni (198,59 milioni per il 2026/27), così come le esportazioni che sono passate a 213,61 milioni di tonnellate da 207,29 milioni (206,91 milioni per il 2026/27). Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese in aumento a 296,95 milioni da 294,81 milioni previsti ad aprile. La produzione 2025/26 di **cereali secondari (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale)** è stimata a 1.606,82 milioni di tonnellate da 1.598,26 milioni attesi ad aprile (1.588,65 milioni la prima previsione per la stagione

2026/27). Il consumo mondiale è atteso in rialzo a 1.600,90 milioni da 1.596,80 mln (1.608,31 milioni la stima per la prossima stagione). Le esportazioni sono riviste al rialzo a 260,78 milioni di tonnellate dai 253,82 milioni dello scorso report (248,98 milioni nel 2026/27). Le scorte finali sono attese in aumento a 328,84 milioni di tonnellate, rispetto ai 326,18 milioni di aprile. Per il mercato della **soia**, la stima della produzione mondiale per la stagione 2025/26 è rivista in rialzo marginale a 427,60 milioni di tonnellate, dai 427,41 milioni precedenti, mentre la prima stima per la stagione 2026/27 è di 441,54 milioni. Le esportazioni sono attese in moderato calo a 186,57 milioni di tonnellate, rispetto ai 187,17 milioni dello scorso mese (189,22 milioni la previsione 2026/27). Le importazioni sono anch'esse stimate in minimale ribasso a 184,77 milioni di tonnellate rispetto ai 185,63 milioni precedenti (188,02 milioni nella prossima stagione), mentre le scorte finali globali di soia sono previste in crescita di 0,34 milioni di tonnellate a 125,13 milioni nel 2025/26 (da 124,79 mln stimati ad aprile).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.05.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	494,2	4,7	1,4	-2,7	4,7
Mais (\$ cent.)	457,5	4,3	6,0	-0,4	3,9
Frumento (\$ cent.)	635,5	7,5	20,1	20,2	25,3
Soia (\$ cent.)	1.186,0	2,5	4,8	11,6	15,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: la tensione rialzista sui prezzi delle granaglie, e solo parzialmente sulle soft commodity, sembra aver già mostrato i suoi effetti.

Le lunghe trattative in corso dovrebbero portare all'auspicato sblocco navale dello Stretto di Hormuz che ha inciso, fino ad ora, sul prezzo e sulla disponibilità dei fertilizzanti, rincarando il gasolio per uso agricolo e amplificando le difficoltà di tutte le catene di approvvigionamento agricole. La salita dei prezzi è apparsa finora più evidente sui cereali; le tensioni su carburanti e prodotti chimici rischiano di influenzare le semine autunnali, con gli agricoltori che potrebbero preferire colture a più bassa lavorazione e scarso utilizzo di concimi e pesticidi, a scapito di altri prodotti. A questa situazione, a cui l'Europa tenta di porre rimedio con un piano di sostegno all'agricoltura, si sommano anche le pressioni rialziste originate dai nuovi accordi commerciali fra USA e Cina. Uno scenario che si è tradotto in una crescita dei prezzi per tutto il comparto dei cereali, ma in particolare soia e frumento, oggetto di tali accordi. Pressione anche sul mais, sempre in relazione al rincaro dei prodotti chimici, in vista del raccolto estivo e delle prospettive di una maggior richiesta di etanolo, per effetto del rialzo dei carburanti petroliferi. L'aumento delle quotazioni è stato sostenuto da due elementi: l'incremento degli acquisti cinesi e il rincaro dei fattori produttivi (prodotti chimici), che si sono scaricati sui contratti finanziari quotati alle borse merci. Una situazione che, almeno nel breve, potrebbe aver esaurito i suoi effetti e lasciar spazio a un consolidamento comunque su valori alti. Ancora una volta appaiono meno evidenti gli effetti sulle soft commodity, solo marginalmente sfiorate dagli effetti della crisi. Anche il cotone, che per primo aveva mostrato segnali più forti di rialzo dei prezzi, in particolare per la materia prima in arrivo dalle piantagioni del Sud-Est asiatico, ha frenato la sua corsa rialzista. Il calo delle consegne di gas, petrolio e prodotti chimici, in uscita dallo stretto di Hormuz via nave verso l'Asia, e l'aumento di prezzo dei combustibili hanno favorito l'incremento della domanda di tessuto naturale, a scapito 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) come nel caso del mais. Riferendoci a una prospettiva più di medio termine,

continuiamo a pensare che la domanda mondiale di cereali, nel prossimo futuro, possa sorprendere al rialzo, premendo anch'essa sui prezzi agricoli. Tale aumento della richiesta, influenzata sia dai consumi industriali che dalla produzione di mangimi animali, oltre che dall'incremento demografico (e quindi dal maggior consumo umano), rappresenta un'ipotesi sottovalutata dalla maggior parte degli analisti di mercato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.05.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	457,5	465,0	470,3	470,0	459,5	462,9
Frumento (cent. \$)	635,5	580,0	600,0	610,0	600,0	629,5
Soia (cent. \$)	1.186,0	1.200,0	1.200,0	1.200,0	1.137,5	1.135,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.05.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	457,5	464,0	460,0	440,0	450,0	460,0
Frumento (\$ cent.)	635,5	625,0	620,0	600,0	600,0	610,0
Soia (\$ cent.)	1.186,0	1.160,0	1.155,0	1.150,0	1.145,0	1.150,0

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 impattando in maniera maggiore il mercato dei cereali e meno quello dei coloniali. Anche zucchero e cotone, i primi ad aver mostrato una maggior reazione al rincaro del greggio, sembrano aver esaurito la loro dinamica rialzista.

