

Geopolitica e dazi condizionano le Commodity

Energia: outlook Neutrale, le tensioni geopolitiche superano i timori di surplus

Gli elementi dello scenario sul comparto Energia restano gli stessi del mese scorso: il peso delle tensioni geopolitiche sembra però superare l'effetto negativo delle aspettative di surplus, mantenendo WTI e Brent su livelli eccessivi rispetto alla reale situazione del mercato petrolifero. I minori consumi delle ultime settimane hanno tolto pressione al TTF consentendogli di rimanere in area 30 euro per MWh, nonostante la forte contrazione delle riserve in Europa.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, movimento rialzista ma la dinamica rallenta

Ritocchiamo leggermente al rialzo le nostre stime di prezzo medio, pur restando cauti e totalmente in linea con la maggior parte degli analisti di mercato che da qualche settimana hanno ridimensionato i target rialzisti. Nel corso del 2026 prevediamo un consolidamento su livelli medi alti per i Preziosi, con oro e argento che potrebbero temporaneamente rinnovare i loro massimi storici, per poi consolidare su livelli inferiori.

Metalli industriali: outlook Neutrale, ma aumentano i dubbi sui consumi futuri

Il comparto dei Metalli rischia di restare bloccato all'interno di un canale laterale, che potrebbe portare al consolidamento delle quotazioni. Pur confermandosi la sensazione che i mercati fisici possano registrare un deficit di offerta, dovuto agli scarsi investimenti degli ultimi anni, appaiono invece ridimensionarsi le aspettative di aumento della domanda legata alle nuove tecnologie.

Prodotti agricoli: Outlook Positivo da Neutrale, è la domanda il fattore chiave

Se la minor incertezza sugli scambi commerciali mondiali, registrata a fine 2025, aveva consentito un consolidamento delle quotazioni, questo inizio di 2026 ha visto aumentare la pressione rialzista sulle granaglie. Al contrario, la dinamica ribassista sulle soft commodity si è confermata, come pensavamo, nei primi mesi dell'anno: l'ammorbidimento delle tariffe dell'amministrazione Trump su molti prodotti in arrivo dai Paesi Emergenti ha depresso le quotazioni dei coloniali, a tal punto da risultare quasi eccessivamente basse e foriere di un possibile rimbalzo.

■ Soft Commodity:

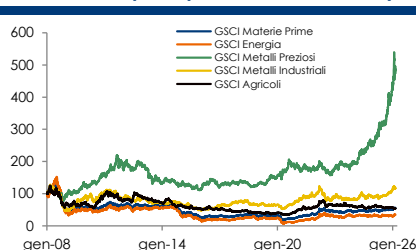
- ☐ **Cotone:** i fondamentali ancora negativi impediranno un deciso rialzo dei prezzi.
- ☐ **Zucchero:** le recenti novità dal Brasile e dagli Stati Uniti potrebbero sostenere i prezzi.
- ☐ **Caffè:** le stime di offerta abbondante deprimono i prezzi ma non precludono il recupero.
- ☐ **Cacao:** l'eccessivo movimento di ribasso potrebbe rivelarsi un'occasione di acquisto.

Performance degli indici commodity

	Valore 24.02.26	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4,333,0	10,6	24,5	84,3
GSCI Energia	700,9	16,1	12,7	103,8
GSCI Met. Preziosi	5,895,9	19,6	158,3	183,2
GSCI Met. Industriali	2,235,6	5,0	44,2	38,2
GSCI Prod. Agricoli	465,8	-1,3	-4,2	6,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 24.02.2026

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

25 febbraio 2026 - 15:21 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 febbraio 2026 - 15:26 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Feb.	Gen.
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. Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2026	2025
WTI	14,3	-19,9
Brent	16,3	-18,5
Gas naturale	-20,9	1,5
Gasolio	17,5	-10,4
Oro	18,8	64,4
Argento	23,9	141,4
Rame	6,0	41,7
Alluminio	3,3	17,4
Zinco	8,4	4,7
Nickel	7,6	8,6
Mais	-2,8	-4,0
Frumento	11,9	-8,1
Soia	10,6	3,2
Cotone	-1,1	-6,0
Caffè Arabica	-17,3	9,1

Fonte: Bloomberg. Dati al 24.02.2026

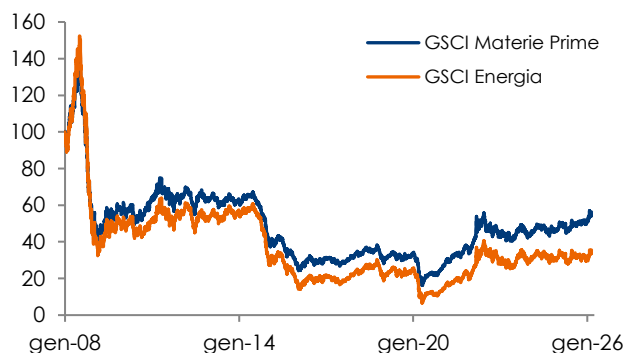
Energia: le tensioni geopolitiche superano i timori di surplus

Le tensioni geopolitiche continuano a caratterizzare queste prime settimane del 2026. Si rafforza ulteriormente la nostra idea secondo cui le tensioni geopolitiche avrebbero caratterizzato l'inizio del 2026. Archiviati i casi Venezuela e Groenlandia, resta sulla scena la mancata risoluzione del conflitto in Ucraina; una vicenda che ha risvolti non solo politici ma anche economici, viste le tensioni su petrolio e gas naturale di questo inizio d'anno, a cui si è sommato il nuovo round di colloqui sul programma nucleare dell'Iran. Le aspettative di surplus di offerta petrolifera, che avevano frenato le quotazioni petrolifere, sono state più che controbilanciate dai timori di possibili blocchi delle forniture dal Medio Oriente in caso di escalation militare nell'area, riportando Brent e WTI intorno a una media di 70 dollari. Inaspettatamente, invece, l'incertezza e la volatilità dei mercati hanno solo parzialmente investito i Preziosi, con oro e argento che restano su alti livelli ma lontani dai record dello scorso gennaio. La Corte Suprema degli Stati Uniti ha definito illegittimi una parte dei dazi imposti da Trump. I giudici – con una maggioranza di 6 a 3 – hanno stabilito che il Presidente non aveva l'autorità di ricorrere all'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), una legge pensata per situazioni di emergenza nazionale e non per introdurre dazi così estesi, non essendoci alcun riferimento alle tariffe commerciali nel testo legislativo. Il commercio così come le tasse sono materie che risultano essere competenza esclusiva del Congresso e per le quali non sono previste deleghe al Presidente. La decisione invalida in particolare le cosiddette tariffe "reciproche", restano invece in vigore i dazi su acciaio e alluminio (e altri metalli), introdotti tramite altre normative. Questa sentenza potrebbe avere impatti immediati sul commercio internazionale e sulle imprese che avevano già avviato una serie di ricorsi contro i dazi, con le corrispettive richieste di rimborso, alimentando nuove incertezze sul quadro economico USA e mondiale. Inoltre, emerge qualche perplessità sui futuri consumi di metalli industriali legati allo sviluppo dell'intelligenza artificiale. Se realmente si concretizzerà la mole di domanda ipotizzata, la pressione rialzista sui prezzi sarà fortissima vista l'inadeguata offerta presente ora sul mercato. Infine, il cambiamento climatico e la crescita demografica saranno i principali fattori di influenza per i prodotti agricoli: ci attendiamo qualche sorpresa proprio dalla domanda di derrate alimentari, un elemento costantemente sottostimato dai mercati, che potrebbe generare un inatteso rincaro delle quotazioni degli alimenti.

L'OPEC+ conferma la strategia di attesa fino a marzo mentre le stime di eccesso di offerta appaiono controbilanciate dai timori per le forniture di greggio in arrivo dal Medio Oriente. Lo scorso 1° febbraio, durante un incontro virtuale, Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman hanno ribadito l'impegno per la stabilità del mercato sulla base di prospettive economiche globali e degli attuali fondamentali sani, visti anche i bassi livelli delle scorte. Gli otto paesi partecipanti hanno riaffermato la decisione del 2 novembre 2025 di sospendere gli incrementi di produzione fino a marzo 2026, specificando che gli 1,65 milioni di barili al giorno rimanenti potranno essere reimmessi, in tutto o in parte, in base all'evoluzione delle condizioni di mercato ma certamente in modo graduale. Adottare un approccio cauto e mantenere la piena flessibilità per consentire ulteriori aggiustamenti volontari della produzione restano i cardini della nuova strategia adottata dai produttori, che torneranno a riunirsi il 1° marzo. Se le stime di surplus dovessero realmente verificarsi (l'IEA ha recentemente confermato la sua previsione di surplus a 3,7 milioni di barili), i prezzi di Brent e WTI sarebbero destinati a una corposa discesa, fin sotto la soglia dei 50 dollari al barile; una prospettiva che ci appare non solo di difficile realizzazione, ma che è stata smentita anche dall'andamento delle quotazioni petrolifere in questo inizio di 2026. Le attese di surplus appaiono infatti controbilanciate dalle preoccupazioni sulle forniture, viste le tensioni geopolitiche che interessano diverse aree di estrazione del petrolio, impedendo un calo significativo dei prezzi. Le tensioni fra USA e Iran amplificano i timori per le forniture dal Medio Oriente, nonostante i colloqui sul programma nucleare di Teheran proseguano, e non appare plausibile un blocco dello stretto di Hormuz, visto l'ingente dispiegamento di forze navali americane nell'area. Anche il ritorno delle principali aziende petrolifere statunitensi in Venezuela – con lo scopo di far riprendere a pieno regime la macchina produttiva venezuelana privata interrotta da oltre 10 anni, aumentandone rapidamente l'export petrolifero – viene ora percepito come una prospettiva più di medio

termine e non immediata. Si tratta di un altro elemento che riduce le attese di incremento di offerta nel breve termine e smorza gli effetti negativi sulle quotazioni petrolifere. Per queste ragioni, riteniamo che i contratti petroliferi si muoveranno mediamente all'interno dell'intervallo 60-70 dollari nel corso dell'anno, una fascia di prezzo equilibrata che non dovrebbe causare particolari disagi a produttori e consumatori.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

