

Mensile Materie Prime
I timori di shock energetico pesano sulle Commodity
Energia: outlook Positivo da Neutrale, pesano i rincari di petrolio e metano

Lo scoppio del conflitto con l'Iran ci costringe a un cambio di outlook sul comparto dell'Energia che passa da Neutrale a Positivo. Il rincaro dei prezzi petroliferi delle ultime settimane rischia di protrarsi, di pari passo con la durata della crisi in Medio Oriente, di fatto sgombrando lo scenario dalle precedenti considerazioni sul surplus di offerta petrolifera e accentuando i rischi per la tenuta del sistema energetico europeo a causa del rialzo del TTF.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, prosegue il rallentamento della dinamica

Ritocchiamo al ribasso le nostre stime in termini di obiettivi di prezzo medio trimestrale, ribadendo la cautela su oro e argento e restando allineati alla maggior parte degli analisti di mercato che da qualche settimana ridimensionano, costantemente, i target sui due metalli preziosi per il prossimo biennio, vista la mancata reazione all'escalation del conflitto nel Golfo Persico.

Metalli industriali: outlook Neutrale, continua il consolidamento dei prezzi

Il comparto appare saldamente bloccato all'interno di un canale laterale che sostiene il consolidamento, ad eccezione dell'alluminio, il metallo maggiormente investito dalle conseguenze della crisi in Medio Oriente. I mercati fisici sono attesi in deficit di offerta a causa degli scarsi investimenti, mentre permangono i dubbi sul reale aumento della domanda, visti i possibili effetti negativi delle tensioni geopolitiche sulla crescita economica mondiale.

Prodotti agricoli: outlook Positivo, la crisi in Medio Oriente spingerà i prezzi

La chiusura dello stretto di Hormuz, causata dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente, rischia di impattare negativamente sull'agricoltura a causa del probabile rincaro di fertilizzanti e pesticidi e del conseguente aumento dei prezzi, in particolare dei cereali in Europa. Meno evidenti gli effetti sulle soft commodity, la cui dinamica ribassista si è comunque interrotta ma senza innescare un'inversione positiva. La difficoltà di navigazione in quelle acque rischia però di incidere sui prezzi dei prodotti agricoli del Sud Est asiatico, l'area più impattata da questa crisi.

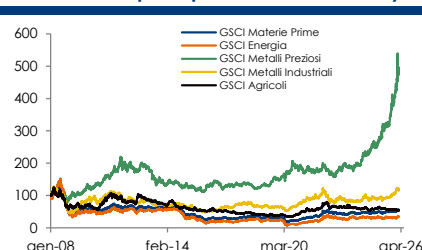
■ Soft Commodity:

- ☐ **Cotone:** il rincaro della fibra sintetica potrebbe spingere al rialzo il cotone.
- ☐ **Zucchero:** prezzi in aumento in scia all'incremento della produzione di etanolo.
- ☐ **Caffè:** prezzi stabili in attesa di capire le conseguenze della crisi in Medio Oriente.
- ☐ **Cacao:** dollaro forte e prospettive di offerta più favorevoli pesano sui prezzi del cacao.

Performance degli indici commodity

	Valore 23.03.26	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.103,0	30,3	40,2	124,1
GSCI Energia	997,7	65,2	51,8	200,0
GSCI Met. Preziosi	4.987,0	1,2	106,1	147,3
GSCI Met. Industriali	2.166,8	1,7	35,2	39,6
GSCI Prod. Agricoli	487,0	3,2	-4,5	14,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 23.03.2026

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

24 marzo 2026 - 14:48 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

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

Analista Finanziario

24 marzo 2026 - 14:53 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Mar.	Feb.
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	53,5	-19,9
Brent	64,2	-18,5
Gas naturale	-21,6	1,5
Gasolio	106,8	-10,4
Oro	1,5	64,4
Argento	-2,2	141,4
Rame	-2,1	41,7
Alluminio	6,8	17,4
Zinco	-1,3	4,7
Nickel	2,6	8,6
Mais	4,4	-4,0
Frumento	15,9	-8,1
Soia	12,9	3,2
Caffè (Arabica)	-12,0	9,1
Cotone	4,5	-6,0

Fonte: Bloomberg, Dati 23.03.2026

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 23.03.2026 (salvo diversa indicazione).

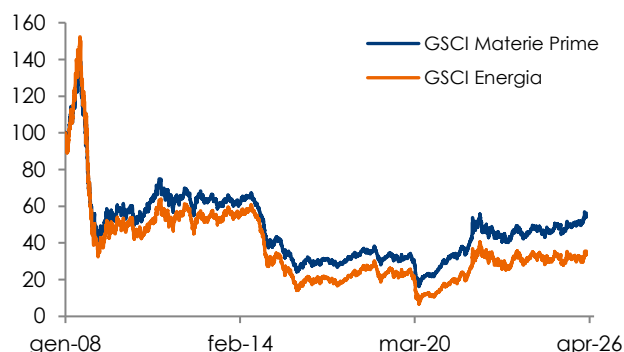
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: timori di shock energetico dalla crisi in Medio Oriente

Il blocco dello stretto di Hormuz e gli attacchi alle infrastrutture energetiche nel Golfo rischiano di causare un grave shock energetico globale. Come abbiamo più volte ribadito nelle ultime settimane, le tensioni geopolitiche sono il fattore che più di tutti avrebbero caratterizzato il mercato delle Commodity nel 2026. Archiviati i casi Venezuela e Groenlandia, è deflagrata la crisi in Medio Oriente con l'attacco congiunto di Israele e Stati Uniti all'Iran, visto il parziale fallimento delle trattative sul programma nucleare di Teheran. Di fatto, l'escalation di tensioni 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. Il nuovo conflitto in Medio Oriente e il blocco di Hormuz hanno interrotto le spedizioni di petrolio e gas naturale liquefatto (GNL), pari a circa il 20% dei consumi globali. L'impossibilità di smaltire via mare il nuovo prodotto estratto ha, conseguentemente, portato al temporaneo fermo delle attività estrattive e di raffinazione in tutti i paesi che si affacciano sul Golfo Persico, indipendentemente dalla dimensione dei danni alle infrastrutture. Oltre alla distorsione sul trasporto di petrolio e gas, sono aumentati tutti i rischi logistici legati al trasporto di molte altre merci: dai fertilizzanti ai prodotti chimici essenziali per una molteplicità di filiere, dal minerale in ingresso per l'industria siderurgica del Golfo fino al prodotto finito in uscita, diretto verso gli acquirenti finali, col risultato di un inevitabile allungamento delle rotte per l'Asia e l'Europa. 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 sul ciclo globale, alimentati anche dal ritorno delle preoccupazioni sull'inflazione. Per i singoli comparti delle materie prime si apre quindi un periodo di forte volatilità e incertezza: alle perplessità sui futuri consumi di metalli industriali, correlati allo sviluppo dell'intelligenza artificiale, si affiancano i timori di breve sull'offerta, viste le conseguenze che coinvolgono acciaio, alluminio e zinco nell'area del Golfo. Si accentua la frenata della dinamica di oro e argento, scarsamente coinvolti dalle attuali tensioni, confermando la sensazione che lo straordinario rialzo degli ultimi mesi sia slegato dalla loro storica natura di beni rifugio e dipenda invece ora dal fatto che siano diventati investimenti più di carattere speculativo. Infine, se il cambiamento climatico e l'incremento della domanda che scaturirà dalla crescita demografica restano i principali fattori di lungo termine, in grado di influenzare i prodotti agricoli, l'interruzione delle forniture di fertilizzanti e prodotti chimici agricoli in uscita da Hormuz rischia di premere al rialzo sui prezzi delle derrate alimentari contribuendo, al pari di petrolio e gas, ad incrementare le aspettative di inflazione. Un insieme di elementi che candida il comparto agricolo ad essere probabilmente più volatile di altri.

L'OPEC+ ripristina gli aumenti produttivi dal 1° di aprile. Nell'incontro di domenica 1° marzo l'OPEC+ ha deciso di tornare ad aumentare la propria offerta petrolifera dopo la pausa di tre mesi, in scadenza il 31 marzo. Dal 1° aprile, gli otto paesi che effettuavano i tagli volontari, amplieranno la produzione di 206.000 barili al giorno (attesi +137.000). Stante l'attuale meccanismo di compensazione, necessario perché alcuni produttori sono già al massimo delle loro capacità, l'effettivo aumento si stima possa aggirarsi intorno ai 165.000 barili giornalieri. Il gruppo ha confermato l'approccio prudente, precisando che l'incremento produttivo potrà essere sospeso o invertito in caso di necessità. Non si è fatto cenno in modo esplicito alla situazione in Iran ma è stato ribadito che alla luce di una prospettiva economica globale stabile e di condizioni di mercato favorevoli (scorte basse e prezzi sostenuti), questa scelta è stata ritenuta congrua. L'OPEC+ ha inoltre confermato che i rimanenti tagli volontari per circa 1,65 milioni di barili al giorno potranno essere reintrodotti in modo graduale e in base all'andamento del mercato fisico. La prossima riunione dell'OPEC+ è prevista per il 5 aprile.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