Cotone: il rincaro delle fibre sintetiche e l'effetto sostituzione con quella naturale manterranno alte le quotazioni del cotone nel breve termine, ma l'auspicato calo del prezzo del petrolio potrebbe ridurre la tensione rialzista.

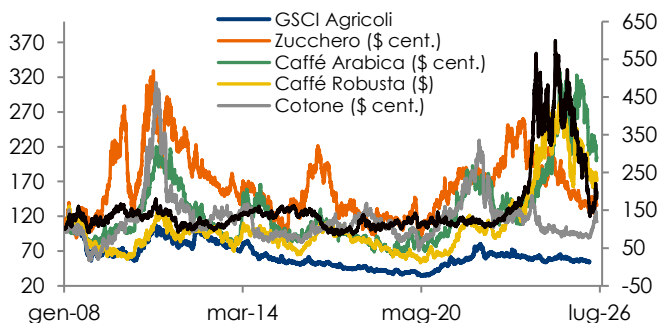
Le nuove trattative USA-Iran e l'incertezza sull'esito della crisi in Medio Oriente potrebbero portare a uno sblocco parziale della navigazione dello stretto di Hormuz. Ripristinare il regolare transito marittimo delle forniture di petrolio e gas naturale dal Golfo Persico continua ad essere la principale priorità, poiché i costi del petrolio sono uno dei principali fattori che determinano il prezzo del poliestere e hanno un impatto indiretto anche sulla determinazione della domanda e dei prezzi del cotone. 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 revisioni al rialzo del surplus. In questo contesto, i prezzi dei contratti derivati sul cotone restano sostenuti ma senza esprimere una robusta dinamica rialzista. Nel WASDE di maggio, la produzione globale per la stagione 2025/26 è stimata a 122,64 milioni di balle dai precedenti 121,87 milioni di aprile, mentre la prima previsione per la stagione 2026/27 è pari a 116,04 milioni. Il consumo è salito ancora a 120,13 milioni da 119,14 milioni del mese scorso, con gli incrementi registrati in Cina e India solo in parte compensati dal ribasso nei consumi in Bangladesh e Vietnam (in rialzo le previsioni di consumo per la prossima stagione a 121,69 milioni). Le scorte finali sono state riviste al rialzo di circa 230.000 balle a 77,27 milioni (dai 77,03 milioni del mese di aprile), con un rapporto scorte/consumi del 64,5%. Il nostro scenario sul cotone per il 2026 prevede un consolidamento del prezzo medio intorno ai 75 centesimi nel 2° trimestre, per poi lasciare spazio a un ritracciamento maggiore delle quotazioni.

Zucchero: il rincaro del petrolio sostiene la produzione di etanolo a scapito del dolcificante, un effetto che potrebbe sostenere le quotazioni di mercato ma in maniera limitata.

Come il cotone, anche lo zucchero resta una delle soft commodity maggiormente impattate dalla crisi in Medio Oriente. Mentre da un lato si confermano le previsioni di abbondanti forniture globali da tutti i principali produttori, dall'altro il Governo indiano, che inizialmente non intendeva 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), ha recentemente cambiato idea. L'India, il secondo produttore mondiale di zucchero, ha infatti nuovamente stabilito il divieto di esportare lo zucchero almeno fino alla fine di settembre, nel tentativo di proteggere le forniture locali di dolcificante. La mossa sarebbe originata dal taglio delle stime di produzione da parte di una fetta di produttori locali, a causa delle condizioni meteorologiche

sfavorevoli in quelle aree produttive (non in tutte). La produzione domestica di zucchero è prevista ora a 32 milioni di tonnellate, per la stagione che terminerà proprio il 30 settembre, in calo rispetto alla precedente proiezione di 32,4 milioni di tonnellate, curata dall'Indian Sugar & Bio-Energy Manufacturers Association. L'allarme suscitato da questa revisione, la decisione dell'India e il protrarsi del blocco di Hormuz potrebbero mantenere una certa pressione rialzista, sufficiente a confermare il marginale rialzo dei prezzi dello zucchero che ci attendiamo a partire dall'estate.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.05.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	494,2	4,7	1,4	-2,7	4,7
Cotone	77,4	21,6	23,3	18,0	20,4
Cacao	4.169,0	40,2	-16,5	-57,3	-31,3
Zucchero	14,5	0,9	-4,0	-15,9	-3,1
Caffè (arabica)	274,0	-4,2	-33,4	-24,1	-21,4
Caffè (robusta)	3.519,0	-4,6	-22,0	-25,7	-14,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: permangono prezzi stabili per entrambe le varietà di caffè (nel breve), maggior prospettiva di rialzo per la Robusta, in attesa dell'esito della crisi in Medio Oriente.