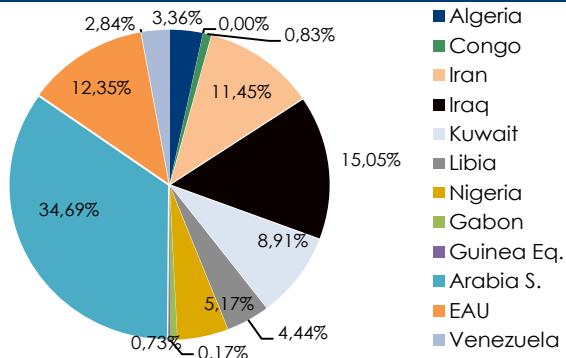
	Valore 24.02.26	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	4.333,0	10,6	24,5	84,3
GSCI Energia	700,9	16,1	12,7	103,8
WTI (\$)	65,6	14,3	-14,2	3,3
Brent (\$)	70,8	16,3	-13,3	5,8
Gas Naturale (\$)	2,9	-20,9	81,8	5,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Secondo il Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di febbraio, 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 106,9 mb/g nel 2026 (+1,8 mb/g a/a, e +0,4 mb/g rispetto a stima precedente) e 107,9 mb/g nel 2027 (+1,0 mb/g a/a, invariata). 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 (+0,7 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 43,0 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariata) e 43,6 mb/g nel 2027 (+0,6 mb/g a/a, invariata). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono salite di circa 4,0 milioni di barili, attestandosi a 2.844 milioni complessivi (2.840 mln il dato precedente), corrispondenti a 61,8 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di febbraio (**OMR**), ha confermato le sue stime di surplus di petrolio globale 2026 a 3,7 milioni di barili, come indicato il mese scorso. L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,3 mb/g nel 2024 (vs. 103,2 mb/g del mese di gennaio) a 104,0 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a, da 103,9 mb/g del mese scorso) e infine a 104,9 mb/g nel 2026 (+0,9 mb/g a/a, da 105 mb/g dello scorso mese). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,3 mb/g nel 2024 (rivista al ribasso rispetto ai 70,4 mb/g stimati a gennaio) a 72,1 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariata rispetto al mese scorso) e a 73,3 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, invariata rispetto allo scorso mese), 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 27,4 mb/g nel 2024 (vs. 27,3 mb/g del mese precedente) a 26,3 mb/g nel 2025 (-1,1 mb/g a/a, invariato) e a 25,7 mb/g nel 2026 (-0,6 mb/g a/a, rivisto rispetto ai 25,8 mb/g del mese scorso). Infine, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di febbraio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si stima che il consumo globale di petrolio si assesti a 103,6 mb/g nel 2025 (in ribasso da 103,7 mb/g dello scorso mese), a 104,8 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, invariato) e a 106,1 mb/g nel 2027 (+1,3 mb/g, invariato), segnando un nuovo record. Si prevede inoltre che l'offerta non-OPEC aumenti da 72,5 mb/g nel 2025 (in ribasso da 72,6 mb/g del mese scorso) a 73,7 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, invariato) e salga poi a 74,1 mb/g nel 2027 (+0,4 mb/g a/a, da 74,0 mb/g di gennaio), registrando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 28,0 mb/g nel 2025 (da 27,9 mb/g del mese scorso) e a 28,3 mb/g nel 2026 (+0,3 mb/g a/a, in rialzo da 27,9 mb/g precedenti) per poi aumentare a 28,5 mb/g nel 2027 (+0,2 mb/g a/a

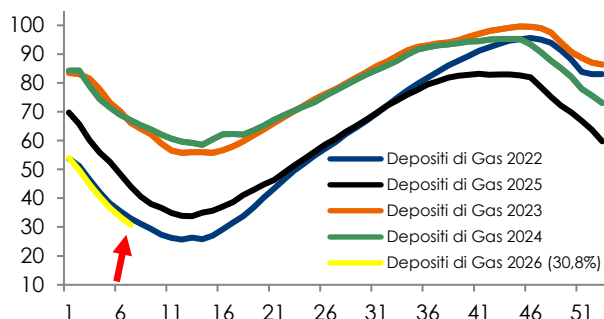
da 28,0 mb/g di gennaio). Secondo le stime dell'EIA, il surplus produttivo globale è atteso diminuire a 3,7 milioni di barili nel 2026 (rispetto al 2025) per poi aumentare a 3,8 milioni nel 2027.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.01.2026

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

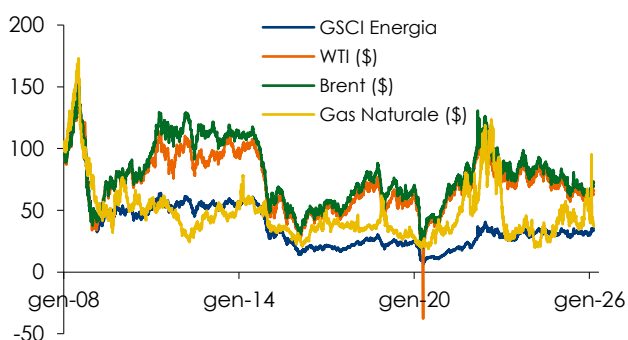


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 22.02.2026 (in ascissa è indicato il numero della settimana)

Il TTF (il gas europeo) ha aumentato la sua volatilità in quest'ultima parte dell'inverno continentale, mentre le scorte calano a un ritmo superiore alla media degli ultimi anni.

Il mese di febbraio è stato caratterizzato da una forte volatilità sui prezzi del TTF (il benchmark europeo del gas naturale), che sono rimasti distanti dai 42 euro per MWh registrati a metà gennaio. La stagionalità invernale alla fine ha inciso sui consumi, come ci aspettavamo, e ha portato le scorte europee a livelli preoccupanti. I dati settimanali (22.02.2026) di Gas Infrastructure Europe (GIE) segnalano che le scorte del nostro continente sono scese rapidamente, a febbraio, al 30,8% della capacità totale, decisamente al di sotto della media stagionale quinquennale che è pari a circa il 57%. In aggiunta, il livello attuale risulta inferiore anche al minimo del 2022, quando i depositi erano scesi al 32,9% nel medesimo periodo dell'anno. Molto spesso manca la percezione di quali gravi rischi minaccino la nostra sicurezza energetica. L'attuale situazione si rifletterà poi sugli acquisti primaverili, quando, alla fine dell'anno termico europeo (31 marzo), sarà necessario rifornire i depositi aumentando gli acquisti di gas sul mercato. Inoltre, la scelta europea di eliminare totalmente le importazioni di gas dalla Russia, entro la fine del 2027, è ormai una prospettiva concreta, del tutto indipendente dalle evoluzioni del processo di pace in Ucraina. Per questi motivi, ci attendiamo prezzi mediamente stabili del TTF nel 1° trimestre 2026, nonostante il picco stagionale dei consumi e l'erosione delle scorte. Una volta superato l'inverno 2025/26, ci attendiamo un calo delle quotazioni verso una media annuale di circa 30 euro nell'intero 2026, con una maggior pressione e volatilità sui prezzi quando si dovranno riempire i depositi per fronteggiare la prossima stagione invernale 2026/27.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.02.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	700,9	13,0	12,7	15,0	16,1
WTI (\$)	65,6	13,3	1,3	-4,8	14,3
Brent (\$)	70,8	13,3	2,9	-3,1	16,3
Gas Naturale (\$)	2,9	-34,1	8,1	-30,2	-20,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: le tensioni geopolitiche in corso stanno premendo al rialzo in maniera eccessiva su petrolio e gas naturale; superata questa fase ci attendiamo una normalizzazione delle quotazioni intorno ai nostri target.

Gli elementi alla base dello scenario sul comparto Energia in questo 2026 restano gli stessi del mese scorso, ma il peso delle tensioni geopolitiche sembra superare l'effetto negativo delle aspettative di surplus, mantenendo WTI e Brent su livelli eccessivi rispetto alla reale situazione del mercato petrolifero. Prosegue la pausa nella rimozione dei tagli produttivi che si sono autoimposti i paesi OPEC+ mentre si avvicina il 31 marzo (data della prossima riunione); da lì in poi non è chiaro quale sarà la strategia che decideranno di adottare i produttori. Se il fattore chiave resta la dimensione reale del surplus di offerta che si concretizzerà quest'anno, le tensioni geopolitiche fra Stati Uniti e Iran stanno avendo il sopravvento, alimentando le preoccupazioni sull'offerta petrolifera in arrivo dal Medio Oriente; forse il mercato sta sovrastimando le possibili conseguenze di una limitata interruzione delle forniture via nave dallo Stretto di Hormuz. Per questo insieme di ragioni e visto l'eccessivo rialzo delle ultime settimane (che pensiamo sia destinato a ridimensionarsi), confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Nonostante lo scenario sul gas naturale resti strutturalmente complicato, il rialzo delle temperature in Europa, in questo scorcio finale dell'inverno continentale, ha riportato i consumi nella media stagionale ma non ha impedito alle scorte europee di scendere a livelli minimi record. Il sistema energetico europeo ha di nuovo dimostrato di avere un equilibrio fragilissimo, nonostante una marginale frenata dei consumi per il riscaldamento degli ambienti. Un quadro ancor più fosco dopo il varo delle nuove regole adottate dall'Europa sul meccanismo di accumulo delle scorte e la decisione di abbandonare definitivamente le importazioni di metano da Mosca (sia via gasdotti sia prodotto liquefatto entro il 2027), indipendentemente dall'eventuale fine del conflitto in Ucraina. In conclusione, i minori consumi delle ultime settimane hanno tolto pressione al TTF consentendogli di rimanere in area 30 euro per MWh; nel corso dell'anno ci attendiamo che le quotazioni si attestino sugli attuali livelli, restando sotto i 35 euro per MWh.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.26	2026	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	65,6	60,0	58,8	59,0	59,8	61,3
Brent (\$)	70,8	64,0	62,0	62,5	62,4	64,5
Gas Naturale (\$)	2,9	4,1	3,7	3,8	4,0	4,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.26	2026	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	65,6	61,0	60,0	59,0	59,8	60,0
Brent (\$)	70,8	65,0	64,0	63,0	63,8	64,0
Gas Naturale (\$)	2,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,2
TTF (€/MWh)	30,7	32,0	30,5	27,0	29,5	24,0