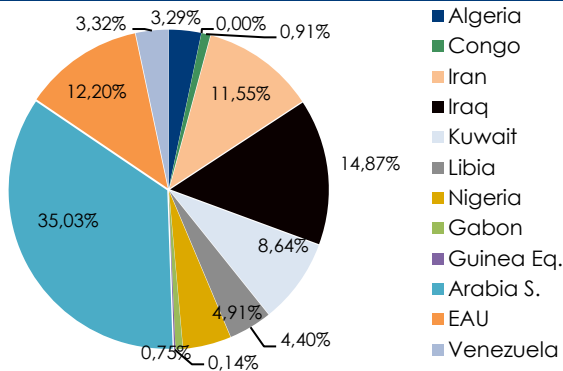
Performance di lungo termine

	Valore 23.03.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	5.103,0	30,3	40,2	124,1
GSCI Energia	997,7	65,2	51,8	200,0
WTI (\$)	88,1	53,5	9,3	44,1
Brent (\$)	99,9	64,2	17,0	55,2
Gas Naturale (\$)	2,9	-21,6	74,3	14,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

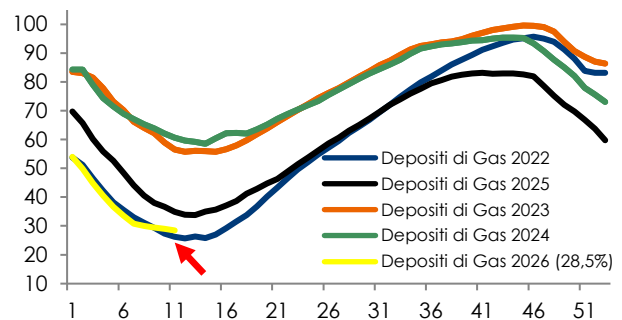
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Secondo il Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di marzo, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe attestarsi al livello record di 105,1 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g a/a, invariato rispetto al mese scorso) per poi toccare un nuovo massimo storico di 106,5 mb/g nel 2026 (+1,4 mb/g a/a, e -0,4 mb/g rispetto a 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, -0,1 mb/g rispetto alla stima del mese scorso) e 43,6 mb/g nel 2027 (+0,7 mb/g a/a, invariata). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono scese di circa 20 milioni di barili, attestandosi a 2.824 milioni complessivi (2.844 mln il dato precedente), corrispondenti a 62 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di marzo (**OMR**), ha ridotto le sue stime di surplus di petrolio globale 2026 a circa 2,0 milioni di barili rispetto ai 3,7 milioni indicati il mese scorso. L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,3 mb/g nel 2024 (invariato rispetto a febbraio) a 104,1 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, da 104,0 mb/g del mese scorso) e infine a 104,8 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g a/a, da 104,9 mb/g di febbraio). 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, rispetto a 70,1 mb/g di febbraio) e a 73,2 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, rispetto a 73,3 mb/g del mese scorso), guidata dagli incrementi produttivi di Stati Uniti, Canada, Brasile, Argentina e Guyana (come lo scorso mese). Infine, la "call on OPEC crude", ovvero il volume di greggio che l'OPEC deve produrre per mantenere l'equilibrio del mercato, scenderà da 27,5 mb/g nel 2024 (vs. 27,4 mb/g del mese precedente) a 26,4 mb/g nel 2025 (-1,1 mb/g a/a, vs. 26,3 mb/g del mese precedente) e a 26,0 mb/g nel 2026 (-0,4 mb/g a/a, rivisto rispetto ai 25,7 mb/g di febbraio). Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di marzo, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si stima che il consumo globale di petrolio si assesti a 103,9 mb/g nel 2025 (in rialzo da 103,6 mb/g dello scorso mese), a 105,2 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g a/a, in rialzo da 104,8 mb/g precedenti) e a 106,6 mb/g nel 2027 (+1,4 mb/g, +0,7 da 106,1 mb/g stimati a febbraio), segnando un nuovo record. Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC aumenti da 72,5 mb/g nel 2025 (invariato) a 73,7 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, invariato) e salga poi a 75 mb/g nel 2027 (+1,3 mb/g a/a, e +0,9 da 74,1 mb/g di febbraio), registrando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 33,8 mb/g nel 2025 (invariato dal mese scorso) e a 33,4 mb/g nel 2026 (-0,4 mb/g a/a, in ribasso da 34,3 mb/g precedenti) per poi aumentare a 34,6 mb/g nel 2027 (+1,2 mb/g a/a, invariato da febbraio). Secondo le stime dell'EIA, il surplus produttivo globale stimato cala ancora, attestandosi ora a 3,2 milioni di barili nel 2026 (-0,5 mln di barili rispetto alle stime di febbraio) e a 3,1 milioni nel 2027 (-0,7 mln rispetto al mese scorso).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 28.02.2026

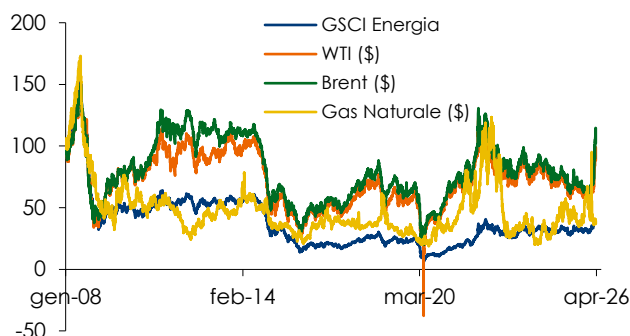
Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 22.03.2026 (in ascissa è indicato il numero della settimana)

Il rialzo del TTF (il gas europeo) certifica la fragilità intrinseca del sistema energetico europeo.

Il mese di marzo è stato caratterizzato dal forte rialzo dei prezzi del TTF (il benchmark europeo del gas naturale), che sono tornati a lambire i 70 euro per MWh, amplificando le preoccupazioni per la tenuta del sistema energetico europeo. Come noto, dal 2022, l'Europa ha quasi azzerato le importazioni via gasdotto dalla Russia ma contestualmente ha incrementato quelle di gas naturale liquefatto (GNL) proveniente da altri fornitori, fra cui anche la stessa Mosca. Se prima del 2022 dipendevamo per circa il 40% dai flussi russi, oggi dipendiamo per oltre il 45% dai carichi di GNL in arrivo per il 27% dagli USA, per il 7% dalla Russia, e per il 10% da altri paesi. Il Qatar pesa in media il 4% e questo rende ancora più sconcertante spiegare perché l'interruzione di forniture così marginali e facilmente sostenibili complichino in maniera determinante il quadro europeo. Lo stop da Hormuz rende decisamente più critici tutti i mercati fisici del GNL, ed in particolare quelli asiatici, verso cui i flussi in uscita dal Golfo sono per la maggior parte diretti (oltre l'85%). L'Europa è quindi costretta ad accusare non solo prezzi più elevati, derivanti dallo shock globale di offerta, ma anche la necessità di dover contendere ad altri paesi i carichi di GNL rimanenti. La combinazione di questi due elementi spiega perché il premio del TTF sul JKL (il riferimento per il GNL in Asia) è aumentato enormemente, nonostante l'Europa riceva relativamente pochi flussi dal Qatar. L'elemento critico del Vecchio Continente è divenuto ora la sua estrema dipendenza da quel tipo di prodotto, spingendo gli operatori a pagare un premio, anche alto, pur di ricevere quelle consegne ad ogni costo. Tecnicamente, la scarsità di offerta alimentata dai rischi geopolitici si è immediatamente riflessa sulla curva forward dei prezzi (nello specifico passata in "backwardation") che mostra come i costi di acquisto del gas, nel breve termine (ad esempio questa primavera) siano decisamente superiori a quelli dei contratti sul metano riferiti al periodo invernale, quando i consumi europei sono abitualmente enormi. L'inclinazione della curva dei prezzi scoraggia gli operatori energetici dall'acquisto odierno, rimandando il riaccumulo delle scorte di gas per il prossimo inverno. Una prospettiva pericolosissima visto il bassissimo livello raggiunto dalle riserve in questo finale di anno termico (mediamente i depositi sono pieni al 28,5%, dato del 22.03.2026) e la difficoltà di reperire "fisicamente" il prodotto da stoccare, a meno che non intervengano nuovamente i governi fornendo sussidi o incentivi, obbligando le aziende a rifornirsi a qualunque prezzo. In aggiunta, politicamente la situazione potrebbe farsi ancora ben più critica se l'Unione Europea decidesse di accelerare l'iter di eliminazione del gas russo (liquefatto e non dal 2027) dal proprio elenco di fornitori, ponendo ancora più a rischio il sistema energetico. In conclusione, anche nell'ipotesi favorevole di una rapida conclusione del conflitto e con limitate conseguenze sugli approvvigionamenti nei mesi estivi, i prezzi di gas ed energia in Europa resteranno comunque più alti che in altre regioni del mondo, a causa dell'ineludibile necessità di riaccumulare velocemente le scorte di gas prima del prossimo inverno, indipendentemente dal costo di queste forniture.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.03.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	997,7	62,5	30,0	35,1	65,2
WTI (\$)	88,1	51,0	35,6	27,5	53,5
Brent (\$)	99,9	60,6	44,2	36,9	64,2
Gas Naturale (\$)	2,9	-31,8	1,2	-26,1	-21,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo da Neutrale: la crisi in Medio Oriente sta premendo al rialzo su petrolio e gas naturale, rendendo inevitabile un cambio di scenario, almeno nel breve termine; in aggiunta, pensiamo che possa essere il metano ad accusare ulteriori strascichi anche nel medio periodo.