Dall'inizio del 2026 le quotazioni dei contratti finanziari di entrambe le varietà di caffè registrano una performance negativa, di pari passo con i costanti miglioramenti di previsioni di raccolti record per la stagione in corso. Recentemente la Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) ha aggiornato le stime sulla produzione brasiliana di caffè per la campagna 2026/27 (marzo-febbraio), prevedendo una raccolta complessiva di 66,7 milioni di sacchi, in aumento del 18% rispetto alla stagione precedente e dello 0,8% rispetto alle previsioni di gennaio. Un incremento dovuto soprattutto alla qualità Arabica, attesa a 45,8 milioni di sacchi (+28% sul 2025/26 e +4% rispetto alle stime di gennaio). Per la Robusta, invece, CONAB prevede 20,9 milioni di sacchi, sostanzialmente in linea coi volumi della scorsa campagna (+1%) ma inferiore del 5% rispetto alle precedenti stime. L'incremento di raccolto per l'Arabica deriverebbe dall'aumento delle superfici coltivate e dalla resa delle piantagioni che sono nel loro ciclo di maggior "carico" di frutti (il numero di fave è stato favorito da una fioritura abbondante), a cui si sono sommate condizioni meteorologiche particolarmente favorevoli. Questa divergenza fra le previsioni per le due varietà di caffè, in Brasile, ci consente di fare un ragionamento più complessivo. Pensiamo che, visti i livelli raggiunti e le stime sui raccolti, la probabilità di un minor rialzo delle quotazioni dell'Arabica sia maggiore rispetto alla Robusta. Non va poi dimenticato che le difficoltà di navigazione nel Golfo Persico incidono soprattutto sulle forniture di combustibili e prodotti chimici diretti in Asia. Il Sud-Est asiatico è proprio l'area dove si coltiva la maggior parte della varietà Robusta, fatta eccezione per quella brasiliana, e ciò potrebbe comportare un maggior rincaro delle quotazioni per questa varietà.

Cacao: prosegue la debolezza delle quotazioni, dopo il temporaneo rialzo dei primi giorni di maggio.

Immutato 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 e il nuovo rafforzamento del dollaro USA continuano a frenare i prezzi. L'inversione di tendenza – innescata da una flessione di quasi il 70% dei future sul cacao rispetto ai record di fine 2024 – potrebbe alimentare la prospettiva di prezzi al dettaglio più bassi per i consumatori. Proprio la debolezza della domanda globale, dovuta al rincaro degli scorsi anni, ha avuto un

impatto negativo sui prezzi; una ripresa dei consumi significherebbe una maggior richiesta per i coltivatori e un parziale abbandono delle alternative prodotte (ovvero surrogati del cacao con una quantità di materia prima talmente esigua, o di scarsa qualità, da non poter essere definiti "cioccolato"). Tutte le associazioni dei produttori dolciari, statunitensi, europee e asiatiche, segnalano il forte calo dei consumi e la necessità di un ritorno della domanda per prodotti di qualità medio-alta. Dopo che i prezzi del cacao sono quasi triplicati superando i 12.000 dollari per tonnellata nel 2024 a causa di condizioni meteorologiche avverse e malattie delle piante, l'industria dolciaria ha iniziato a ridurre le dimensioni delle tavolette, aggiungendo più wafer, frutta secca e introducendo alternative al cacao, nel tentativo di limitare i rincari ma finendo per deteriorare comunque i consumi. In questa fase, solo la chiusura dello Stretto di Hormuz degli scorsi mesi ha consentito di limitare il calo dei prezzi del cacao, poiché ha ridotto le forniture di fertilizzanti, ha aumentato le tariffe delle spedizioni e i costi assicurativi, oltre che i prezzi del carburante, incrementando di conseguenza le spese per gli importatori. Dopo il marginale aumento dei prezzi delle ultime settimane, all'interno di un contesto che continua a registrare un calo dei consumi, prosegue il trend di riequilibrio del mercato fisico del cacao. Ci aspettiamo che i livelli raggiunti dalle quotazioni possano preludere però a un calo ulteriore se non aumenterà la domanda da parte dei consumatori finali.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 26.05.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	77,4	74,0	73,0	74,0	70,1	74,3
Cacao	4.169,0	4.039	4.165	4.500	3.800	3.900
Zucchero	14,5	15,0	15,5	16,4	15,5	17,1
Caffè (Arabica)	274,0	285,0	260,0	250,9	293,0	286,0
Caffè (Robusta)	3.519,0	3.450	3.653	3.700	3.795	3.850

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 26.05.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	77,4	75,0	69,0	67,0	69,0	66,0
Cacao	4.169,0	3.250	3.250	3.300	3.435	3.300
Zucchero	14,5	14,0	15,5	17,0	15,3	17,0
Caffè (Arabica)	274,0	300	330	350	325	365
Caffè (Robusta)	3.519,0	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
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 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 Rizzo

Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Monica Bosi