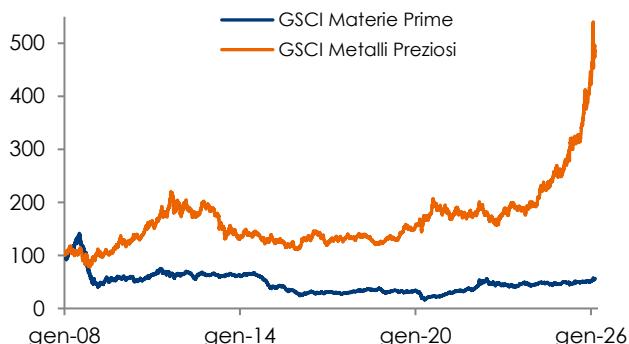
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: permane la tensione rialzista ma la dinamica rallenta

Dopo i nuovi record di oro e argento registrati a inizio anno, la dinamica rialzista sembra aver perso slancio. I Metalli preziosi, dopo aver segnato nuovi massimi a gennaio, stanno esprimendo un andamento laterale che sta consolidando le quotazioni su livelli alti ma al di sotto dei record.

La richiesta di asset difensivi a causa delle continue tensioni geopolitiche prosegue: in particolare, la trattativa sul programma nucleare iraniano e le divergenze fra Washington e Teheran sostengono i prezzi di oro e argento, pur mantenendoli lontani dagli eccessi di inizio anno. La novità legata alla recente decisione della Corte Suprema di annullare i dazi "reciproci" introdotti dall'amministrazione Trump, di fatto abusando di un potere non concesso al Presidente, potrebbe contribuire a rendere ancor più incerto il quadro americano e globale, alimentando ulteriormente l'avversione al rischio degli investitori. La nomina del nuovo presidente della Fed (Warsh, che sostituirà Powell a maggio) ha ridotto le tensioni intorno all'istituto, lasciando intatte le aspettative di calo dei tassi americani nel 2026, nonostante i recenti verbali (relativi alla riunione di gennaio) abbiano chiarito le forti divisioni in seno al Consiglio e fatto presagire una maggior cautela della Fed nell'allentare le condizioni di credito. Questa prospettiva appare comunque parzialmente metabolizzata dal dollaro, che dovrebbe evitare ribassi eccessivi. La stabilizzazione della valuta americana la farebbe tornare a contendere il ruolo di investimento difensivo con l'oro, ampliando le alternative per gli investitori più prudenti. Confermiamo inoltre che, in questa fase, più che il tema del "debasement trade" – ovvero l'idea di scommettere contro una moneta (nel recente passato è stato il caso del biglietto verde ma non in questo momento), investendo in asset considerati riserve di maggior valore come i Metalli preziosi – sono le tensioni geopolitiche a mantenere alti i livelli delle quotazioni. Archiviati i dossier Venezuela e Groenlandia (quest'ultima più una priorità strategica che economica per gli Stati Uniti che, non a caso, hanno sfumato le dichiarazioni in tal senso, di fatto lasciando il campo all'Europa nella gestione dei futuri accordi commerciali e di sfruttamento delle risorse dell'isola), è la questione Iran l'unico fronte aperto. Il petrolio ha accelerato infatti sui timori di una possibile escalation militare nei confronti dell'Iran, nonostante l'incontro di Ginevra degli scorsi giorni sia stato definito costruttivo da entrambe le parti, con le delegazioni già pronte a incontrarsi nuovamente nel giro di un paio di settimane. Le tensioni accrescono le preoccupazioni sulle forniture di petrolio dal Medio Oriente ma hanno anche aumentato la pressione sui Preziosi, senza però spingerli a nuovi record. Il Governo iraniano è più debole e più isolato ma non è ancora emersa una concreta alternativa all'attuale regime, per cui difficilmente gli Stati Uniti interverranno in questo scenario senza avere pronta una soluzione credibile, come accaduto per esempio in Venezuela. Questo scenario mantiene comunque alta la necessità degli investitori di diversificare verso l'oro, che tuttavia comincia a mostrare qualche segnale di affaticamento nella dinamica rialzista delle quotazioni.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

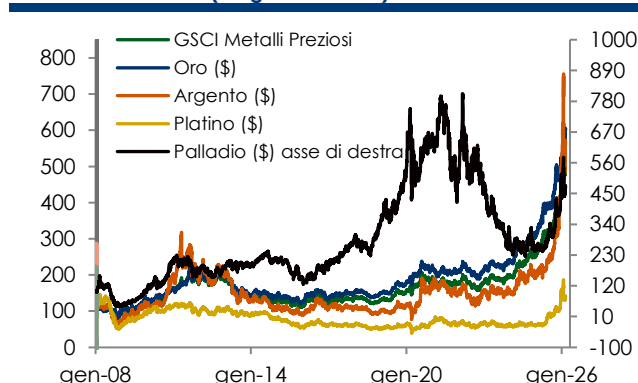
	Valore 24.02.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4.333,0	10,6	24,5	84,3
GSCI Met. preziosi	5.895,9	19,6	158,3	183,2
Oro (\$)	5.163,8	18,8	153,7	191,2
Argento (\$)	88,0	23,9	283,4	219,9
Platino (\$)	2.178,7	6,6	141,6	77,1
Palladio (\$)	1.786,8	10,9	83,0	-26,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'oro potrebbe avere ancora spazio di rialzo nel breve, ma nel medio termine si rafforza l'idea di un consolidamento dei prezzi su livelli comunque elevati.

Dopo la straordinaria performance del 2025, il metallo giallo ha registrato nuovi massimi storici a gennaio (5.550 dollari), lasciando poi spazio però alle prese di beneficio che hanno riportato le quotazioni nell'area chiave di 5.000 dollari l'oncia. Una dinamica che, pur restando rialzista, esprime una minor forza per il ridursi dei fattori a sostegno. Gli ultimi dati del **World Gold Council (WGC)** riferiti al 2025 confermano che gli acquisti delle banche centrali hanno rallentato, pur restando storicamente elevati, mentre è in netto calo la domanda dell'industria e della gioielleria. Nel corso dell'anno sono state aggiunte 863 tonnellate di oro alle riserve ufficiali dei principali istituti centrali (in particolare dei Paesi Emergenti) ma questa richiesta continua a calare. Al contrario, la domanda totale di oro (inclusi gli investimenti OTC e le variazioni delle scorte) ha superato per la prima volta le 5.000 tonnellate, trainata da enormi flussi di investimento. Proprio quest'ultimo elemento sembrerebbe essere la chiave del movimento dei prezzi dello scorso anno e alla base della pressione rialzista tuttora in atto sul metallo aureo. Gli ETF garantiti dall'oro hanno totalizzato 801 tonnellate nel 2025, il secondo maggiore incremento annuo di sempre. Un dato che fa ancora più impressione considerando che nel 2024 le tonnellate di controvalore rappresentate dai derivati finanziari registrarono una variazione negativa: -2,9 tonnellate. Queste evidenze certificano, ancora una volta, come sia aumentato il peso della richiesta di diversificazione nei portafogli finanziari. In sostanza, gli investitori stanno incrementando la componente dell'oro nei propri portafogli, alla ricerca di asset difensivi che li proteggano dal rischio, non solo geopolitico, ma anche di calo dei listini azionari o di crisi del debito che possano incidere sui titoli obbligazionari. Una situazione che, in caso di calo repentino del metallo giallo, potrebbe però amplificare, invece di ridurre, le perdite degli investitori più piccoli. 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 fase di consolidamento intorno ai 90 dollari. Lo straordinario rialzo è stato, a nostro avviso, agevolato soprattutto dal valore unitario più basso dei singoli contratti finanziari (80 dollari rispetto ai 5.000 dell'oro). Questo elemento lo ha indubbiamente favorito nelle scelte speculative proprio degli investitori più piccoli, con capitali più limitati, alimentando i nostri timori sugli effetti di uno storno maggiore di tutti i Preziosi sui soggetti finanziariamente più deboli. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto sono i fattori che sostengono ancora **platino** e **palladio**, impedendo un ribasso maggiore, benché entrambi si siano allontanati dai valori record di gennaio. Il platino è più esposto alla domanda di investimento puramente finanziaria, continuando ad esprimere una volatilità maggiore. Il palladio è invece più legato alla domanda industriale e dipendente dalla risoluzione del conflitto in Ucraina; una pacificazione dell'area potrebbe consentire infatti il ritorno sul mercato delle forniture di palladio di origine russa.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.02.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	5.895,9	28,3	58,1	83,3	19,6
Oro (\$)	5.163,8	24,5	53,1	77,6	18,8
Argento (\$)	88,0	71,7	127,0	178,9	23,9
Platino (\$)	2.178,7	40,3	61,4	126,0	6,6
Palladio (\$)	1.786,8	27,5	62,4	92,2	10,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: confermiamo il nostro scenario di consolidamento su livelli alti nel 2026, ma ribadendo la sensazione che la dinamica rialzista stia mostrando più di un segnale di rallentamento. Ritocchiamo leggermente al rialzo le nostre stime in termini di obiettivi di prezzo