Lo scoppio del conflitto con l'Iran ci costringe a un cambio di outlook sul comparto dell'Energia che passa da Neutrale a Positivo. Il rincaro dei prezzi petroliferi delle ultime settimane rischia di protrarsi, di pari passo con la durata della crisi in Medio Oriente, di fatto sgombrando lo scenario dalle precedenti considerazioni sul surplus di offerta petrolifera e sull'aumento del contributo dei paesi OPEC alla produzione mondiale di greggio, che ci avevano fatto ipotizzare una certa stabilità delle quotazioni del petrolio su livelli comunque sostenuti. Pur esistendo una discreta capacità di compensazione nel mercato fisico del greggio, in grado di scongiurare un protrarsi eccessivo degli effetti negativi del blocco dello stretto di Hormuz, anche in caso questo perduri per tre mesi, i rischi restano altissimi. La maggior possibilità di reperire approvvigionamenti diversi da quelli dell'area del Golfo non basterà a frenare il rialzo dei prezzi: l'incertezza e la gravità del quadro geopolitico potrebbero spingere il Brent verso nuovi record in area 150 dollari (come picco massimo) e far stazionare le quotazioni mediamente intorno ai 90-100 dollari al barile nei prossimi tre trimestri. Sul fronte del gas, il conflitto con l'Iran ha bloccato le spedizioni dal Qatar mettendo a rischio una fetta non determinante, ma comunque importante, delle forniture europee. E, come quattro anni fa con la Russia (benché con volumi di forniture e impatto strutturale differente), i prezzi energetici hanno registrato rialzi ben più ampi in Europa che in Asia. A differenza di altri combustibili liquidi, che possono essere più facilmente accumulati in depositi e cisterne per periodi più lunghi, la capacità di stoccaggio del gas è decisamente più limitata sia per questioni "fisiche" sia per la maggior onerosità di trasformazione di un gas in un materiale liquido, tanto da rendere questa procedura quasi antieconomica. In conclusione, i rischi di un prolungamento maggiore degli effetti negativi sulla crisi in Medio Oriente sul gas europeo appaiono concreti, spingendoci a confermare un prezzo medio di 70 euro per MWh nella parte centrale del 2026 e un calo delle pressioni sul finale d'anno (55 euro), a patto che il mercato fisico del metano torni in equilibrio e rientrino tutte 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
	23.03.26	2026	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	88,1	62,0	62,2	61,8	62,5	62,3
Brent (\$)	99,9	65,3	65,8	65,8	65,0	65,5
Gas Naturale (\$)	2,9	3,6	3,8	4,1	3,9	4,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

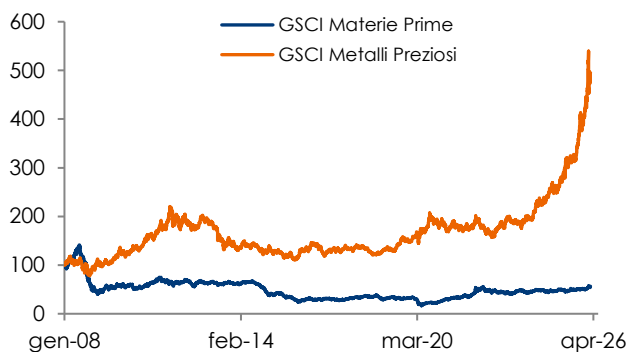
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.26	2026	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	88,1	118,0	81,0	66,0	84,8	61,0
Brent (\$)	99,9	125,0	85,0	70,0	90,0	65,0
Gas Naturale (\$)	2,9	3,6	3,8	4,0	3,7	4,0
ITF (€/MWh)	56,6	70,0	70,0	55,0	59,0	32,3

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: solo sfiorati dalla crisi in Medio Oriente

Dopo i nuovi record di oro e argento registrati a inizio anno, continua a perdere slancio la dinamica rialzista, marginalmente sostenuta dalle tensioni in Medio Oriente. 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. La richiesta di asset difensivi causata dal susseguirsi delle tensioni geopolitiche sembra infatti venir meno: lo scoppio del conflitto tra Stati Uniti, Israele e Iran ha spinto il Medio Oriente di nuovo in un quadro di forte instabilità politica, ampliando 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 suggerivamo 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, ampliando le alternative per gli investitori più prudenti. Anche la nomina del nuovo presidente della Fed (Warsh, che sostituirà Powell a maggio) ha ridotto le tensioni intorno all'istituto centrale americano, in questa fase in cui il rincaro di gas e petrolio in arrivo dal Golfo Persico rischia di surriscaldare strutturalmente il prezzo dei carburanti e dell'energia, complicando i piani di tutte le principali banche centrali, timorose di dover rialzare i tassi di interesse per contrastare il possibile ritorno dell'inflazione. Anche questa prospettiva di nuovo rialzo dei prezzi al consumo non ha esercitato alcuna pressione sui metalli preziosi che, anzi, si sono mossi in controtendenza allineandosi ai ribassi dei listini azionari e dei titoli governativi dei paesi più esposti alle forniture in arrivo dallo stretto di Hormuz. Questo scenario non annulla la necessità degli investitori di diversificare i propri asset, fra cui anche una quota significativa del metallo aureo, ma ha confermato la sensazione che siano state liquidate molte posizioni in guadagno su oro e argento (e sul mercato azionario) per riposizionarsi velocemente sul comparto Energia e cavalcare i rialzi di metano e greggio. Una strategia che però non ha fatto altro che confermare la nostra idea che l'oro cominci a mostrare più di un segnale di affaticamento nella sua dinamica rialzista.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

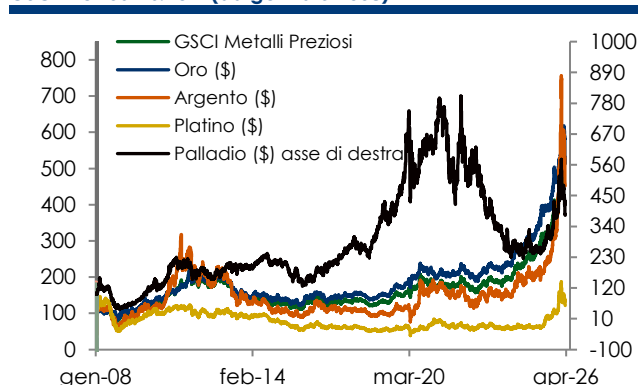
	Valore 23.03.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.103,0	30,3	40,2	124,1
GSCI Met. preziosi	4.987,0	1,2	106,1	147,3
Oro (\$)	4.426,4	1,5	104,4	155,1
Argento (\$)	69,6	-2,2	182,1	176,7
Platino (\$)	1.877,4	-8,1	109,0	59,4
Palladio (\$)	1.435,1	-10,9	45,3	-45,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si rafforza l'idea di un consolidamento su prezzi alti ma senza nuovi slanci rialzisti. 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, riportando le quotazioni in area 4.500 dollari l'oncia. L'attuale dinamica conferma quindi di mostrare una minor forza rialzista e potrebbe tramutarsi in un robusto consolidamento su livelli alti ma senza registrare nuovi massimi. Gli ultimi dati del **World Gold Council (WGC)** riferiti al 2025 avevano già chiarito come alla base della pressione rialzista, prolungatasi anche a gennaio di quest'anno, ci fosse lo straordinario aumento degli ETF garantiti dall'oro che hanno raggiunto le 801 tonnellate nel 2025, il secondo maggiore incremento annuo di tutti i tempi, specie se raffrontato col dato del 2024, in cui il controvalore rappresentato dai derivati finanziari aveva un valore negativo: -2,9 tonnellate. Questo evidenzia come gli investitori abbiano prima

incrementato la componente dell'oro nei propri portafogli, alla ricerca di asset difensivi, per poi liquidarla in guadagno per dirigersi su altre asset class più speculative, come appunto il petrolio. Una situazione, visto il calo in atto sul metallo giallo, che potrebbe amplificare le perdite degli investitori più piccoli, magari entrati nella parte finale della tendenza rialzista. I temi sono del tutto simili 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. Lo straordinario rialzo è stato, a nostro avviso, agevolato soprattutto dal valore unitario più basso dei singoli contratti finanziari (90-100 dollari rispetto ai 5.000 dell'oro). Questo elemento lo ha indubbiamente favorito ma al contempo rischia di enfatizzare ancor di più il rischio descritto sopra. 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 potrebbero invece sostenere ancora **platino** e **palladio**, limitandone i ribassi, benché entrambi si siano allontanati dai valori record di gennaio. Il platino resta più esposto alla domanda di investimento puramente finanziaria, continuando ad esprimere una volatilità maggiore. Il palladio è invece più correlato agli utilizzi industriali e dipendente anche dai costi energetici e dai rischi per la crescita economica che potrebbero scaturire da un prolungamento della crisi in Medio Oriente.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.03.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.987,0	-2,1	20,6	49,5	1,2
Oro (\$)	4.426,4	-1,2	18,5	47,2	1,5
Argento (\$)	69,6	-3,3	58,6	111,1	-2,2
Platino (\$)	1.877,4	-16,6	27,1	92,8	-8,1
Palladio (\$)	1.435,1	-16,7	17,7	50,2	-10,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento su livelli alti nel 2026, ad eccezione dell'argento, ribadendo la sensazione che la dinamica rialzista stia perdendo forza.