medio, pur restando improntate alla cautela e totalmente in linea con la maggior parte degli analisti di mercato che da qualche settimana hanno ridimensionato i target rialzisti. Nel corso del 2026 prevediamo un consolidamento su livelli medi alti per i Preziosi, con oro e argento che potrebbero temporaneamente rinnovare i loro massimi storici, per poi consolidare su livelli inferiori. La performance del comparto sarà 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, immetteranno denaro sul mercato. In aggiunta, pensiamo che la quota strutturale di investimenti difensivi, come oro o argento, nei portafogli degli investitori, salita a livelli record, non calerà nei prossimi anni. Si tratta di una scelta indispensabile per fronteggiare lo scenario globale imprevedibile, come dimostrato dagli eventi di questi primi due mesi del 2026, ma che al contempo espone gli investitori più piccoli alle forti oscillazioni di oro e argento. Le tensioni geopolitiche domineranno la scena almeno per tutta la prima parte dell'anno, mentre le elezioni di mid-term negli Stati Uniti potrebbero rappresentare il punto di svolta, essendo l'unico momento in grado di frenare l'eccessivo attivismo della presidenza Trump. Inevitabilmente i rischi che gravano sulle nostre stime di prezzo sono sbilanciati al rialzo; la volatilità delle ultime settimane ha infatti confermato che il raggiungimento di livelli più alti, specie per oro e argento, di quelli attesi attualmente non è un'ipotesi marginale, senza inficiare tuttavia l'idea di una dinamica rialzista meno vigorosa rispetto al passato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	5.163,8	4.595,0	4.635,0	4.650,0	4.544,0	4.100,0
Argento (\$)	88,0	80,0	70,0	67,9	65,0	60,5
Platino (\$)	2.178,7	1.927,9	1.853,7	1.955,2	2.037,5	1.812,5
Palladio (\$)	1.786,8	1.656,7	1.600,0	1.542,5	1.625,0	1.428,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

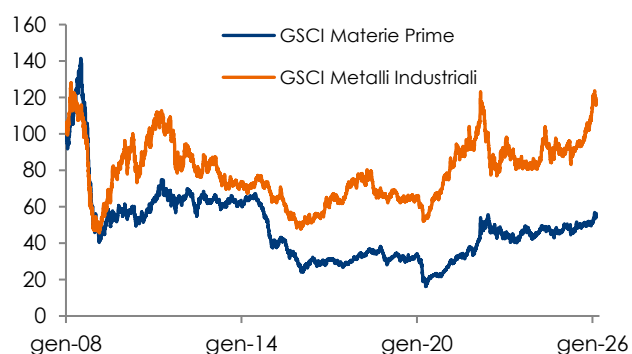
	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	5.163,8	5.100	5.000	4.900	4.950	4.550
Argento (\$)	88,0	85,0	80,0	75,0	77,5	65,0
Platino (\$)	2.178,7	2.200	2.050	2.050	2.075	1.850
Palladio (\$)	1.786,8	1.750	1.650	1.585	1.630	1.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: mercati in deficit ma crescono i timori sulla domanda

Prosegue il rialzo dei Metalli industriali: pesano le tensioni geopolitiche e le aspettative di aumento della domanda nei prossimi anni, a fronte di un'offerta inadeguata. In queste prime settimane del 2026, i prezzi di quasi tutti i metalli sono tornati ai massimi degli ultimi anni e il rame ha raggiunto il suo nuovo record storico. La pressione rialzista ha avuto come elemento di spinta la complessità dello scenario geopolitico che ha portato le catene del valore a frammentarsi e, in alcuni casi, a duplicarsi a causa della volontà statunitense di ridurre l'esposizione verso la Cina. A questo si è sommata la prospettiva di una domanda mondiale in forte 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. Gli scarsi investimenti lungo tutta la filiera produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) continuano ad essere il principale fattore di rischio se la domanda crescerà ancora.

Le tensioni geopolitiche e l'eccessiva fiducia sulla futura domanda generata dai fabbisogni delle nuove tecnologie restano i temi di fondo, ponendo in secondo piano il ruolo della Cina. Il rialzo di tutto il comparto, registrato in questi primi due mesi dell'anno (+5,0%), è totalmente legato dalla domanda industriale cinese o statunitense ed esclusivamente dovuto ai rischi geopolitici e alle tensioni commerciali che incombono sul mercato fisico dei metalli. Le tariffe introdotte da Washington hanno spinto a un accumulo di scorte senza precedenti negli Stati Uniti, **distorcendo completamente l'equilibrio di mercato.** La continua minaccia da parte del presidente Trump di introdurre o modificare i dazi sulle importazioni di rame raffinato ha letteralmente gettato i mercati nel panico e gonfiato artificialmente i volumi delle importazioni sul suolo americano. La sentenza della Corte Suprema che reputa illegittimi i dazi reciproci verso i principali partner commerciali degli Stati Uniti sta aumentando la volatilità di tutte le Commodity ma non dovrebbe incidere sulle tariffe dei Metalli industriali, che sono state introdotte seguendo un iter legislativo diverso da quello contestato dai giudici. Negli Stati Uniti, i progetti di installazione dei datacenter, e ancor prima l'aumento della capacità di generazione elettrica e il potenziamento della rete, richiederanno enormi volumi di rame, alluminio, zinco e acciaio. Le tempistiche non appaiono immediate e **inizia ad affacciarsi un parziale scetticismo sulla concreta realizzazione di questi progetti e sulla reale redditività di questi ambiziosi piani di investimento in intelligenza artificiale.** Il rischio di un ridimensionamento di questa prospettiva, nel suo complesso, potrebbe riflettersi in modo negativo sui metalli generando pressioni ribassiste. A fronte di questo scenario, sfuma sempre di più la centralità del sistema economico cinese. La **Cina** ha archiviato il 2025 con una crescita del 5%, centrando di fatto l'obiettivo governativo di un PIL "intorno al 5%". La domanda domestica continua a essere asfittica, mentre l'economia si regge ancora su manifattura ed export, più che su consumi e investimenti interni. Pur con l'obiettivo di aumentare la spesa dei consumatori e delle imprese al centro della politica di sviluppo cinese, le azioni intraprese finora da Pechino hanno avuto un impatto molto limitato. 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. In aggiunta, è ancora sostanzialmente irrisolta la crisi del settore immobiliare; il comparto che per anni ha trainato il ciclo domestico ora sembra essere diventato il principale ostacolo alla crescita, estendendo i suoi effetti negativi anche al settore siderurgico che soffre di una sovracapacità storica, ora aggravata anche dalla mancanza di domanda interna. 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.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.02.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4.333,0	10,6	24,5	84,3
GSCI Industriali	2.235,6	5,0	44,2	38,2
Rame (\$)	13.166,5	6,0	53,7	39,9
Alluminio (\$)	3.093,5	3,3	41,9	38,4
Zinco (\$)	3.379,5	8,4	40,5	16,9
Nickel (\$)	17.909,0	7,6	2,4	-6,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i prezzi consolidano sotto i massimi storici, mentre permangono i timori sulle forniture e sulla dimensione della futura domanda.

Il rame rallenta dopo aver toccato un nuovo record a 14.000 dollari a tonnellata nelle scorse settimane. Il rialzo, iniziato nella parte finale del 2025, sembra affievolirsi e potrebbe sfociare in un consolidamento laterale su valori comunque alti. Il rame è un metallo il cui andamento sui mercati tende a segnalare anche la forza della congiuntura internazionale. Negli ultimi mesi, dato il suo coinvolgimento crescente nelle varie fasi di implementazione delle nuove tecnologie, che hanno affiancato l'utilizzo legato alla transizione energetica, ha iniziato a incorporare una parte dello scetticismo sull'effettiva dimensione della domanda generata dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale, rallentando la sua corsa rialzista. Di fatto, il controllo del rame non rappresenta più un semplice fattore produttivo, ma uno dei principali elementi che potrebbero traghettare l'economia mondiale verso un nuovo futuro. Non a caso, l'amministrazione Trump ha ben chiaro che le risorse minerarie presenti in America Latina non possono essere lasciate a disposizione di Cina e Russia, non solo per una questione prettamente politica ma geostrategica. Il maggior controllo delle miniere sudamericane libererebbe l'economia statunitense dalla dipendenza (in calo) da Pechino, segnando un nuovo passaggio di una strategia più ampia che gli Stati Uniti stanno perseguendo da tempo. L'importanza di questa questione e il ruolo delle nuove tecnologie emergono chiaramente anche dai risultati societari: il gruppo minerario cileno Antofagasta ha registrato un aumento del 52% dell'utile operativo annuo, grazie ai prezzi record del rame che hanno compensato una produzione leggermente inferiore. L'azienda ha inoltre dichiarato che l'aumento degli investimenti è volto a sostenere la produzione nel medio termine. Un'offerta probabilmente inadeguata rispetto alle aspettative di domanda in aumento, al netto delle incertezze sulla reale fattibilità dei vari progetti annunciati, resta l'elemento a sostegno delle quotazioni del rame.

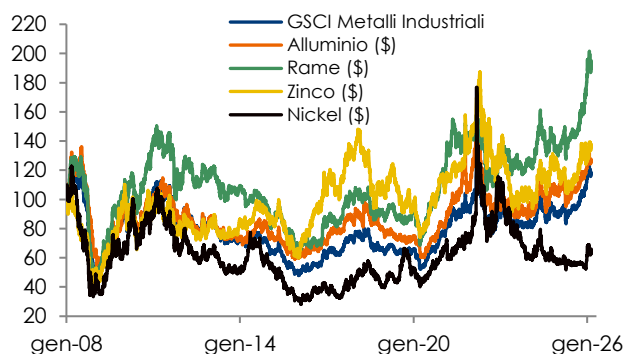
Alluminio: le tante incertezze sul mercato fisico favoriranno l'andamento laterale dei prezzi.