Ritocchiamo al ribasso le nostre stime in termini di obiettivi di prezzo medio trimestrale, esprimendo una forte cautela e restando allineati alla maggior parte degli analisti di mercato che da qualche settimana ridimensionano, costantemente, i target di oro e argento per il prossimo biennio, nonostante l'escalation del conflitto nel Golfo Persico. Nel corso del 2026 prevediamo un consolidamento su livelli medi alti per i Preziosi, con oro e argento che difficilmente rinnoveranno i loro massimi storici, e col secondo atteso stornare più del metallo aureo, vista la forte natura speculativa della sua dinamica rialzista. La performance del comparto resterà influenzata dall'evoluzione dello scenario geopolitico e macroeconomico, nonché dall'aumento della liquidità e dalle tempistiche con cui le banche centrali, in primis la Fed, supereranno i timori di un ritorno dell'inflazione legato al rincaro di gas e petrolio e abbasseranno il costo del denaro sul mercato. Ribadiamo che la quota strutturale di investimenti difensivi, come oro o argento, nei portafogli degli investitori, salita a livelli record, calerà ma resterà strutturalmente importante e non marginale come negli anni scorsi, garantendo quindi il mantenimento delle quotazioni su livelli robusti. Ci appare evidente come si tratti di una scelta indispensabile, volta a fronteggiare uno scenario globale che si è fatto mediamente più imprevedibile. Le tensioni geopolitiche domineranno la scena almeno per tutta la prima parte dell'anno o per lo meno fino alle elezioni di mid-term negli Stati Uniti. Evento che potrebbe

rappresentare il punto di svolta, essendo un banco di prova fondamentale che invita a frenare l'eccessivo attivismo della presidenza Trump. La volatilità resterà alta sul comparto ma senza intaccare l'idea di una dinamica rialzista molto meno vigorosa rispetto al passato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.426,4	4.650,0	4.752,5	4.950,0	4.600,0	4.250,0
Argento (\$)	69,6	74,0	75,0	75,0	75,0	61,0
Platino (\$)	1.877,4	1.953,7	1.980,2	1.900,0	2.062,5	1.928,1
Palladio (\$)	1.435,1	1.600,0	1.550,0	1.475,0	1.635,0	1.428,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.426,4	4.500	4.200	4.000	4.390	4.200
Argento (\$)	69,6	60,0	52,0	45,0	60,0	48,8
Platino (\$)	1.877,4	2.000	2.000	1.950	2.025	1.956
Palladio (\$)	1.435,1	1.350	1.310	1.280	1.410	1.370

Fonte: Intesa Sanpaolo

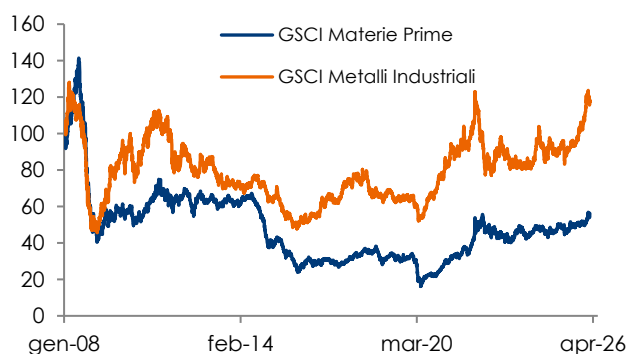
Metalli industriali: il blocco di Hormuz incide anche sulla siderurgia

Le tensioni geopolitiche investono anche i Metalli industriali spingendo al rialzo acciaio e alluminio a causa del blocco delle forniture da Hormuz. In queste prime settimane del 2026, i prezzi di quasi tutti i metalli sono rimasti stabili ad eccezione di acciaio, alluminio e stagno che sono stati direttamente coinvolti dal blocco delle forniture provenienti dal Medio Oriente. Le tensioni nello stretto di Hormuz minacciano gravemente l'approvvigionamento accentuando la pressione sui prezzi dei metalli industriali a causa dell'aumento dei costi energetici e dei noli marittimi. 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 siderurgica in Medio Oriente si innesta in un mercato che era già in forte tensione. Il motivo principale è il previsto e costante aumento dei costi energetici a livello globale che incide in maniera preponderante per il comparto siderurgico.

Acciaio e alluminio preoccupano Cina ed Europa. 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 marittima sta già spingendo verso l'alto i noli e allungando i tempi di consegna. Non a caso gli **esportatori cinesi** di acciaio hanno sospeso le consegne ai clienti mediorientali, mentre i transiti nello Stretto si sono praticamente azzerati per il prodotto grezzo e per i semilavorati, con le compagnie assicurative che stanno cancellando le coperture. Una situazione che non potrà non avere ripercussioni anche sul ciclo economico cinese, già oggetto di attenzioni vista la difficoltà di ripresa e la crisi del settore immobiliare domestico che non assorbe più i volumi di materiali metallici di prima, e che soffre di una sovracapacità storica, ora aggravata anche dalla mancanza di domanda interna. Il Golfo Persico è ormai il secondo mercato di esportazione per l'acciaio cinese, assorbendo circa il 16% delle esportazioni totali (dato del 2025). Appare quindi evidente che, in un mondo in cui aumentano le tensioni commerciali, un sistema economico basato quasi esclusivamente sugli scambi con l'estero risulterà penalizzato dalle nuove barriere introdotte e dalle costanti tensioni geopolitiche. Pechino potrebbe quindi decidere di abbassare il proprio target di crescita per il 2026, indicando un intervallo prudenziale fra il 4,5% e il 5,0%, confermando le preoccupazioni per lo stato di salute della seconda economia mondiale e la perdita di centralità della sua manifattura per il comparto dei metalli. 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 dell'Unione Europea che applica un sovrapprezzo al carbonio contenuto nei beni importati ad alta intensità di emissioni). Una misura che secondo molti operatori, non attuando alcun tipo di protezione dell'acciaio grezzo (attraverso dazi o altre misure), finirà per dare spazio solo alle importazioni di semilavorati che verranno poi trasformati in prodotti finiti, portando all'estinzione della siderurgia continentale. L'Europa ha infatti già sostituito parte delle importazioni cinesi e russe con i prodotti dell'industria saudita (165.000 tonnellate di laminati d'acciaio a caldo) e degli Emirati Arabi (130.000 tonnellate di manufatti zincati a caldo) nel 2° semestre 2025, nell'ambito delle misure di salvaguardia ecologica e che ora sono esposte all'incertezza della consegna. L'altro fronte critico è quello **dell'alluminio**, con il colosso siderurgico Alba (Bahrain) che ha tagliato il 20% della produzione di alluminio. Un evento che certifica come le tensioni geopolitiche si stiano rapidamente trasferendo dall'ambito puramente logistico a quello della carenza fisica dei metalli industriali, con effetti a cascata che promettono di assottigliare ulteriormente le catene di approvvigionamento. Considerando che il settore dell'alluminio in Medio Oriente è ormai un pilastro globale, la sottrazione improvvisa di queste quote di mercato rischia di avere effetti dirompenti. La quota di mercato dei Paesi del Golfo supera il 9% (per circa 6,2 milioni di tonnellate di alluminio nel 2025), numeri che danno la dimensione del possibile impatto se le difficoltà logistiche continueranno. Una prospettiva che rischia di deprimere la produzione industriale a valle (si pensi all'industria automobilistica europea), alimentando i timori di un ritorno dell'inflazione che le banche centrali di tutti i paesi sviluppati vorrebbero evitare. A questa situazione si somma poi la prospettiva di una domanda mondiale in espansione per l'elettrificazione, la transizione energetica e la generazione di elettricità per far fronte anche alle

nuove tecnologie, in un contesto in cui l'offerta sembra mantenersi costantemente inadeguata a causa di limiti oggettivi e degli scarsi investimenti del passato.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.03.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.103,0	30,3	40,2	124,1
GSCI Industriali	2.166,8	1,7	35,2	39,6
Rame (\$)	12.167,0	-2,1	37,2	35,5
Alluminio (\$)	3.199,0	6,8	38,5	41,7
Zinco (\$)	3.077,5	-1,3	23,9	9,9
Nickel (\$)	17.082,0	2,6	-0,9	5,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i prezzi resteranno deboli per riprendersi a fine anno e poi nel 2027. La guerra in Medio Oriente ha complicato le consegne commerciali marittime di petrolio, gas e prodotti chimici. Solcare le acque dello stretto di Hormuz è diventato decisamente più rischioso e questo ha aumentato i costi sui mercati globali delle materie prime. Per il rame, l'impatto è stato inizialmente minore: la produzione iraniana di rame rappresenta una quota limitata dell'offerta globale, mentre l'aumento delle scorte e il rafforzamento del dollaro statunitense hanno esercitato una pressione al ribasso sulle quotazioni di mercato. Sebbene l'Iran sia il principale produttore di rame del Medio Oriente, la sua produzione, circa 360.000 tonnellate di minerale estratto e 340.000 tonnellate di prodotto raffinato nel 2025, rappresenta rispettivamente solo l'1,5% e l'1,2% della produzione globale. Nel 2025, l'Iran ha esportato poco più di 109.000 tonnellate di rame raffinato, principalmente verso gli Emirati Arabi Uniti e la Turchia. Entrambi i paesi possono facilmente reperire altre forniture da produttori alternativi, minimizzando il rischio di interruzione degli approvvigionamenti. Le scorte globali di rame raffinato sono aumentate significativamente nei principali magazzini delle borse merci da gennaio, con un'impennata del 50% all'inizio di marzo, raggiungendo 1,25 milioni di tonnellate. Questo accumulo di scorte smussa gli effetti negativi di un calo duraturo dell'offerta dalla regione del Golfo Persico. Per questi motivi pensiamo che i prezzi resteranno deboli per riprendersi a fine anno e poi nel 2027.