Dopo un inizio d'anno in rialzo come la maggior parte dei metalli industriali, spinto dalle aspettative di ulteriori tagli dei tassi di interesse statunitensi e di una forte ripresa della domanda, anche l'alluminio ha interrotto la sua corsa rialzista. Le tante incertezze che gravano sul mercato fisico si sommano anche a un certo scetticismo sull'impiego dell'alluminio nello sviluppo delle nuove tecnologie (come nel caso del rame), che ha favorito lo storno delle quotazioni dai massimi di gennaio. Come detto, la sentenza della Suprema Corte statunitense che ha dichiarato illegittimi i dazi reciproci ha aumentato la volatilità sulle Commodity ma non dovrebbe avere conseguenze sulle tariffe riguardanti i metalli, introdotte seguendo un iter legislativo diverso. L'ipotesi di dazi più leggeri negli Stati Uniti su alluminio e acciaio resta sul tavolo dell'amministrazione Trump, nonostante la sentenza emessa dai giudici abbia spinto al ribasso i prezzi dei due metalli industriali. Rivedere il regime tariffario sull'alluminio e modificare (nel senso di ridurre) l'elenco dei beni finiti a cui applicare la penalizzazione ha introdotto un ulteriore grado di incertezza sia sui flussi commerciali che sui prezzi. Le indiscrezioni indicano che il nuovo schema di tassazione potrebbe limitarsi alla materia prima grezza e ai semilavorati voluminosi (le classiche

bobine di alluminio). Per concludere, ai timori relativi al fragile equilibrio fra domanda e offerta, dovuto all'impatto delle nuove tecnologie, si somma l'aumento complessivo dell'incertezza sul commercio dell'alluminio. Questo scenario potrebbe smorzare la pressione rialzista, lasciando spazio a un consolidamento laterale dei prezzi.

Zinco: i prezzi resteranno sostenuti a dispetto della frenata registrata da rame e alluminio. Da inizio anno lo zinco si mantiene vicino ai massimi, limitandosi a consolidare senza stornare come invece sta accadendo a rame e alluminio. Durante le festività per il Capodanno cinese, il prezzo medio dello zinco storicamente prima si contrae e poi recupera, ma quest'anno non sembrerebbe seguire questa regola. Un dollaro americano più forte ha pesato solo parzialmente sui metalli non ferrosi, così come la sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti contro i dazi su larga scala non ha di fatto inciso sui prezzi dello zinco. A mantenere alto il sentiment degli investitori anche la conferma di scorte ancora basse depositate all'LME, la borsa di scambio dei principali metalli. L'insieme di tutti questi fattori ha determinato un consolidamento delle quotazioni nelle ultime settimane. In prospettiva, le vacanze relative alle festività del Capodanno Lunare sono concentrate solo nel mese di febbraio, limitando la chiusura per manutenzione delle fonderie cinesi, pur generando un contraccolpo sulla produzione nazionale di metallo raffinato di circa -50.000 tonnellate su base mensile. A fronte di questa minor offerta, è anche vero che la domanda complessiva si è indebolita notevolmente e che le scorte nazionali di lingotti di zinco si sono accumulate durante le festività. L'attenzione è quindi rivolta alla ripresa delle attività in Cina, all'aumento dei volumi offerti sul mercato e ai successivi effetti sui prezzi, che pensiamo possano mantenere un movimento laterale.

Nickel: l'effettiva riduzione dell'offerta dall'Indonesia è l'unico elemento che può impedire il ribasso delle quotazioni nel corso del 2026. Non cambia lo scenario del nickel che, dopo il forte rialzo di fine gennaio, sta consolidando sotto i massimi raggiunti. Le stime sul 2026 continuano a indicare un persistente eccesso di offerta che sta solo marginalmente rallentando la dinamica dei prezzi, almeno nel breve termine. Il Governo indonesiano intende tener fede ai tagli alla produzione decisi, riducendo le forniture delle principali miniere del Paese. L'obiettivo è ridimensionare il surplus globale che negli ultimi anni aveva contribuito a comprimere i prezzi, creando invece una situazione di maggiore scarsità. In presenza di una domanda solida, questa strategia, se effettivamente implementata, potrebbe spingere di nuovo le quotazioni verso l'alto. Il precedente eccesso di offerta si sta lentamente riducendo e la stretta produttiva prospettata potrebbe favorire ulteriormente il riequilibrio del mercato fisico. Di contro, gli investitori continuano a credere che l'Indonesia, il più grande produttore al mondo di questo metallo, difficilmente riuscirà a ridurre la sua produzione della dimensione annunciata. Come più volte detto, ricordiamo che lo scetticismo degli operatori è alimentato anche dal fatto che né le aziende siderurgiche nazionali né tantomeno il Governo indonesiano indicano formalmente quote o livelli di produzione, il che impedisce di capire cosa stia realmente accadendo. 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. Per questo rappresenta una materia prima strategica nella transizione energetica e si prevede che la domanda globale continui a crescere nei prossimi anni. La reale dimensione dei consumi futuri e la sovracapacità produttiva indonesiana restano dunque i due elementi che incideranno sull'eventuale rialzo delle quotazioni, attese ancora su alti livelli nel breve per poi stornare nel medio-lungo termine.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.02.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.235,6	16,4	26,1	30,0	5,0
Rame (\$)	13.166,5	21,7	34,4	40,0	6,0
Alluminio (\$)	3.093,5	10,5	17,9	17,2	3,3
Zinco (\$)	3.379,5	12,9	19,9	20,2	8,4
Nickel (\$)	17.909,0	20,4	18,6	16,8	7,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: la scarsità di offerta e la prospettiva di forte aumento della domanda sono i temi chiave di lungo periodo.

Il comparto dei Metalli rischia di restare bloccato all'interno di un canale laterale che potrebbe portare al consolidamento delle quotazioni di tutte le sue principali componenti. Pur confermandosi la sensazione che i mercati fisici di molti metalli possano registrare un deficit di offerta, dovuto agli scarsi investimenti degli ultimi anni, appaiono invece ridimensionarsi le aspettative di aumento della domanda. L'incertezza sul ciclo economico ma anche gli alti tassi di interesse – calati solo nell'ultimo anno ma non ancora a sufficienza per gli onerosi progetti necessari – continuano a rendere complicata qualsiasi iniziativa, esplorativa, mineraria o siderurgica. Questo tipo di attività necessita infatti di ingenti finanziamenti e le condizioni creditizie degli ultimi anni, oltre a non esser state particolarmente favorevoli, non si stanno contraendo della dimensione necessaria per stimolare l'implementazione. Stanno invece crescendo le perplessità sulla futura domanda legata allo sviluppo delle nuove tecnologie. Nell'immediato, però, l'impossibilità di soddisfare i consumi in crescita dovrebbe consentire un consolidamento su livelli alti delle quotazioni. Ribadiamo, invece, che tutti i principali metalli registreranno prezzi mediamente inferiori su un orizzonte di 12 mesi, mentre si è già verificata la quasi totale indifferenza del comparto alle chiusure in Cina per la festività del Capodanno Lunare, confermando la minor influenza che Pechino esercita sulla dinamica dei metalli industriali in questa fase storica.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.166,5	12.368	12.500	12.000	12.025	11.797
Alluminio (\$)	3.093,5	3.000	3.000	3.000	2.950	2.900
Zinco (\$)	3.379,5	3.002	3.000	2.925	2.954	2.806
Nickel (\$)	17.909,0	15.750	15.775	15.900	15.713	16.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

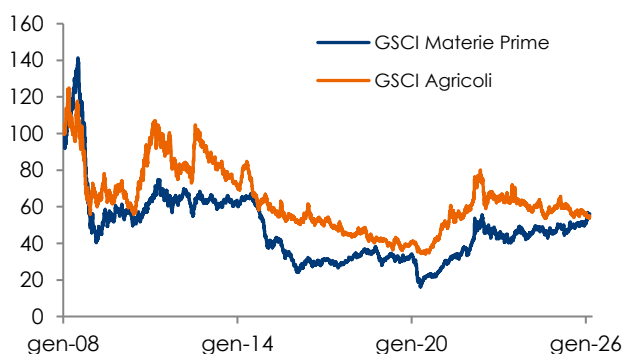
	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	13.166,5	13.000	12.500	12.500	12.500	13.000
Alluminio (\$)	3.093,5	3.100	3.000	3.000	3.050	3.375
Zinco (\$)	3.379,5	3.250	3.250	3.350	3.340	3.600
Nickel (\$)	17.909,0	17.000	16.400	15.800	16.175	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: l'incremento della domanda può migliorare lo scenario