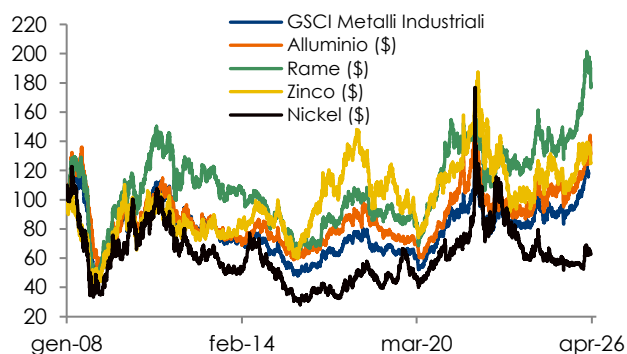
Alluminio: prezzi in rialzo dopo il blocco della produzione di Alba (in Bahrein) a causa delle difficoltà di trasporto navale nel Golfo Persico. Dopo che l'alluminio aveva interrotto la sua corsa rialzista, il mese scorso, lo scoppio del conflitto in Medio Oriente ha innalzato la pressione sui prezzi. Dopo l'attacco congiunto di USA ed Israele all'Iran, Aluminium Bahrain (Alba), il più grande impianto di fusione al mondo, ha annunciato il taglio di circa il 20% della sua capacità produttiva, approfittando del fermo impianto anche per eseguire una serie di manutenzioni già previste. Un evento che certifica come le tensioni geopolitiche si stiano rapidamente trasferendo dall'ambito puramente logistico a quello della carenza fisica dei metalli industriali, con effetti a cascata che rischiano di far saltare le catene di approvvigionamento globali. L'alluminio è il metallo fondamentale per la transizione energetica, il comparto automobilistico e l'imballaggio; da sola, Alba rappresenta circa il 2,2% della produzione mondiale, con una capacità totale di 1,62 milioni di tonnellate annue. L'obiettivo dello stop di una parte della lavorazione è quello di preservare la continuità aziendale. Il blocco effettivo delle rotte marittime attraverso Hormuz impedisce sia l'afflusso della materia prima (l'allumina), sia la spedizione dei laminati, o dei semilavorati finiti ai clienti finali. Una situazione che avrebbe accelerato la paralisi totale dell'impianto che, con questa strategia, viene invece rimandata, razionalizzando l'uso delle scorte di materia prima rimasta e consentendo a una parte delle linee produttive di continuare a lavorare. Oltre ai problemi logistici di Alba, emergono altre criticità legate direttamente all'approvvigionamento

energetico degli impianti della regione. È il caso di Qatalum, in Qatar, che ha ridotto l'utilizzo degli impianti, procedendo allo spegnimento di alcune linee di fusione a causa di una temporanea sospensione delle forniture di gas, e portando la sua capacità produttiva al 60%, adottando la medesima strategia conservativa di Alba. Per concludere, i nostri timori relativi al fragile equilibrio fra domanda e offerta si sono concretizzati non per l'impatto delle nuove tecnologie, che restano un elemento di medio termine, ma per i riflessi delle tensioni geopolitiche sull'offerta di alluminio. Se il blocco di Hormuz dovesse risolversi in tempi brevi, considerando che il fermo degli impianti è solo cautelare e non dovuto ad effettivi danneggiamenti, è possibile che l'attuale pressione rialzista si smorzi, lasciando spazio a un consolidamento laterale dei prezzi.

Zinco: i prezzi resteranno stabilmente all'interno di un trend laterale. Lo zinco appare solo parzialmente coinvolto dalle turbolenze di mercato legate alle difficoltà di navigazione nello stretto di Hormuz. A deprimere il sentiment degli investitori anche l'aumento delle scorte e il rafforzamento del dollaro USA. Le nuove consegne di oltre 21.000 tonnellate a Singapore hanno spinto le scorte dell'LME, la borsa di scambio dei principali metalli, al livello più alto da luglio, confermando la presenza di un'offerta abbondante e in pronta consegna. Allo stesso tempo, la ritrovata forza del biglietto verde, originata dalla domanda di beni rifugio in un contesto di crescenti tensioni in Medio Oriente, ha aggiunto ulteriore pressione al ribasso. In aggiunta, l'aumento dei costi di produzione, l'indebolimento della domanda globale di zinco e una più generale cauta prospettiva nei confronti del consumo di metalli legati alla sostenibilità dei tanti progetti sull'intelligenza artificiale, hanno ulteriormente sostenuto il consolidamento delle quotazioni nelle ultime settimane. Deludente anche la ripresa delle attività in Cina, dopo le festività del Capodanno Lunare, che ha portato a un aumento dei volumi offerti sul mercato che non hanno trovato riscontro nella domanda, con scarsi effetti rialzisti sui prezzi. Un quadro che pensiamo possa perdurare stabilizzando il movimento laterale delle quotazioni dello zinco.

Nickel: l'effettiva riduzione dell'eccesso produttivo dall'Indonesia resta l'unico elemento che può contrastare il ribasso dei prezzi nel corso del 2026. Non cambia lo scenario del nickel che, dopo il forte rialzo di fine gennaio, sta registrando un costante ribasso dei prezzi. Le stime sul 2026 continuano a indicare un persistente eccesso di offerta che sta solo rallentando la dinamica dei prezzi. Il Governo indonesiano intende tener fede ai tagli alla produzione decisi, riducendo le forniture delle principali miniere del Paese, con l'obiettivo di ridimensionare il surplus globale che negli ultimi anni ha contribuito a comprimere i prezzi. In apparenza, il mercato globale del nickel sembra stabile. L'offerta appare abbondante, i prezzi restano sotto pressione e le scorte continuano ad aumentare. Tuttavia, questo apparente equilibrio nasconde un problema più profondo. L'offerta mondiale di nickel si è fortemente concentrata in un unico paese, creando una serie di rischi a lungo termine che l'attuale surplus non riflette appieno. Mentre l'Indonesia continua a immettere sul mercato ingenti quantità di prodotto, emergono segnali di allarme: l'incertezza politica globale e il rallentamento della domanda che incrementa le scorte sono tutte premesse per una futura instabilità. La chiusura dello stretto di Hormuz ha messo in luce però una vulnerabilità critica all'interno della filiera globale: le interruzioni nella catena di approvvigionamento dello zolfo in arrivo dal Golfo Persico possono avere un impatto significativo sull'offerta primaria di nickel ed accentuare la volatilità dei prezzi. Nel 2025 l'Indonesia ha importato oltre 5,2 milioni di tonnellate di zolfo, con un aumento del 44% rispetto all'anno precedente, con Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti che hanno incrementato del 29% le consegne rivolte alla siderurgia indonesiana. Il nickel è un componente essenziale sia per la produzione di acciaio inossidabile sia per la realizzazione delle batterie dei veicoli elettrici, oltre a poter essere utilizzato in futuro nelle nuove tecnologie. I reali volumi dei consumi futuri e la sovracapacità produttiva indonesiana restano dunque i due elementi che incideranno sull'eventuale rialzo delle quotazioni, attese in calo nel breve termine.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.03.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.166,8	3,7	17,9	21,9	1,7
Rame (\$)	12.167,0	0,0	17,7	22,2	-2,1
Alluminio (\$)	3.199,0	8,1	20,6	22,3	6,8
Zinco (\$)	3.077,5	-0,4	4,7	4,5	-1,3
Nickel (\$)	17.082,0	8,2	10,8	6,7	2,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: la scarsità di offerta di breve è legata alle temporanee tensioni nello stretto di Hormuz, mentre la prospettiva di forte aumento della domanda resta un tema di lungo periodo.

Il comparto dei Metalli appare saldamente bloccato all'interno di un canale laterale che potrebbe portare al consolidamento delle quotazioni di tutte le sue principali componenti, salvo l'alluminio, che è 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 registrare un deficit di offerta, dovuto agli scarsi investimenti degli ultimi anni, permangono i dubbi sulle aspettative di aumento della domanda, visti i possibili effetti negativi delle tensioni geopolitiche sulla crescita economica mondiale, già prevista in rallentamento. L'incertezza sul ciclo economico e i timori legati al rincaro dei costi energetici e i conseguenti riflessi sull'inflazione nei principali paesi importatori pongono a rischio non solo la prospettiva di un calo dei tassi di interesse ma addirittura non escludono la possibilità di un inasprimento dei medesimi, come contromisura al surriscaldamento dei prezzi. Un quadro che continua a rendere complicata qualsiasi iniziativa esplorativa, mineraria o siderurgica, a causa dell'onerosità degli interessi passivi, visto l'alto impiego di capitali a prestito per finanziare questa tipologia di investimenti. Tutti i principali metalli registreranno prezzi mediamente stabili o inferiori almeno fino a fine anno, rimandando al prossimo anno un maggior recupero.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	12.167,0	12.600	12.000	12.000	12.125	12.000
Alluminio (\$)	3.199,0	3.050	3.000	3.063	3.081	2.910
Zinco (\$)	3.077,5	3.000	2.930	2.925	2.965	2.800
Nickel (\$)	17.082,0	16.450	16.200	16.000	16.275	16.125

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	12.167,0	10.500	11.000	12.000	11.575	13.000
Alluminio (\$)	3.199,0	3.000	3.000	3.100	3.075	3.375
Zinco (\$)	3.077,5	2.800	2.910	3.000	2.990	3.213
Nickel (\$)	17.082,0	16.400	15.800	15.500	16.275	16.125

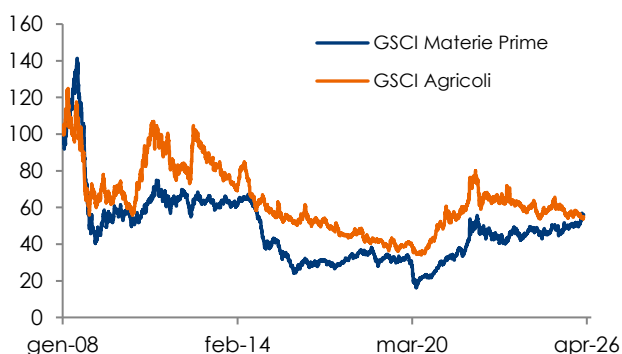
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: peserà il rincaro di fertilizzanti e prodotti chimici

Le difficoltà di navigazione dello stretto di Hormuz rischiano di impattare sul comparto agricolo.

Se gli accordi siglati lo scorso anno hanno consentito di ridurre l'effetto negativo dell'introduzione di una serie di tariffe sul commercio agricolo, smussando le tensioni generate dalla politica dell'amministrazione Trump, sono le tensioni geopolitiche e i rincari dei fattori produttivi del comparto ad essere ora al centro dello scenario. La chiusura dello stretto di Hormuz, causata dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente, rischia di impattare negativamente sull'agricoltura a causa del probabile rincaro di fertilizzanti e pesticidi. Da quelle acque transita un terzo (circa il 34%) del commercio globale di urea, il composto chimico a base di azoto (45%) utilizzato direttamente come fertilizzante o combinato con altri elementi per creare composti concimanti più complessi, a cui si aggiungono ammoniaca e zolfo. L'Europa importa dal Golfo Persico l'11% del totale dell'urea che viene utilizzata che, pur essendo una quota limitata, rischia di generare un vuoto di fornitura, in caso di assenza, o molto più probabilmente un rincaro del prodotto proveniente da altri fornitori, come conseguenza delle tensioni sul prezzo su scala globale. Dalla fine dello scorso anno, i prezzi dell'urea sono praticamente raddoppiati (+100%), di pari passo col fortissimo rialzo di petrolio e gas naturale provocato dalla crisi in Medio Oriente. Un quadro che sta alimentando la tendenza rialzista di breve termine di molte materie prime agricole come frumento e mais. Il rincaro dei combustibili è un altro fattore chiave per un settore che utilizza vari tipi di gasolio nei propri macchinari agricoli. 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 o il movimento terra. La prospettiva di un rialzo dei prezzi dei prodotti agricoli come conseguenza di fattori produttivi più costosi è concreta ma è presto per associare immediatamente a questa ipotesi un incremento strutturale dell'inflazione. Quello che è certo è che nella recente tornata di riunioni delle banche centrali dei principali paesi sviluppati, il rincaro di gas e petrolio e le possibili conseguenze anche sui prezzi delle derrate alimentari sono stati il tema centrale delle analisi, sostenendo i timori di un possibile ritorno dell'inflazione, a causa delle tensioni derivanti dalla crisi in Medio Oriente.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.03.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	5.103,0	30,3	40,2	124,1
GSCI Agricoli	487,0	3,2	-4,5	14,6
Mais (\$ cent)	459,5	4,4	4,6	-16,9
Frumento (\$ cent.)	587,8	15,9	5,9	-5,9
Soia (\$ cent)	1.163,5	12,9	-2,4	-18,8
Cotone (\$ cent)	67,2	4,5	-26,6	-18,5
Cacao	3.180,0	-47,6	-64,4	30,0
Zucchero	15,5	3,4	-29,0	-0,7
Caffè (Arabica)	307,0	-12,0	66,1	140,6
Caffè (Robusta)	3.751,0	-8,7	8,3	175,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

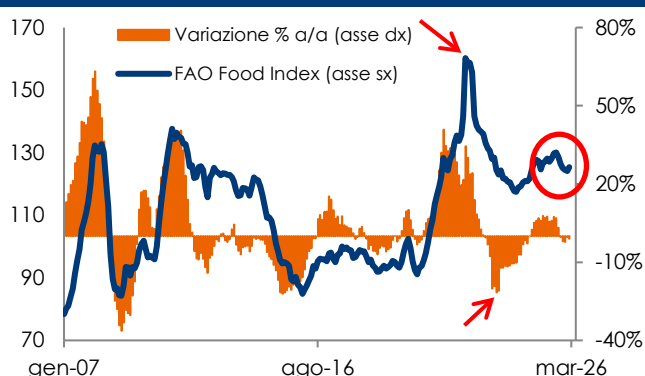
L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari aumenta dopo 5 mesi di cali. L'indice FAO dei prezzi alimentari è aumentato in febbraio (+0,9% m/m) dai suoi livelli di gennaio, registrando una media di 125,3 punti, rispetto ai 123,9 punti precedenti, segnando il primo rialzo mensile dopo 5 mesi di ribassi consecutivi. Gli aumenti degli indici dei prezzi di cereali, carni, oli vegetali hanno più che compensato il calo dei prodotti lattiero-caseari e dello zucchero. **L'indice dei prezzi dei cereali** è salito dell'1,1% rispetto a gennaio ma si trova ancora al di sotto del 3,5% rispetto ai livelli fatti registrare lo scorso anno. Questa dinamica rialzista ha beneficiato dei maggiori rischi di danni alle colture invernali in Europa, Stati Uniti e in Russia, oltre che delle tensioni persistenti nella regione del Mar Nero. Il mais è rimasto sostanzialmente stabile, mentre l'orzo ha continuato a

rafforzarsi grazie alla forte domanda cinese per le forniture australiane e agli acquisti dei paesi nordafricani sul mercato europeo. Anche i prezzi del sorgo sono aumentati per effetto della robusta domanda internazionale. L'indice dei prezzi del riso è cresciuto dello 0,4%, sostenuto dalla domanda costante di varietà basmati e japonica. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali** ha registrato una media di 174,2 punti a febbraio, in aumento del 3,3% rispetto a gennaio. L'incremento riflette i prezzi maggiori degli oli di soia, di palma e di colza, che hanno più che compensato il calo delle quotazioni dell'olio di girasole. I prezzi dell'olio di palma sono saliti per il terzo mese consecutivo, sostenuti dal rallentamento stagionale della produzione nel Sud Est asiatico e da una forte domanda globale di importazioni. I prezzi dell'olio di soia hanno registrato un rimbalzo a causa delle aspettative di politiche favorevoli ai biocarburanti negli Stati Uniti, mentre i prezzi dell'olio di colza sono tornati a salire grazie a una maggiore domanda di importazioni canadesi. Al contrario, i prezzi dell'olio di girasole sono leggermente diminuiti, riflettendo una domanda più debole dovuta ai precedenti rincari. **L'indice dei prezzi della carne** è aumentato dello 0,8% m/m (in rialzo dell'8% a/a). L'aumento è stato trainato da prezzi più elevati della carne bovina e ovina, mentre pollame e carne suina hanno registrato incrementi marginali. La carne ovina ha raggiunto un nuovo massimo storico, sostenuto dalla disponibilità limitata in Oceania, principale esportatore a livello mondiale. Le quotazioni della carne bovina sono aumentate grazie alla forte domanda da parte di Cina e Stati Uniti, mentre i rialzi della carne suina negli Stati Uniti sono stati parzialmente compensati da prezzi più bassi in Brasile a causa dell'ampia offerta. Nell'Unione Europea, invece, i prezzi si sono stabilizzati dopo che gli arretrati di macellazione legati alle festività, che avevano contribuito al forte calo del mese precedente, sono stati in gran parte smaltiti. Per quanto riguarda la carne avicola i prezzi sono aumentati marginalmente, con una domanda di importazione sostenuta in diversi mercati, parzialmente compensata dall'ampia offerta dei principali paesi produttori. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito dell'1,4% a febbraio con un ribasso del 19,2% rispetto ai livelli di un anno fa e prolungando un trend ribassista iniziato a luglio 2025. Il calo è stato guidato dal continuo deprezzamento del formaggio, soprattutto in Unione Europea, che è stato causato da una maggiore disponibilità di latte, da una domanda più debole nei principali mercati di esportazione e da una concorrenza internazionale più intensa. Al contrario, le quotazioni internazionali di latte scremato in polvere (SMP) e latte intero in polvere (WMP) sono aumentate in modo significativo, sostenute da una ripresa della domanda di importazioni – in particolare da Nord Africa, Medio Oriente e Sud Est asiatico – e da un rallentamento stagionale della crescita dell'offerta di latte in Nuova Zelanda. I prezzi mondiali del burro hanno registrato il primo aumento mensile, dopo il costante ribasso seguito al massimo storico di giugno 2025, sostenuti dalla maggior domanda internazionale e dalle prospettive di crescita più contenuta dell'offerta in Oceania. L'incremento è stato però limitato da quotazioni più deboli nell'Unione Europea, dove la disponibilità di panna resta elevata e frena i rincari. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è diminuito del 4,1% rispetto a gennaio, in ribasso del 27,3% rispetto a un anno fa e segnando il livello più basso da ottobre 2020 a 86,2 punti. Le pressioni al ribasso di febbraio sono state causate da aspettative di un'ampia offerta globale nella stagione in corso – nella quale si attende un raccolto record negli Stati Uniti – che hanno più che compensato le pressioni al rialzo legate alla revisione al ribasso delle stime produttive in India e al calo stagionale della produzione in Brasile.