Dopo un 2025 di sostanziale consolidamento per il comparto Agricolo, gli effetti del cambiamento climatico sull'offerta e quanto la crescita demografica influirà sulla domanda continuano a essere i temi di fondo. Dopo la stabilità registrata dalle derrate alimentari sulle maggiori piazze di scambio negli ultimi mesi dello scorso anno, l'inizio del 2026 ha visto invece una maggior pressione rialzista, specie sul frumento e sulla soia. Nel 2025, la grande disponibilità di granaglie, verdura e frutta, dovuta alle straordinarie condizioni di crescita nelle principali aree agricole del mondo, ha limitato il rincaro degli alimenti. 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, lasciando però immutata la sensazione che siano comunque cambiate le prospettive di guadagno e di accesso al mercato per gli agricoltori. Il clima secco delle ultime settimane negli Stati Uniti e i costanti allarmi sull'incidenza delle condizioni climatiche, in particolare sulla coltivazione del frumento nel Sud del Mondo, hanno alimentato il forte rialzo del grano in questo inizio di 2026. Molti analisti ritengono che i problemi meteorologici che si stanno verificando in tutto il mondo incideranno negativamente sulla produzione globale di grano attesa. A questo fattore si sommano i recenti danni subiti dalle infrastrutture di alcuni porti in Ucraina, che stanno rallentando la commercializzazione del frumento stoccato nei silos. L'insieme di questi elementi potrebbe continuare a premere al rialzo sulle quotazioni del grano. Situazione non dissimile per la soia: i prezzi alla borsa agricola di Chicago sono saliti di oltre il 10% da inizio anno, spinti dalla conferma che la Cina ha completato gli acquisti dei 12 milioni di tonnellate di prodotto statunitensi previsti dall'accordo con Washington. Il rispetto degli impegni assunti è avvenuto senza modificare la strategia di approvvigionamento di lungo termine sancita da Pechino e volta a privilegiare più le forniture dal Sud America, in particolare dal Brasile, che quelle dagli Stati Uniti. Per tale ragione, l'attenzione degli operatori è tutta sul raccolto record atteso in Brasile, la cui commercializzazione (soia fresca) inizierà a cavallo fra febbraio e marzo. In conclusione, le prospettive sulla redditività dei raccolti delle principali granaglie dipenderanno dalla forza della domanda e dal volume delle esportazioni dei principali produttori. Il recupero dei prezzi passerà quindi dall'incremento dei consumi, date le abbondanti forniture previste anche per questa stagione. In caso contrario, è probabile che le quotazioni tenderanno a stabilizzarsi, smentendo le nostre ipotesi parzialmente rialziste. Le considerazioni fatte per le granaglie non valgono per le soft commodity, prodotti di consumo considerati non primari che hanno proseguito il loro movimento ribassista in queste settimane. I bassi livelli raggiunti da alcuni coloniali appaiono addirittura eccessivi e potrebbero favorire un recupero limitato e di breve termine, come reazione alle perdite registrate in questo inizio di 2026.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.02.26	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	4.333,0	10,6	24,5	84,3
GSCI Agricoli	465,8	-1,3	-4,2	6,1
Mais (\$ cent)	427,8	-2,8	7,0	-22,9
Frumento (\$ cent.)	567,5	11,9	-1,0	-15,5
Soia (\$ cent)	1.139,5	10,6	0,6	-19,0
Cotone (\$ cent)	63,6	-1,1	-33,0	-31,2
Cacao	2.997,0	-50,6	-54,3	13,1
Zucchero	14,6	-3,1	-35,7	-18,4
Caffè (Arabica)	288,3	-17,3	50,9	112,5
Caffè (Robusta)	3.663,0	-10,9	20,2	153,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

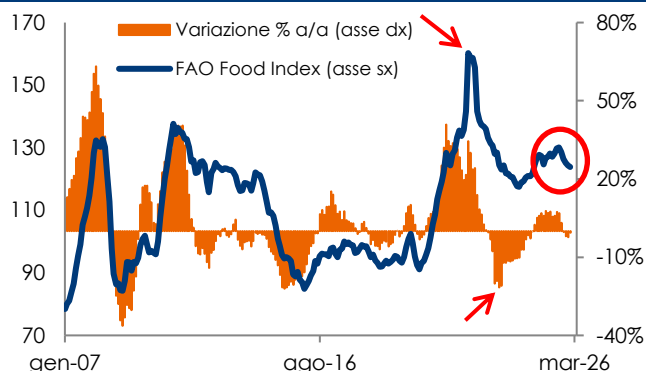
L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari si contrae anche a gennaio. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso leggermente (-0,5% m/m) anche a gennaio (dopo il calo di dicembre), registrando una media di 123,9 punti, rispetto ai 124,3 punti precedenti, e segnando il quinto calo

mensile consecutivo. Le diminuzioni degli indici dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari, della carne e dello zucchero hanno più che compensato gli aumenti di cereali e oli vegetali. **L'indice dei prezzi dei cereali** è infatti salito dello 0,2% rispetto a dicembre restando però a -3,9% a/a. La forte domanda da parte di Australia e Canada, unita ai timori per l'impatto delle condizioni meteorologiche sui terreni "a riposo invernale" nella Federazione Russa e negli Stati Uniti, è stata compensata da un'ampia offerta globale. Le previsioni di buoni raccolti in Argentina e Australia, insieme agli elevati livelli di scorte mondiali, hanno premuto al ribasso sulle quotazioni. In particolare, i prezzi del mais sono diminuiti dello 0,2% a causa dell'abbondante produzione globale, non sufficientemente compensata dalle pressioni rialziste esercitate dalle condizioni meteorologiche avverse sulle semine in Argentina e Brasile. I prezzi dell'orzo hanno registrato un modesto aumento, sostenuti da una solida domanda da parte dell'Argentina, mentre i prezzi del sorgo hanno seguito l'andamento del mais, registrando un lieve calo. L'indice dei prezzi del riso è invece aumentato dell'1,8% a gennaio, spinto da una domanda sostenuta, in particolare per le varietà aromatiche provenienti dal Sud Est asiatico. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali** ha registrato una media di 168,6 punti a gennaio, in aumento del 2,1% rispetto a dicembre. L'incremento riflette i maggiori rialzi degli oli di soia, palma e girasole, che hanno più che compensato il calo dell'olio di colza. Le quotazioni dell'olio di palma sono salite per il secondo mese consecutivo, sostenute dal rallentamento stagionale della produzione nel Sud Est asiatico e da una solida domanda globale. I prezzi dell'olio di soia sono rimbalzati a seguito della contrazione delle esportazioni in Sud America e delle aspettative di una robusta domanda dal comparto dei biocarburanti negli Stati Uniti. Anche l'olio di girasole è tornato a salire per via della scarsa offerta nella regione del Mar Nero, a causa delle difficoltà di vendita riscontrate dagli agricoltori locali. Al contrario, i prezzi dell'olio di colza sono leggermente diminuiti, riflettendo l'ampia disponibilità nell'Unione Europea a seguito delle recenti ingenti importazioni. **L'indice dei prezzi della carne** è calato dello 0,4% m/m (pur restando al rialzo del 6,1% a/a): sono diminuite le carni suine e sono rimaste stabili le carni bovine e ovine. Il calo della carne suina riflette i bassi consumi nell'Unione Europea, in un contesto di offerta abbondante, complice lo smaltimento delle giacenze accumulate a seguito delle chiusure temporanee dei macelli durante le festività di fine anno. Nonostante una disponibilità relativamente limitata, i prezzi mondiali della carne ovina sono rimasti fermi a causa del rallentamento stagionale della domanda dopo i picchi di fine anno. Anche la carne bovina non ha subito variazioni, in un contesto di riallocazione delle esportazioni brasiliane verso altre destinazioni, dopo il rapido esaurimento della quota esente da dazi degli Stati Uniti e la successiva applicazione di una tariffa del 26,4% sulle quantità eccedenti l'esenzione. Le spedizioni sono state sempre più reindirizzate verso la Cina, dove gli importatori hanno aumentato gli acquisti, compensando così le potenziali pressioni al ribasso sulle quotazioni della carne brasiliana. Le quotazioni della carne di pollame sono invece aumentate, riflettendo i prezzi più elevati in Brasile, sostenuti da una forte domanda. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito del 5% a gennaio, guidato dai ribassi di formaggio e burro, che hanno più che compensato i modesti rialzi del latte in polvere. Le quotazioni del formaggio hanno registrato la flessione più marcata a gennaio, riflettendo un'intensificazione della concorrenza globale. Gli abbondanti volumi di offerta in Europa e negli Stati Uniti hanno esercitato pressioni al ribasso sulle quotazioni, compensando i prezzi più alti in Nuova Zelanda. Per contro, i prezzi del latte scremato in polvere (SMP) si sono rafforzati, sostenuti da una ripresa della domanda dal Medio Oriente, dal Nord Africa e dall'Asia. Anche il latte intero in polvere (WMP) è aumentato, ma solo moderatamente, poiché i consumi si sono contratti al di sotto dei livelli medi. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è diminuito dell'1% rispetto a dicembre, con un calo del 19,2% rispetto a gennaio dello scorso anno. Il calo è stato principalmente determinato da previsioni di incremento dell'offerta globale di zucchero, sostenute da un significativo rimbalzo della produzione previsto in India, Thailandia e Brasile.

FAO: nuovo rialzo della previsione per la produzione cerealicola mondiale per la stagione 2025/26. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di febbraio, la FAO ha rivisto al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025/26, attesa ora a 3.023 milioni di tonnellate

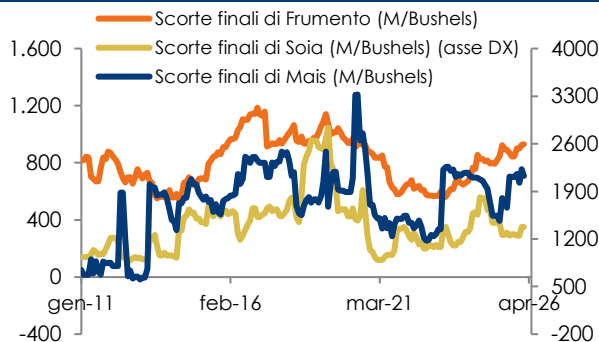
da 3.003 milioni di dicembre (+19,9 milioni di tonnellate). L'aumento è dovuto a prospettive migliori di quelle indicate a dicembre, in particolare grazie a una maggiore estensione delle colture, probabilmente con rese superiori in Argentina, favorite da condizioni meteorologiche buone che dovrebbero tradursi in un raccolto record. Anche le revisioni alla produzione di grano in Unione Europea, Canada e Stati Uniti d'America, stimate ai massimi livelli storici, hanno contribuito a migliorare le prospettive. La produzione globale di cereali secondari (che include anche il mais) dovrebbe ora raggiungere nuovi record, viste le previsioni migliori soprattutto in Cina e Stati Uniti. La produzione mondiale di riso dovrebbe attestarsi a 561,6 milioni di tonnellate (+2,9 milioni di tonnellate da dicembre), trainata dall'India, che ha registrato un elevato ritmo delle semine nella stagione in corso. Si prevede che il consumo di cereali, nel 2025/26, aumenti leggermente a 2.938 milioni di tonnellate dai 2.931 milioni di dicembre, con un incremento del 2,2% a/a. La previsione per il consumo globale di cereali per quest'anno è salita solo parzialmente rispetto al mese precedente, con la richiesta totale di cereali secondari che però si è marginalmente ridotta, poiché una revisione al rialzo dell'utilizzo di mais, in Egitto e negli Stati Uniti, è stata controbilanciata da lievi aggiustamenti al ribasso nell'uso di orzo e sorgo. Le scorte globali di cereali sono viste crescere ancora entro la fine del 2026, raggiungendo il livello record di 927,4 milioni di tonnellate (916,3 milioni il dato precedente). Sulla base delle nuove stime, il rapporto tra scorte e consumo di cereali nel 2025/26 dovrebbe salire al 31,8%, da 31,1%, in linea con uno scenario di offerta abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento annuo del 3,6% per il commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 501 milioni di tonnellate, dai 499,5 milioni stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (febbraio 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