FAO: nuovo rialzo della previsione per la produzione cerealicola mondiale per la stagione 2025/26. Nel **Cereal Supply and Demand Brief di marzo**, la FAO ha rivisto leggermente al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025/26, attesa ora a 3.029 milioni di tonnellate da 3.023 milioni di febbraio (+6 milioni di tonnellate). L'aumento è dovuto alle prospettive migliori rispetto a gennaio, guidate in particolare dal Paraguay, dove rese migliori del previsto del mais hanno portato il raccolto a livelli record. Anche il riso ha contribuito al rialzo, grazie ad aumenti delle stime per l'Indonesia, dove l'espansione delle superfici coltivate ha portato la produzione ai massimi degli ultimi 10 anni. Anche in Thailandia le stime sono state riviste in positivo: il ritmo delle semine suggerisce una riduzione minore del previsto delle superfici coltivate a riso. La produzione mondiale di riso dovrebbe attestarsi a 563,4 milioni di tonnellate

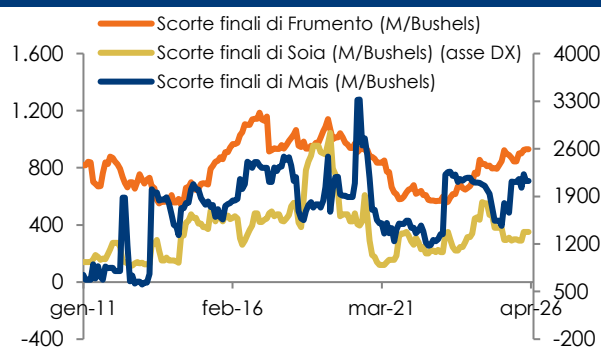
(+1,8 milioni di tonnellate da febbraio), trainata da Brasile, Cina, India e Indonesia. Si prevede che il consumo di cereali, nel 2025/26, aumenti leggermente attestandosi a 2.943 milioni di tonnellate dai 2.938 milioni di gennaio, con un incremento dello 0,2% rispetto al mese precedente. L'utilizzo di grano è stato leggermente rivisto al rialzo, mentre la maggior parte della crescita riguarda i cereali secondari. In particolare, aumenta l'uso di mais e orzo per mangimi, soprattutto in Sud America, dove le disponibilità di questi cereali è risultata abbondante. Nell'Unione Europea, le ultime stime ufficiali indicano invece un calo dell'utilizzo di granturco nella zootecnia, compensato da un aumento dell'utilizzo di grano, orzo e sorgo. Le scorte globali di cereali sono viste ancora al rialzo per la fine del 2026, raggiungendo il livello record di 940,5 milioni di tonnellate (927,4 milioni il dato precedente). Sulla base delle nuove previsioni, il rapporto tra scorte e consumi a livello globale dovrebbe salire al 31,9%, da 31,8%, in linea con lo scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento annuo del 3,5% per il commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 501,7 milioni di tonnellate, dai 501 milioni stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

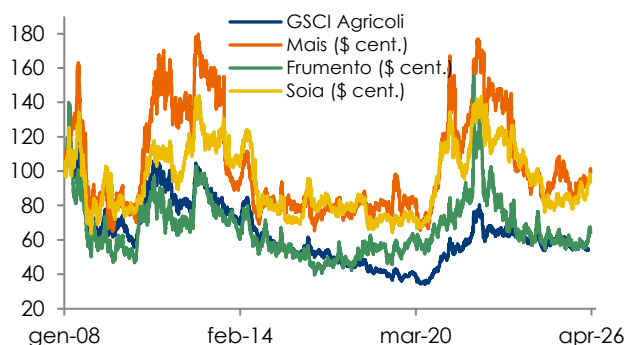


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2026)

WASDE: il report di marzo apporta poche modifiche al quadro generale dell'agricoltura mondiale. Nel rapporto **WASDE** (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, 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 842,12 milioni di tonnellate da 841,8 milioni, con un incremento in Ucraina e Kazakistan compensato solo in parte dalla riduzione dell'Australia. Il consumo globale è visto crescere di 0,7 milioni di tonnellate a 824,8 milioni da 824,1 milioni precedenti, principalmente in Europa. Il commercio globale è stimato in rialzo a 0,2 milioni di tonnellate (da 222 milioni), grazie alle maggiori esportazioni di Argentina e Kazakistan, compensate soprattutto da previsioni al ribasso per Europa, Russia e Ucraina. Le scorte finali previste per il 2025/26 sono scese di 0,6 milioni di tonnellate a 276,96 milioni da 277,51 milioni di tonnellate precedenti. La produzione globale di **mais** è aumentata a 1.297,44 milioni di tonnellate da 1.295,91 milioni della stima precedente. Il consumo mondiale è stimato in ribasso a 1.300,51 milioni di tonnellate (da 1.301,29 mln). Le importazioni mondiali sono aumentate a 192,72 milioni di tonnellate da 192,08 mln, mentre le esportazioni saliranno marginalmente a 206,85 milioni di tonnellate (da 206,55 milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese in aumento a 292,75 milioni da 288,98 milioni previsti a febbraio. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata a 1.593,13 milioni di tonnellate (da 1.590,43 mln). Il consumo mondiale è atteso a 1.593,88 da 1.593,70 del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 253,07 milioni di tonnellate dai 252,08 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in aumento a 323,77 milioni di tonnellate, rispetto ai 319,79 milioni attesi a febbraio. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025/26 è stata rivista al ribasso a 427,18 milioni di tonnellate, dai 428,18

milioni previsti nel report precedente. Le esportazioni globali sono attese a 187,17 milioni di tonnellate, dai 187,57 mln dello scorso mese. Le importazioni mondiali sono stimate in minimale ribasso a 185,61 milioni di tonnellate (contro i 185,99 milioni precedenti). Le scorte finali globali di soia sono previste in diminuzione di 0,2 milioni di tonnellate a 125,31 milioni (da 125,51 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

	23.03.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	487,0	1,4	2,1	-5,6	3,2
Mais (\$ cent.)	459,5	1,9	8,3	-1,1	4,4
Frumento (\$ cent.)	587,8	12,6	13,1	7,2	15,9
Soia (\$ cent.)	1.163,5	9,4	15,3	15,5	12,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo: la tensione rialzista sui prezzi di granaglie e soft commodity è alimentata dal rincaro di carburanti, fertilizzanti e pesticidi scaturito dalle difficoltà di navigazione nello stretto di Hormuz.

La relativa tranquillità sulle quotazioni agricole, seguita alla minor incertezza sugli scambi commerciali mondiali, dopo le intese stipulate fra i vari paesi lo scorso anno, ha lasciato il posto a una nuova ondata rialzista generata dagli effetti negativi della crisi in Medio Oriente. Il rialzo dei prezzi appare più evidente sui cereali; le tensioni su carburanti e prodotti chimici utilizzati nel comparto agricolo stanno premendo infatti sulle quotazioni, proprio mentre l'inverno nell'emisfero settentrionale è quasi terminato e la stagione della semina potrebbe venire influenzata dalle quotazioni presenti ora sul mercato e in grado di incidere sulla scelta di quali colture destinare ai terreni. È presto per considerare robuste le prime previsioni di semina e resa dei terreni, ma certamente a breve capiremo quali cereali sono stati penalizzati e a quali, invece, verranno destinate maggiori superfici coltivabili. Meno evidenti gli effetti sulle soft commodity, la cui dinamica ribassista si è comunque interrotta ma senza innescare una generale inversione di tendenza. Per ora solo cotone e zucchero mostrano segnali di rialzo dei prezzi legati alla crisi in Medio Oriente, essendo due colture presenti in tutto il Sud Est Asiatico, l'area che per prima sta accusando il calo delle consegne di gas, petrolio e prodotti chimici in uscita dallo stretto di Hormuz via nave. Oltre alla 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) è una prospettiva che, a nostro avviso, resta ancora largamente sottostimata nelle analisi di mercato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	459,5	465,0	472,0	477,5	464,0	488,0
Frumento (cent. \$)	587,8	560,0	560,0	580,0	580,0	580,0
Soia (cent. \$)	1.163,5	1.200,0	1.200,0	1.165,0	1.140,0	1.135,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	459,5	480	460	440	455	460
Frumento (\$ cent.)	587,8	640	620	600	605	610
Soia (\$ cent.)	1.163,5	1.250	1.200	1.150	1.180	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

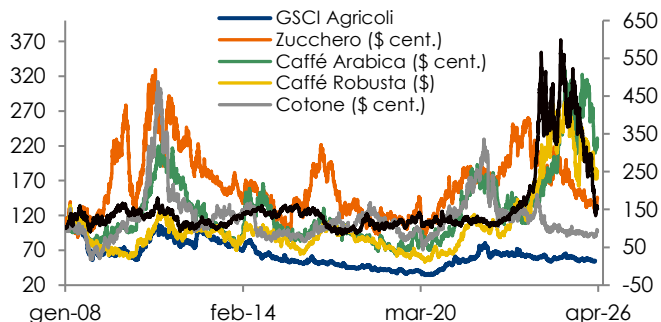
L'aumento dei prezzi del petrolio e le difficoltà di approvvigionamento di fertilizzanti e altri prodotti chimici utilizzati in agricoltura stanno avendo effetti diversi sui Coloniali. Il rialzo dei prezzi dello zucchero e del cotone dimostra la maggior sensibilità di questi prodotti al rincaro del greggio. Più complesso lo scenario per cacao e caffè, che hanno accusato pesanti perdite in questo inizio d'anno caratterizzato anche da estrema volatilità.