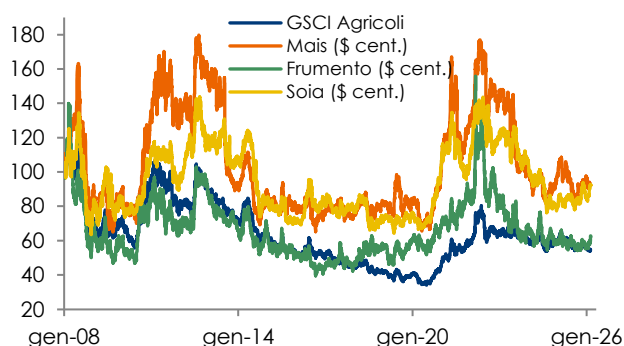


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (febbraio 2026)

WASDE: il report di febbraio apporta poche modifiche al quadro generale dell'agricoltura mondiale. Nel rapporto **WASDE** (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, 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 lievemente in calo a 841,8 milioni di tonnellate da 842,2 milioni, con una riduzione in Turchia e Mongolia che ha più che compensato l'aumento in Argentina. Il consumo globale è visto crescere di 0,2 milioni di tonnellate a 824,1 milioni da 823,9 mln precedenti, principalmente in paesi quali la Russia, l'Ucraina e il Marocco. Il commercio globale è stimato in rialzo a 222 milioni di tonnellate (da 219,8 milioni), grazie alle maggiori esportazioni di Argentina e Canada, che hanno compensato le previsioni al ribasso per Europa e Ucraina. Le scorte finali previste per il 2025/26 sono scese di 0,8 milioni di tonnellate a 277,5 milioni da 278,3 milioni di tonnellate precedenti. La produzione globale di **mais** è calata leggermente a 1.295,91 milioni di tonnellate da 1.296,01 milioni della stima precedente. Il consumo mondiale è stimato in rialzo a 1.301,29 milioni di tonnellate (da 1.299,80 mln). Le importazioni mondiali sono aumentate a 192,08 milioni di tonnellate da 190,22 mln, mentre le esportazioni saliranno marginalmente a 206,55 milioni di tonnellate (da 205,11

milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese in calo a 288,98 milioni da 290,91 milioni previsti a gennaio. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata a 1.590 milioni di tonnellate (da 1.590,6 mln). Anche il consumo mondiale è atteso invariato rispetto alla stima del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 252,1 milioni di tonnellate dai 249,64 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in calo a 319,8 milioni di tonnellate, rispetto ai 321,88 mln attesi a gennaio. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025/26 è stata rivista al rialzo a 428,18 milioni di tonnellate, dai 425,68 milioni previsti nel report precedente, visti gli incrementi produttivi in Brasile e in Paraguay. Le esportazioni globali sono attese a 187,57 milioni di tonnellate, invariate rispetto al mese precedente. Le importazioni mondiali sono stimate in minimale ribasso a 185,99 milioni di tonnellate (contro i 186,04 milioni precedenti). Le scorte finali globali di soia sono previste in aumento di 1,1 milioni di tonnellate a 125,51 milioni (da 124,41 mln) a causa delle maggiori riserve in Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.02.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	465,8	-3,7	-4,1	-13,2	-1,3
Mais (\$ cent.)	427,8	1,0	9,9	-10,8	-2,8
Frumento (\$ cent.)	567,5	7,6	12,0	-0,9	11,9
Soia (\$ cent.)	1.139,5	1,3	11,1	10,5	10,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo da Neutrale: in questo inizio di 2026 sembra essersi rotto l'equilibrio che aveva caratterizzato il finale dello scorso anno, portando nuove tensioni sui cereali e sulle soft commodity, queste ultime scese su livelli estremamente bassi. Se la decisa riduzione dell'incertezza sugli scambi commerciali mondiali, registrata a fine 2025 grazie alle intese stipulate fra i vari paesi, aveva consentito un consolidamento delle quotazioni, questo inizio di 2026 ha visto aumentare la pressione rialzista sulle granaglie. Al contrario, la dinamica ribassista sulle soft commodity si è puntualmente confermata nei primi mesi dell'anno, come pensavamo: il cambio di approccio dell'amministrazione Trump (che ha "ammorbidito" le tariffe su molte derrate alimentari in arrivo dai Paesi emergenti) ha depresso le quotazioni dei coloniali, i cui livelli risultano quasi eccessivamente bassi. Prodotti come caffè (-15% in media) e cacao (-50%) accusano perdite consistenti da inizio anno, che potrebbero lasciar presagire almeno un rimbalzo tecnico, anche solo di breve termine. Per quanto riguarda i cereali, l'inverno nell'emisfero settentrionale sta per concludersi e la stagione della semina potrebbe già iniziare a dare qualche primo indizio su come le basse quotazioni dello scorso anno incideranno sulla rotazione delle colture decisa dagli agricoltori. 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. Il rischio è che l'abbondanza di offerta di cereali e semi oleosi – unita agli strascichi di incertezza sugli scambi commerciali dopo la sentenza di illegittimità sulle tariffe reciproche imposte da Trump – possa nuovamente limitare i prezzi anche nella nuova stagione. Raccolti record si traducono in maggiori scorte di fine anno e in pressione ribassista sui prezzi. Per tale ragione, l'unico fattore che può realmente incidere su questo scenario è una maggior richiesta di derrate alimentari. La domanda mondiale di cereali nel prossimo biennio potrebbe quindi rappresentare la variabile più sorprendente, influenzata sia dai consumi industriali che dalla zootecnia (la produzione di

mangimi animali), oltre che dall'incremento demografico (consumo umano). Uno scenario che resta largamente sottostimato nelle analisi di mercato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	427,8	445,0	450,0	450,0	458,0	463,0
Frumento (cent. \$)	567,5	540,0	550,0	555,0	550,0	585,0
Soia (cent. \$)	1.139,5	1.100,0	1.111,5	1.144,4	1.100,0	1.120,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	427,8	440	440	440	440	460
Frumento (\$ cent.)	567,5	540	560	560	565	610
Soia (\$ cent.)	1.139,5	1.100	1.100	1.150	1.125	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

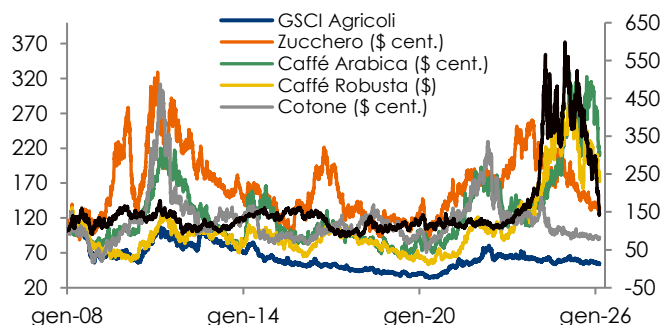
L'aumento della produzione e delle scorte, a fronte di una domanda in calo, ha fatto scendere i prezzi dello zucchero e del cotone nel 2025, che dovrebbero limitarsi a consolidare nel corso del 2026. Più complesso lo scenario per cacao e caffè, che hanno accusato pesanti perdite in questo inizio d'anno caratterizzato anche da estrema volatilità. In particolare, per questi due coloniali i bassi livelli raggiunti potrebbero essere eccessivi e rappresentare un'occasione di acquisto, anche solo di breve termine.

Cotone: il marginale surplus di offerta stimato per quest'anno e una riduzione dell'uso industriale, uniti all'aumento delle scorte, impediranno un deciso rialzo dei prezzi. I produttori di cotone iniziano la stagione 2026 sapendo che è molto probabile che sia un altro anno di margini negativi. Tale previsione potrebbe essere smentita solo da una riduzione dell'offerta globale, che potrebbe premere al rialzo sui prezzi, o grazie a un aumento della domanda effettiva di fibra naturale. Un'eventualità, quest'ultima, che non sembra minimamente emergere dai portafogli ordini della manifattura tessile, con i principali operatori che escludono questa ipotesi e anzi sottolineano il costante incremento di capi in tessuto riciclato o di origine sintetica. Le stime di consenso indicano un calo della produzione mondiale a 114,1 milioni di balle con le scorte globali, al di fuori della Cina, che raggiungeranno il livello più basso dal 2016 (le scorte finali statunitensi scenderanno a 3,5 milioni di balle). Nel WASDE di febbraio, la produzione globale è stimata in rialzo di 425.000 balle, riflettendo gli aumenti della Cina e del Sud Africa, che sono solo parzialmente compensati dalle riduzioni di Argentina e Messico. L'ammontare complessivo previsto è pari a 119,86 milioni di balle dai precedenti 119,43 milioni stimati il mese scorso. Il consumo è sceso di 200.000 balle (118,72 milioni di balle da 118,92 milioni stimati a gennaio) riflettendo una riduzione di 100.000 balle per il Pakistan e altre piccole diminuzioni in altre parti del mondo. Il commercio globale è rimasto quasi invariato; le esportazioni sono calate di 60.000 balle (43,71 milioni di balle da 43,77 milioni) in virtù dei ribassi delle esportazioni in USA e Australia, a cui si sono aggiunte riduzioni marginali in altri paesi. Le revisioni degli anni precedenti per Mali, Afghanistan e Messico determinano un lieve calo delle scorte iniziali per il 2025/26. Anche le scorte finali sono state riviste di circa +630.000 balle a 75,11 milioni (dai 74,48 milioni del mese di gennaio), con un rapporto scorte/consumi del 63%. Il nostro scenario sul cotone per il 2026 prevede un consolidamento del prezzo medio intorno ai 65-66 centesimi, una dinamica che è il frutto del sostanziale equilibrio di mercato fra domanda e offerta.

Zucchero: prezzi ai minimi e surplus globale di offerta, mentre la decisione della Corte Suprema USA potrebbe riaprire le porte del mercato americano allo zucchero brasiliano. Questo inizio di 2026 è stato caratterizzato dal mancato recupero dei prezzi dello zucchero, depressi da un surplus di offerta e da una domanda asfittica. Le recenti novità dal Brasile e dagli Stati Uniti potrebbero tuttavia rappresentare due elementi di rottura per il mercato del dolcificante. La Corte Suprema degli Stati Uniti ha annullato i dazi introdotti dal presidente Trump, una mossa che potrebbe far aumentare le esportazioni di zucchero dal Brasile verso gli Stati Uniti e ridurre, di conseguenza, le forniture in altre parti del mondo, alterando l'equilibrio in atto da alcuni mesi sul mercato fisico. In aggiunta, il dollaro statunitense più debole sta già parzialmente sostenendo

tutto il comparto delle materie prime agricole, incluso lo zucchero. Anche i nuovi dati provenienti dal Brasile stanno contribuendo a migliorare il sentiment degli investitori: il gruppo UNICA (Brazilian Sugarcane Industry Association) ha riferito che la produzione di zucchero nella regione centro-meridionale del Brasile, durante la seconda metà di gennaio, è diminuita del 36% rispetto all'anno precedente, attestandosi a sole 5.000 tonnellate. Tuttavia, la produzione totale per la stagione 2025/26 fino a gennaio è stata leggermente superiore, attestandosi a 40,24 milioni di tonnellate, in aumento dello 0,9% rispetto allo scorso anno. Anche la quota di canna da zucchero utilizzata per la produzione del dolcificante (e non di biocarburanti) è aumentata al 50,74% in questa stagione, dal 48,14% di un anno fa. Non va dimenticato anche che il Governo indiano ha autorizzato l'esportazione di ulteriori 500.000 tonnellate di zucchero nella stagione 2025/26, che si aggiungono a 1,5 milioni di tonnellate approvati in precedenza. L'India ha introdotto limiti alle esportazioni nel 2022/23, dopo che le piogge avevano rovinato il raccolto e ridotto l'offerta interna. Anche la Thailandia dovrebbe aumentare la produzione: la Thai Sugar Millers Corporation ha previsto che nel 2025/26 l'incremento possa essere pari a +5% a/a, a 10,5 milioni di tonnellate. La Thailandia è il terzo produttore mondiale e il secondo esportatore di zucchero. Infine, a livello globale, l'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO) stima un surplus di 1,625 milioni di tonnellate nel 2025/26, dopo un deficit di 2,916 milioni di tonnellate nel 2024/25. Il gruppo prevede che la produzione globale di zucchero aumenterà del 3,2%, raggiungendo i 181,8 milioni di tonnellate in questa stagione, trainata dalla maggiore produzione in India, Thailandia e Pakistan. Si riconferma quindi un quadro controverso che potrebbe generare un contenuto rialzo dei prezzi, visto il basso livello raggiunto dalle quotazioni attuali.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.02.26	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	465,8	-3,7	-4,1	-13,2	-1,3
Cotone	63,6	3,5	-4,3	-4,4	-1,1
Cacao	2.997,0	-41,1	-60,5	-64,1	-50,6
Zucchero	14,6	-2,4	-11,3	-32,2	-3,1
Caffè (arabica)	288,3	-29,3	-26,2	-26,8	-17,3
Caffè (robusta)	3.663,0	-19,0	-24,7	-34,1	-10,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: il ribasso delle ultime settimane, dovuto alle previsioni di offerta abbondante, non preclude la possibilità di un recupero delle quotazioni per entrambe le varietà di caffè. Dall'inizio del 2026 le quotazioni dei contratti finanziari di entrambe le varietà di caffè hanno registrato un forte storno (tra il 10% e il 20%). Il caffè, che era stata l'unica soft commodity ad aver confermato il movimento di rialzo partito a fine 2025 anche a inizio anno, ha visto scendere le quotazioni nelle ultime settimane. La rottura al ribasso di alcune soglie chiave (300 per l'Arabica e 3.800 per la Robusta) ha innescato ulteriori liquidazioni dei contratti e accentuato il movimento ribassista. Dal lato dei fondamentali, la riconferma di stime di eccesso di offerta per entrambe le qualità di caffè ha contribuito a deprimere le quotazioni, arrivate però a livelli forse eccessivamente bassi. Il 5 febbraio, CONAB (Compañía Nacional de Abastecimiento), l'agenzia brasiliana che si occupa delle stime sui raccolti, ha dichiarato che la produzione di caffè del 2026 aumenterà del +17,2% a/a, raggiungendo il record di 66,2 milioni di sacchi, con la produzione di Arabica in aumento del +23,2% a/a (44,1 milioni di sacchi) e quella di Robusta in aumento del +6,3% a/a (22,1 milioni di sacchi). Inoltre, le abbondanti precipitazioni in Brasile hanno migliorato le prospettive sulla qualità del raccolto, come segnalato da Somar Meteorologia che ha registrato una piovosità nella regione del Minas Gerais pari al 113% della media storica. Di contro, il Ministero del Commercio brasiliano ha riferito che nel mese di gennaio le esportazioni di caffè sono diminuite del 42,4% a/a, attestandosi solo a 141.000 tonnellate. Infine, l'impennata delle

esportazioni di Robusta dal Vietnam, il maggiore produttore mondiale, ha frenato le quotazioni del caffè. Le esportazioni vietnamite di Robusta, riferite al mese di gennaio, sono infatti cresciute del +38,3% a/a, attestandosi a 198.000 tonnellate. Si stima che la produzione di caffè del paese, nel 2025/26, aumenterà del 6% su base annua, raggiungendo il massimo degli ultimi 4 anni a 1,76 milioni di tonnellate (ovvero 29,4 milioni di sacchi). Per concludere, se le stime preliminari indicano che la stagione in corso potrebbe essere complessivamente positiva per le rese, sia in America Latina che nel Sud Est asiatico, garantendo volumi di offerta più che soddisfacenti, il deciso ribasso delle quotazioni non preclude la possibilità di rimbalzo, almeno nel breve termine.

Cacao: il ribilanciamento del mercato fisico prosegue facendo collassare i prezzi; il calo eccessivo potrebbe tramutarsi in un'occasione di acquisto.

I contratti derivati del cacao sono scesi del 48% nel 2025 proseguendo il loro movimento di ribasso anche nel 2026: -50% da inizio anno. Gli acquirenti di cacao sono estremamente riluttanti a pagare i prezzi stabiliti da Costa d'Avorio e Ghana per le fave di cacao, a causa del timore di un ulteriore calo dei prezzi che possa invece consentire di acquisire le medesime forniture a prezzi più vantaggiosi. Anche le favorevoli condizioni di crescita delle piante in Africa occidentale dovrebbero incrementare il raccolto di febbraio-marzo: gli agricoltori segnalano fave più grandi e sane rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, suggerendo non solo un aumento dei volumi prodotti ma anche una maggior resa e qualità della materia prima. La mancanza di acquirenti sta ovviamente facendo accumulare il prodotto nei magazzini delle piantagioni e crescere le scorte di cacao dell'ICE (la borsa merci dei coloniali), che hanno raggiunto il massimo degli ultimi 5 mesi. Negli scorsi giorni, il Ghana ha ridotto di quasi il 30% il prezzo ufficiale pagato ai suoi coltivatori di cacao per le forniture di questa stagione. Le indiscrezioni di stampa suggeriscono che anche la Costa d'Avorio stia valutando un taglio simile per non subire il contraccolpo negativo dopo la decisione del suo principale concorrente. Costa d'Avorio e Ghana sono infatti responsabili del 60-65% circa della produzione mondiale di cacao. L'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) ha riferito il 23 gennaio che le scorte globali sono aumentate del 4,2% su base annua, raggiungendo 1,1 milioni di tonnellate. Il calo della domanda ha inciso negativamente sulle quotazioni del cacao, poiché i consumatori continuano a ritenere troppo elevati i prezzi al dettaglio del cioccolato, limitando i consumi. Gli alti prezzi degli ultimi anni hanno distorto il mercato fisico e spinto coltivatori e intermediari ad aumentare i volumi. Ora 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 non escludiamo un possibile (e fisiologico) rimbalzo dei prezzi.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	63,6	65,1	66,4	67,1	68,3	68,2
Cacao	2.997,0	5.586	5.306	5.216	6.075	6.800
Zucchero	14,6	14,9	15,1	15,5	16,1	17,0
Caffè (Arabica)	288,3	377,7	355,0	360,6	353,0	380,0
Caffè (Robusta)	3.663,0	3.625	3.598	3.748	4.010	3.850

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 24.02.26	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	63,6	65	65	65	66	67
Cacao	2.997,0	5.000	5.200	5.020	5.030	4.700
Zucchero	14,6	15,0	15,5	16,0	15,8	17,0
Caffè (Arabica)	288,3	340	360	380	385	380
Caffè (Robusta)	3.663,0	4.050	3.995	3.995	4.010	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 28.01.2026.

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