Cotone: il rincaro della fibra sintetica potrebbe avvantaggiare il cotone, in un contesto di surplus di offerta che ne limiterà i rialzi. Lo scoppio del conflitto in Iran ha spinto al rialzo i prezzi di gas naturale e petrolio, quest'ultimo arrivato ormai a stazionare in area 100 dollari al barile. 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, a testimonianza di un mercato che mostra un equilibrio difficile da scardinare. I produttori di cotone prevedono che la stagione 2026 si dimostri un altro anno di margini negativi, una prospettiva che potrebbe mutare o per gli effetti di un aumento della domanda di fibra naturale, visto il probabile rincaro del nylon, o a seguito di una riduzione dell'offerta globale, che potrebbe stimolare al rialzo i prezzi. Nel WASDE di marzo, la produzione globale è stimata in rialzo di 1,1 milioni di balle, riflettendo gli aumenti di produzione di Brasile e Cina, che sono solo parzialmente compensati dalle riduzioni dell'Argentina. L'ammontare complessivo previsto è pari a 120,99 milioni di balle dai precedenti 119,86 milioni stimati il mese scorso. Il consumo è sceso di 140.000 balle (118,58 milioni di balle da 118,72 milioni stimati a febbraio) riflettendo una riduzione in diverse parti del mondo, compensata solo in parte da un incremento da parte della Cina. Il commercio globale è aumentato di 200.000 balle per via delle più alte importazioni dell'India, solo in parte compensate da minori riduzioni per diversi paesi. Le scorte finali sono state riviste di circa 1,3 milioni di balle a 76,39 milioni (dai 75,11 milioni del mese di febbraio), con un rapporto scorte/consumi del 64%. Il nostro scenario sul cotone per il 2026 prevede un consolidamento del prezzo medio intorno ai 67-71 centesimi, una dinamica che è il frutto del sostanziale equilibrio di mercato ancora vigente e che non sembra aver ancora incamerato gli effetti derivanti dal rincaro delle quotazioni petrolifere.

Zucchero: il rincaro del petrolio favorisce la produzione di etanolo riducendo la produzione di dolcificante, che incassa anche l'aumento dei costi di trasporto e di lavorazione, che spingono al rialzo i prezzi. Come il cotone anche lo zucchero sembra essere una delle soft commodity ad aver parzialmente reagito alla 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. Il cambio di produzione, deciso dai fornitori, ha finito per ridurre l'offerta di zucchero stimolando al rialzo le quotazioni sui mercati globali. Anche l'aumento dei costi energetici ha favorito il rincaro, facendo lievitare le spese logistiche e di trasporto. Le continue interruzioni nello Stretto di Hormuz hanno sollevato preoccupazioni riguardo alle forniture dirette in Medio Oriente, con ripercussioni anche sulle spedizioni in partenza dal Sud Est asiatico. La filiera della raffinazione del dolcificante, dei Paesi del Golfo, dipende in genere dai flussi stabili di prodotto grezzo provenienti dal Brasile e da altri fornitori. 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. I flussi provenienti dall'India sono limitati a causa della minore produzione e del parziale blocco delle esportazioni ancora in vigore da parte del Governo indiano. Il mercato di quelle aree dipende quindi sempre più dalla produzione brasiliana che arriva via nave. L'elemento che, a nostro avviso, sarà cruciale nei prossimi mesi sarà la ripartizione tra la produzione di dolcificante ed etanolo e la conseguente dimensione dell'offerta globale di zucchero che ne scaturirà. Si riconferma ancora una volta un quadro

controverso che potrebbe generare solo un contenuto rialzo dei prezzi, specie se le tensioni derivanti dalla crisi in Medio Oriente dovessero esaurirsi rapidamente.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.03.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	487,0	1,4	2,1	-5,6	3,2
Cotone	67,2	4,6	4,9	2,7	4,5
Cacao	3.180,0	-46,6	-54,5	-59,0	-47,6
Zucchero	15,5	1,5	-0,8	-19,4	3,4
Caffè (arabica)	307,0	-11,5	-12,3	-21,6	-12,0
Caffè (robusta)	3.751,0	-5,5	-14,4	-32,2	-8,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: in attesa di capire le conseguenze della crisi in Medio Oriente, permangono prezzi stabili per entrambe le varietà di caffè.

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 del caffè rimangono stabili mentre si conferma la previsione di raccolti record per la stagione in corso che potrebbero far scendere ulteriormente i prezzi del caffè nei prossimi mesi, se verrà confermata la prospettiva di un'offerta abbondante. Tuttavia, l'impennata dei prezzi del petrolio 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. I coltivatori risentiranno anche dell'aumento dei prezzi dei fertilizzanti e del maggior costo dei combustibili agricoli, tutti elementi che delineano un quadro di possibile rialzo delle quotazioni del caffè, nonostante le stime di abbondante offerta. L'escalation delle tensioni tra Stati Uniti, Israele e Iran ha spinto il Medio Oriente di nuovo in uno stato di forte instabilità politica. Oltre ad essere un'area del mondo che esprime una robusta domanda di caffè, abbiamo visto più volte come il mercato del caffè risulti estremamente vulnerabile a fattori esterni, siano essi i dazi, i rischi geopolitici o lo scoppio dei conflitti. Sebbene il conflitto in Medio Oriente non influisca direttamente sui prezzi del caffè, ha però implicazioni concrete e differenziate per torrefattori, commercianti e agricoltori. I torrefattori e gli intermediari più grandi hanno maggior potere contrattuale e possono meglio assorbire le eventuali interruzioni di fornitura. I produttori più piccoli, con forza finanziaria inferiore, fanno ovviamente più fatica, così come costi di produzione più elevati incidono maggiormente sul profitto degli agricoltori, il primo anello della catena produttiva. Per concludere, se le stime indicano che la stagione in corso potrebbe essere complessivamente positiva per le rese delle piantagioni, sia in America Latina che nel Sud Est asiatico, garantendo alti volumi di offerta, più incerte sono le conseguenze della crisi in Medio Oriente. Il rincaro dell'insieme dei fattori produttivi potrebbe incidere profondamente sui prezzi del caffè stimolando il recupero di entrambe le varietà.

Cacao: il rafforzamento del dollaro pesa sui prezzi del cacao, insieme a prospettive di offerta più favorevoli.

Se i recenti tagli dei prezzi del cacao garantiti ai coltivatori, decisi lo scorso mese 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, la crisi in Medio Oriente ha di nuovo deteriorato il clima di mercato. La Costa d'Avorio e il Ghana, che assieme producono oltre la metà del cacao mondiale, hanno entrambi ribadito che le piogge costanti delle ultime settimane hanno favorito lo sviluppo dei baccelli nelle piantagioni, rafforzando l'idea di un'offerta ampia e di qualità, frenando il recupero dei prezzi. Al contrario, la chiusura dello stretto di Hormuz ha fatto aumentare le tariffe di trasporto, i costi assicurativi e i prezzi del carburante, incrementando di conseguenza i costi per gli

importatori. Intermediari che devono fare anche i conti col rafforzamento del biglietto verde, valuta che esprime tutti i contratti finanziari, rincarati anche per effetto del cambio sfavorevole. Infine, il rallentamento delle consegne di cacao ai porti della Costa d'Avorio contribuisce a sostenere i prezzi, mentre continua la freddezza dei consumatori che appaiono ancora restii ad acquistare il cioccolato a causa del suo prezzo elevato. L'aumento dei prezzi e il brusco calo dei consumi stanno riequilibrando, forse eccessivamente, il mercato fisico del cacao. I bassi livelli raggiunti dalle quotazioni potrebbero essere fin troppo penalizzanti; per tale ragione ribadiamo la possibilità di un fisiologico rimbalzo dei prezzi.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	67,2	67,9	69,3	70,9	68,3	68,2
Cacao	3.180,0	4.620	4.733	4.500	4.035	4.256
Zucchero	15,5	14,9	15,5	17,0	16,0	17,0
Caffè (Arabica)	307,0	350,0	346,1	336,3	348,4	380,0
Caffè (Robusta)	3.751,0	3.575	3.748	3.750	3.956	3.850

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 23.03.26	2° trim. 2026	3° trim. 2026	4° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	67,2	71	69	67	68	66
Cacao	3.180,0	4.200	4.300	4.400	4.195	4.613
Zucchero	15,5	16,0	16,5	17,0	16,1	17,0
Caffè (Arabica)	307,0	360	375	380	359	380
Caffè (Robusta)	3.751,0	3.950	3.995	4.000	3.956	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 relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 25.02.2026.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione Analisti

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi