

Mensile Materie Prime

Nuovi record per oro e argento sulle tensioni geopolitiche

Energia: outlook Neutrale, eccesso di offerta e tensioni limitano il petrolio

L'effetto combinato delle tensioni geopolitiche e delle aspettative di eccesso di offerta limiterà il rialzo dei prezzi del greggio. A questo scenario si potrebbe aggiungere anche il possibile ritorno del petrolio russo, se si raggiungesse finalmente un accordo di pace in Ucraina. Per questo complesso insieme di ragioni, confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, prezzi su livelli medi più alti nel 2026

Le nostre stime aumentano in termini di obiettivi di prezzo ma restano improntate alla prudenza e in linea col consenso della maggior parte degli analisti di mercato (outlook Neutrale), coerenti con l'idea di una dinamica rialzista che potrebbe rallentare nella seconda parte dell'anno. Prevediamo un consolidamento su livelli medi più alti per i Preziosi nel corso del 2026, con oro e argento che rinnoveranno probabilmente con costanza i loro rispettivi massimi storici.

Metalli industriali: Outlook Neutrale in attesa dell'aumento della domanda

Il comparto dei Metalli resta quello su cui siamo maggiormente positivi. Si conferma la sensazione che i mercati fisici di molti metalli registreranno un deficit di offerta dovuta agli scarsi investimenti degli ultimi anni. Questa assenza è dovuta non solo all'incertezza sul ciclo economico ma anche agli alti tassi di interesse, calati solo nell'ultimo anno, che hanno reso complicato intraprendere qualsiasi iniziativa di investimento. Di contro, le prospettive di aumento della domanda, legate a transizione energetica e nuove tecnologie, appaiono più lontane e non imminenti.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale, è la domanda l'elemento chiave del 2026

Le prospettive sulla redditività dei raccolti delle principali granaglie, quest'anno, dipenderanno dallo slancio rialzista che avrà la domanda e dal volume delle esportazioni che avranno i principali paesi produttori. Se questa ipotesi verrà disattesa, è probabile che invece le quotazioni tenderanno a stabilizzarsi, senza particolari slanci rialzisti. Le considerazioni fatte per cereali e semi oleosi possono essere estese anche alle soft commodity, che potrebbero limitarsi a consolidare, e in alcuni casi anche rallentare, nel corso di quest'anno.

Soft Commodity:

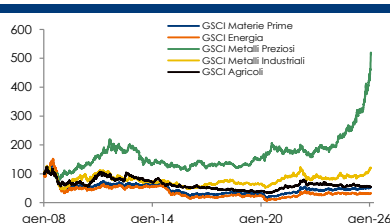
- Cotone:** il marginale surplus di offerta stimato per quest'anno frenerà i prezzi.
- Zucchero:** prezzi ai minimi e surplus globale di offerta, a rischio il recupero nel 2026.
- Caffè:** si confermano le prospettive di prezzi alti quest'anno per entrambe le varietà.
- Cacao:** il ribilanciamento del mercato fisco ha già spinto al ribasso le quotazioni.

Performance degli indici commodity

|                       | Valore   | Var. % | Var. % | Var. % |
|-----------------------|----------|--------|--------|--------|
|                       | 27.01.26 | YTD    | 2 anni | 5 anni |
| GSCI                  | 4.259,2  | 8,8    | 20,5   | 105,5  |
| GSCI Energia          | 670,8    | 11,1   | 5,7    | 133,5  |
| GSCI Met. Preziosi    | 5.972,3  | 21,2   | 164,4  | 179,8  |
| GSCI Met. Industriali | 2.252,0  | 5,7    | 42,8   | 59,8   |
| GSCI Prod. Agricoli   | 469,9    | -0,4   | -7,4   | 12,6   |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al xx.01.26

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

28 gennaio 2026 - 17:00 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

28 gennaio 2026 - 17:05 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

|               | Gen. | Dic. |
|---------------|------|------|
| 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           | 8,7  | -19,9 |
| Brent         | 11,0 | -18,5 |
| Gas naturale  | 88,7 | 1,5   |
| Gasolio       | 9,6  | -10,4 |
| Oro           | 17,1 | 64,4  |
| Argento       | 50,1 | 141,4 |
| Rame          | 4,7  | 41,7  |
| Alluminio     | 7,1  | 17,4  |
| Zinco         | 7,5  | 4,7   |
| Nickel        | 9,1  | 8,6   |
| Mais          | -3,1 | -4,0  |
| Frumento      | 3,2  | -8,1  |
| Soia          | 3,6  | 3,2   |
| Cotone        | -0,7 | -6,0  |
| Caffè Arabica | 5,3  | 9,1   |

Fonte: Bloomberg. Dati al xx.01.26

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.01.2026 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: surplus di offerta e maltempo pesano su petrolio e gas

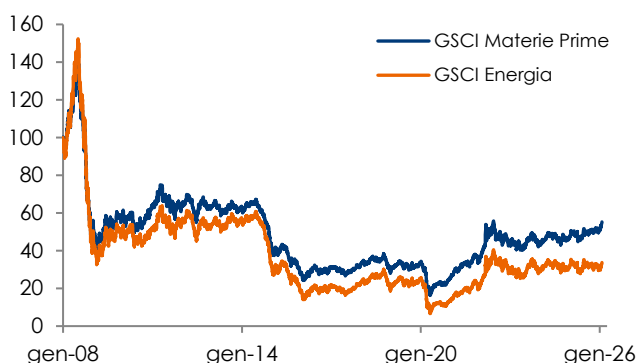
**Le tensioni geopolitiche stanno caratterizzando questo inizio di 2026.** Come ci aspettavamo, le tensioni geopolitiche hanno immediatamente caratterizzato queste prime settimane del 2026, spingendo a nuovi record sia oro che argento, premiati nella ricerca di asset difensivi degli investitori, non solo come protezione dal rischio geopolitico ma anche da possibili cali dei listini azionari o di crisi dei titoli del debito di alcuni paesi. L'anno si è aperto con la crisi del Venezuela e l'incriminazione del presidente Maduro – prelevato dalla sua residenza a Caracas – per diversi reati. Una mossa che ha portato Delcy Rodríguez (vicepresidente), a diventare dal 5 gennaio la Presidente ad interim della Repubblica del Venezuela, dando continuità al governo precedente e limitando le proteste nel Paese. Subito dopo sono state la Groenlandia e le proteste in Iran a monopolizzare la scena mediatica. Le mire degli Stati Uniti verso l'isola artica, motivate sia dal ruolo strategico militare che dalla presenza di risorse naturali, hanno rischiato di aprire un nuovo fronte di conflitto commerciale con l'Europa. L'intervento al Forum economico di Davos (Svizzera) del presidente Trump ha scongiurato questa prospettiva, eliminando i dazi aggiuntivi di Washington verso alcuni paesi europei e favorendo la ripresa del dialogo fra le parti. Queste due vicende hanno ulteriormente confermato l'impostazione unilaterale della politica estera statunitense, lasciando sullo sfondo nuovi potenziali fronti di tensione che riguardano non soltanto altri paesi appartenenti alla tradizionale sfera d'influenza americana, come Colombia o Cuba, ma anche la questione iraniana. Le proteste contro l'attuale regime potrebbero infatti spingere gli Stati Uniti a un nuovo intervento militare, anche se la situazione sembra nascondere più insidie che vantaggi in caso di intervento. Ovviamente, 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. Se le aspettative di surplus di offerta petrolifera stanno comunque frenando i prezzi, è subito sfumata l'iniziale tranquillità dei mercati europei del gas naturale. Gli alti consumi derivanti da un inverno dalle temperature semplicemente nella media hanno messo subito alla prova il sistema energetico continentale, portando a una rapida erosione delle scorte nel pieno della stagione fredda. La tensione costante e la sensazione di una minore visibilità sul futuro continueranno ad alimentare la volatilità dei mercati e la ricerca di beni rifugio, sostenendo le quotazioni dei Metalli preziosi. Si rafforzano le aspettative sui futuri consumi di Metalli industriali: accanto alla transizione energetica, propulsore della domanda negli ultimi anni, si affianca ora la richiesta strutturale che arriverà dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale. Se realmente dovesse concretizzarsi la mole di domanda ipotizzata, la pressione rialzista sui prezzi sarà fortissima, vista l'inadeguata offerta presente ora sul mercato. Per concludere, 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, inspiegabilmente sottovalutata dai mercati, che potrebbe stimolare un inatteso rincaro delle quotazioni degli alimenti.

**L'OPEC+ conferma la strategia di attesa fino a marzo e si dà appuntamento al 1° febbraio.** Lo scorso 4 gennaio, l'OPEC+ ha deciso di proseguire la pausa nell'incremento di produzione del petrolio fino a marzo, confermando la decisione del 2 novembre scorso. L'OPEC+ è rimasto infatti indifferente all'azione americana in Venezuela, con Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman che hanno ribadito la loro decisione di sospendere gli aumenti di produzione fino a marzo 2026. Gli otto produttori hanno incrementato le loro quote di produzione di circa 2,9 milioni di barili al giorno da aprile fino a dicembre 2025, per un controvalore pari a circa il 3% della domanda mondiale di petrolio. A novembre hanno invece concordato di sospendere questa strategia, viste le attese di surplus di offerta presenti sul mercato. L'Organizzazione ha inoltre confermato che i restanti 1,65 milioni di barili al giorno di tagli volontari, ancora attivi, potranno essere sospesi in parte o interamente, a seconda dell'evoluzione delle condizioni di mercato e in modo graduale. I produttori continueranno a monitorare le dinamiche del mercato fisico del greggio e torneranno a riunirsi il 1° febbraio.

**Lo scenario sul mercato petrolifero resta legato alle attese di surplus di offerta, nonostante il possibile ritorno del greggio venezuelano.** Non cambia l'elemento centrale attorno a cui ruota il mercato petrolifero. Se le stime di surplus dovessero realmente verificarsi (l'IEA ha recentemente

ridotto la sua previsione di surplus a 3,7 milioni di barili, dalla precedente stima di 3,8 milioni comunicata a dicembre), 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 dalle quotazioni petrolifere in questo inizio di 2026. Dopo la sorprendente azione condotta dagli Stati Uniti in Venezuela, il presidente Trump ha confermato il ritorno delle principali aziende petrolifere statunitensi nel Paese, con lo scopo di far riprendere a pieno regime la macchina produttiva venezuelana, privata di investimenti e ammodernamenti da oltre 10 anni. L'ipotesi paventata da Trump è che il Venezuela cederebbe agli Stati Uniti fino a 50 milioni di barili di petrolio, per un valore di circa 2,8 miliardi di dollari al prezzo di mercato attuale. Il Venezuela detiene le riserve più alte di greggio al mondo, il 17% (300 miliardi di barili). Il bacino petrolifero più importante è quello dell'Orinoco, che si trova sulla terraferma ed è quello che sarà oggetto di ammodernamento immediato. Il ritorno delle compagnie statunitensi accelererà questo processo ma difficilmente vedremo significativi incrementi dell'offerta venezuelana prima della fine dell'anno. La ritardata immissione del greggio venezuelano sul mercato potrebbe quindi posticipare l'effetto negativo sui prezzi dovuto a un possibile e inatteso incremento del petrolio disponibile a livello globale, che alimenterebbe ulteriormente le previsioni di surplus di offerta. Per queste ragioni, stimiamo che il Brent possa oscillare intorno a una media di 63 dollari nel 2026 e 64 dollari nel 2027. Più in generale, riteniamo che i contratti petroliferi si muoveranno all'interno dell'intervallo 50-70 dollari il prossimo anno, una fascia di prezzo equilibrata che non dovrebbe causare particolari disagi né ai produttori e men che meno agli acquirenti.

#### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

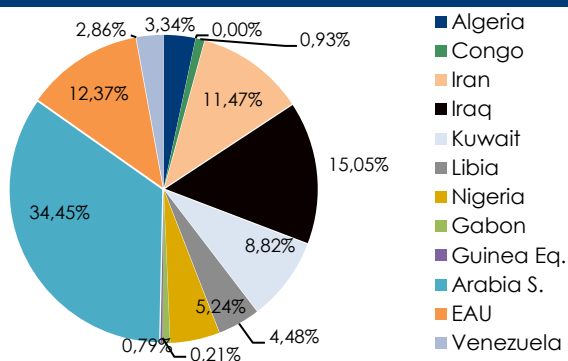
|                   | Valore<br>27.01.26 | Perf. (%)<br>YTD | Var. (%)<br>2 anni | Var. (%)<br>5 anni |
|-------------------|--------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| GSCI              | 4.259,2            | 8,8              | 20,5               | 105,5              |
| GSCI Energia      | 670,8              | 11,1             | 5,7                | 133,5              |
| WTI (\$)          | 62,4               | 8,7              | -20,0              | 19,2               |
| Brent (\$)        | 67,6               | 11,0             | -19,1              | 21,7               |
| Gas Naturale (\$) | 7,0                | 88,7             | 156,4              | 161,0              |

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 gennaio, 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, invariata) e 107,9 mb/g nel 2027 (+1,4 mb/g a/a, prima stima assoluta). 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 (+1,4 mb/g a/a, prima stima). La domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata a 43,0 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariato) e 43,6 mb/g nel 2027 (+0,6 mb/g a/a, prima stima). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono salite di circa 4,0 milioni di barili, attestandosi a 2.840 milioni complessivi (2.836 mln il dato precedente), corrispondenti a 62,2 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di gennaio (**OMR**), ha rivisto al ribasso le sue stime di surplus di petrolio globale 2026 per la seconda volta, portandole a 3,7 milioni di barili (dalla precedente ipotesi di 3,8 milioni). L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,2 mb/g nel 2024 (da 103,1 mb/g del mese scorso) a 104,0 mb/g

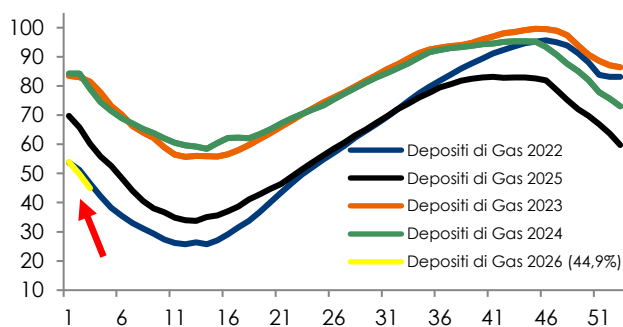
nel 2025 (+0,8 mb/g a/a da 103,9 mb/g del mese scorso) e infine a 105,0 mb/g nel 2026 (+1,0 mb/g a/a, in rialzo da 104,8 mb/g dello scorso mese). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,4 mb/g nel 2024 (invariata) a 72,1 mb/g nel 2025 (+1,7 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 72,0 mb/g del 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 27,3 mb/g nel 2024 (da 27,2 mb/g del mese precedente) a 26,3 mb/g nel 2025 (-1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 26,2 mb/g del mese scorso) e a 25,8 mb/g nel 2026 (-0,5 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 25,6 mb/g del mese scorso). Infine, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di gennaio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si stima che il consumo globale di petrolio si assesti a 103,7 mb/g nel 2025 (in ribasso da 103,9 mb/g del mese scorso) e salga invece a 104,8 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso rispetto a 105,2 mb/g di dicembre) e a 106,1 mb/g nel 2027 (+1,3 mb/g a/a, prima stima), segnando un nuovo record. Si stima inoltre che l'offerta non-OPEC aumenterà da 72,6 mb/g nel 2025 (in rialzo da 72,5 mb/g del mese scorso) a 73,7 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, invariato) e salga poi a 74,0 mb/g nel 2027 (+0,3 mb/g a/a, prima stima), registrando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 27,9 mb/g nel 2025 (invariata rispetto al mese scorso) e nel 2026 (invariato) per poi aumentare a 28,0 mb/g nel 2027 (+0,1 mb/g a/a, prima stima). Secondo le stime dell'EIA, il surplus produttivo dell'OPEC è atteso diminuire da una media di 4,3 mb/g nel 2025 a una di 3,6 mb/g nel 2026 (-0,7 mb/g a/a) e aumentare a 3,7 mb/g nel 2027 (+0,1 mb/g a/a).

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.12.2025

#### Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

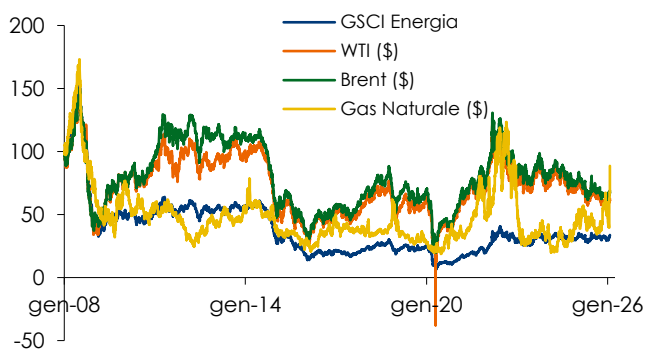


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 25.01.2026 (in ascissa è indicato il numero della settimana)

**Il TTF (il gas europeo) accelera, spinto al rialzo dal freddo in Europa che accentua i consumi ed erode le riserve.** Inizio d'anno all'insegna del rincaro per i prezzi del TTF, il benchmark europeo del gas naturale. Le quotazioni che avevano toccato il minimo dall'aprile 2024 nei primi giorni di dicembre 2025 sono risalite fino a 42 euro per MWh a metà gennaio. La stagionalità invernale alla fine ha inciso sui consumi come temevamo. Sono bastate temperature semplicemente in media col periodo per far aumentare la richiesta per il riscaldamento degli ambienti ed erodere le scorte. I dati settimanali (25.01.2026) di Gas Infrastructure Europe (GIE) segnalano che le scorte europee sono scese rapidamente, a gennaio, al 44,9% della capacità totale, decisamente al di sotto della media stagionale quinquennale che è stata di circa il 79%. In aggiunta, il livello attuale risulta inferiore anche al minimo del 2022, quando i depositi erano scesi al 46,6% nel medesimo periodo dell'anno. Agli attuali livelli, il sistema energetico europeo resta sotto pressione, e quindi i prezzi del TTF potrebbero rincarare ancora, se i consumi dovessero registrare un'ulteriore impennata nell'ultima parte dell'inverno. Una situazione di difficoltà che si rifletterebbe poi sugli acquisti primaverili, quando, alla fine dell'anno termico europeo (31 marzo), bisognerà provvedere a rifornire i depositi, accelerando gli acquisti di gas sul mercato. Nonostante le trattative in corso, la fine della guerra in Ucraina non appare così imminente. La Russia pesa

ancora per circa il 15% delle importazioni dell'Unione e rimane il secondo fornitore di prodotto liquefatto, dopo gli Stati Uniti. In aggiunta, la decisione europea di eliminare le importazioni di gas dalla Russia entro la fine del 2027 è ormai una prospettiva certa, totalmente scollegata dalle evoluzioni sul processo di pace. Per questi motivi, ci attendiamo prezzi mediamente alti del TTF nel 1° trimestre 2026 (seppur inferiori agli attuali), dovuti al picco stagionale dei consumi e all'erosione delle scorte. Una volta superato l'inverno 2025/26, ci attendiamo un calo delle quotazioni verso una media annuale di 30 euro nell'intero 2026, con una maggior pressione sui prezzi quando si dovranno riempire i depositi per fronteggiare il prossimo inverno 2026/27.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                   | 27.01.26 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Energia      | 670,8    | 6,9    | 11,2   | 12,3    | 11,1    |
| WTI (\$)          | 62,4     | 3,7    | -6,5   | -15,4   | 8,7     |
| Brent (\$)        | 67,6     | 4,9    | -3,5   | -12,8   | 11,0    |
| Gas Naturale (\$) | 7,0      | 107,9  | 132,7  | 100,3   | 88,7    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook ancora Neutrale: le aspettative di eccesso di offerta pareggiano le tensioni geopolitiche (Iran e Venezuela) limitando il rialzo delle quotazioni petrolifere; rincara il gas europeo a causa dei consumi invernali che stanno erodendo le riserve.

Non cambiano gli elementi alla base dello scenario sul comparto energetico in questo 2026. Prosegue la pausa nella rimozione dei tagli produttivi che si sono autoimposti i paesi OPEC+ e permane l'incertezza su quale sarà la strategia da adottare dai produttori dopo il 31 marzo 2026. Il fattore chiave resta la dimensione reale del surplus di offerta che si concretizzerà quest'anno. Una prospettiva che, in queste prime settimane, sta controbilanciando le tensioni generate dalle vicende in Venezuela e Iran che alimentano le preoccupazioni sull'offerta petrolifera dei due paesi. L'effetto combinato delle tensioni geopolitiche e delle aspettative di eccesso di offerta sta limitando il rialzo dei prezzi del greggio. A questo scenario si potrebbe aggiungere anche un ulteriore elemento, ovvero il possibile ritorno del petrolio russo, se si raggiungesse finalmente un accordo di pace in Ucraina. Per questo complesso insieme di ragioni, confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Come temevano lo scenario sul gas naturale si è complicato a causa di temperature invernali, in Europa, semplicemente in linea con le medie stagionali. Il sistema energetico europeo ha un equilibrio fragilissimo; il maggior consumo per il riscaldamento degli ambienti ha immediatamente influito sulle riserve di metano, erodendole più che negli scorsi anni (nel medesimo periodo). Un quadro aggravato anche dalla prospettiva delle nuove regole adottate dall'Europa sul meccanismo di accumulo delle scorte e dal totale abbandono delle importazioni di metano da Mosca (sia gasdotti sia prodotto liquefatto entro il 2027). Uno scenario complicato da risultare del tutto slegato dall'eventuale risoluzione della situazione in Ucraina. Al netto della recente tensione sul TTF, dovuta alle rigide temperature invernali nel Continente e a un effetto trascinamento derivante dal rincaro del gas naturale statunitense (anche il Midwest degli Stati Uniti è investito da una forte ondata di freddo che ha incrementato i consumi e alzato il costo del metano), ci attendiamo che le quotazioni si attestino su livelli alti ma sotto i 35 euro per MWh.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia**

|                   | Valore   | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | Anno | Anno |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|------|------|
|                   | 27.01.26 | 2026     | 2026     | 2026     | 2026 | 2027 |
| WTI (\$)          | 62,4     | 57,0     | 57,2     | 58,7     | 58,4 | 61,0 |
| Brent (\$)        | 67,6     | 60,0     | 60,0     | 61,0     | 61,0 | 64,0 |
| Gas Naturale (\$) | 7,0      | 4,0      | 3,8      | 3,9      | 4,0  | 4,0  |

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

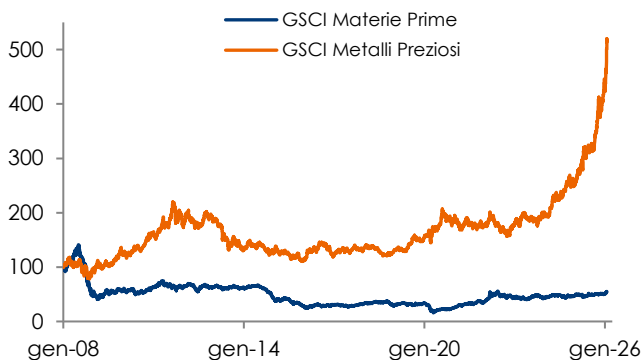
|                   | Valore   | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | Anno | Anno |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|------|------|
|                   | 27.01.26 | 2026     | 2026     | 2026     | 2026 | 2027 |
| WTI (\$)          | 62,4     | 59,0     | 59,0     | 59,0     | 59,0 | 60,0 |
| Brent (\$)        | 67,6     | 63,0     | 63,0     | 63,0     | 63,0 | 64,0 |
| Gas Naturale (\$) | 7,0      | 3,9      | 4,0      | 4,0      | 4,0  | 4,2  |
| TTF (€/MWh)       | 38,7     | 32,0     | 30,5     | 30,5     | 30,0 | 24,0 |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: spinti al rialzo dai nuovi (dis)equilibri globali

**Spinti al rialzo dalla richiesta di beni difensivi viste le forti tensioni di questo inizio di 2026.** I Metalli preziosi hanno di nuovo accelerato in questo inizio di 2026, con oro e argento che hanno rinnovato i rispettivi massimi storici a ridosso di 5.300 dollari l'oncia e 114 dollari l'oncia (a fine gennaio). La forte richiesta di asset difensivi a causa delle continue tensioni geopolitiche di queste prime settimane ha impresso una spinta rialzista che non ci aspettavamo così violenta e immediata. Di fondo, il trend rialzista di tutti Preziosi, e dell'oro in particolare, è iniziato ad agosto 2025, dopo che a Jackson Hole il presidente della Fed Powell ha confermato le prospettive di calo dei tassi di interesse americani. Una ipotesi solo messa indubbio, e mai negata, dallo shutdown di novembre che ha reso solo più incerto il quadro economico americano. In questa fase, più che il tema del "debasement trade", ovvero l'idea di erosione del valore di una moneta (nell'ultimo anno, ovviamente il dollaro statunitense ma anche lo yen giapponese), investendo in asset considerati riserve di valore come i Metalli preziosi, sono le tensioni geopolitiche a guidare il rialzo in atto. La nuova strategia di sicurezza nazionale, annunciata a fine novembre dagli Stati Uniti e denominata "Dottrina Donroe" (<https://www.whitehouse.gov> – National Security Strategy), ha inevitabilmente alimentato una fortissima escalation di tensioni internazionali (tra cui Colombia, Groenlandia e Iran) fino ad arrivare a eventi politici senza precedenti, come la cattura del presidente del Venezuela Maduro. Col Venezuela gli Stati Uniti accrescono il loro "predominio energetico" sul continente. La Groenlandia è probabilmente più una priorità strategica che economica, ovvero rappresenta un maggior interesse degli USA per il presidio militare artico piuttosto che per i giacimenti di gas e metano o per le materie prime rare. Il controllo del traffico marittimo a Nord e da Est sembra la vera priorità, in un mondo in cui le transazioni commerciali si sono fatte più complicate. Sul fronte Iran, invece, 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. I principali rischi che gravano sullo scenario macroeconomico sono comunque alimentati dalle politiche perseguite (o minacciate) dall'amministrazione Trump, che stanno avendo un impatto molto più rialzista sui prezzi dei Preziosi. Uno scenario che, nel lungo termine, potrebbe ulteriormente intensificare la necessità degli investitori di diversificare verso l'oro.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

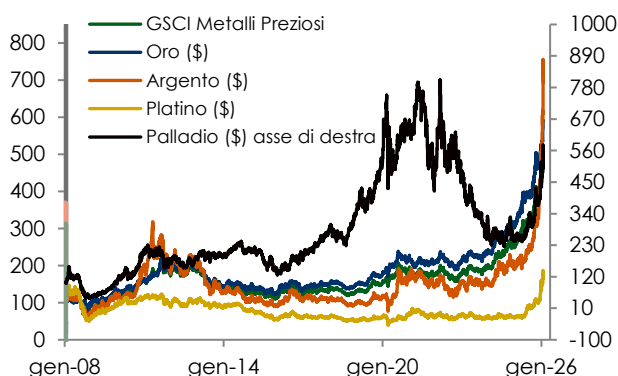
|                    | Valore   | Perf. (%) | Var. % | Var. % |
|--------------------|----------|-----------|--------|--------|
|                    | 27.01.26 | YTD       | 2 anni | 5 anni |
| GSCI               | 4.259,2  | 8,8       | 20,5   | 105,5  |
| GSCI Met. preziosi | 5.972,3  | 21,2      | 164,4  | 179,8  |
| Oro (\$)           | 5.081,4  | 17,1      | 151,7  | 176,2  |
| Argento (\$)       | 106,6    | 50,1      | 367,3  | 310,8  |
| Platino (\$)       | 2.526,5  | 23,6      | 175,9  | 136,3  |
| Palladio (\$)      | 1.866,3  | 15,8      | 94,3   | -19,8  |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'oro ha ancora spazio di rialzo nel breve, ma nel medio termine ci aspettiamo che si giunga a un consolidamento dei prezzi su livelli comunque elevati.** L'oro, dopo aver registrato una performance straordinaria per tutto il 2025, ha iniziato il nuovo anno rinnovando costantemente i massimi storici spingendosi ben oltre i 5.000 dollari l'oncia. Fra i vari elementi che sostengono il rialzo, sfuma leggermente quello legato all'investimento delle banche centrali – che stanno rallentando gli acquisti ma non intendono interromperli – mentre aumenta il peso della richiesta di diversificazione nei portafogli finanziari. In sostanza, gli investitori stanno incrementando il peso 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. Temi del tutto simili per l'**argento**, salito al massimo di tutti i tempi in area 114 dollari l'oncia in questo fine gennaio. Lo straordinario rialzo è favorito anche dal valore unitario più basso dei singoli contratti finanziari (110 dollari rispetto agli oltre 5.000 dell'oro) che lo premia nelle scelte speculative anche degli investitori più piccoli, con capitali più limitati. Speculazione, sostituzione di oro e argento nel settore gioielleria e crisi del comparto Auto sono i fattori che guidano i rialzi di **platino** e **palladio**. Il platino è più esposto alla domanda di investimento puramente finanziaria e quindi ad eccessi di volatilità. Il palladio è invece meglio supportato dalla domanda industriale e maggiormente legato alla risoluzione del conflitto in Ucraina; una pacificazione dell'area agevolerebbe infatti il ritorno sul mercato del palladio di origine russa.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                    | 27.01.26 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|--------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Met. preziosi | 5.972,3  | 36,0   | 63,0   | 94,3    | 21,2    |
| Oro (\$)           | 5.081,4  | 28,2   | 53,4   | 84,1    | 17,1    |
| Argento (\$)       | 106,6    | 125,9  | 179,4  | 250,7   | 50,1    |
| Platino (\$)       | 2.526,5  | 58,4   | 81,9   | 167,6   | 23,6    |
| Palladio (\$)      | 1.866,3  | 32,8   | 50,3   | 95,2    | 15,8    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Neutrale: ipotizziamo uno scenario di consolidamento su livelli alti nel 2026, ma ribadiamo la sensazione che la dinamica rialzista stia comunque rallentando.

Le nostre stime aumentano in termini di obiettivi di prezzo ma restano improntate alla prudenza e in linea col consenso della maggior parte degli analisti di mercato (outlook Neutrale). Nel corso del 2026 prevediamo un consolidamento su livelli medi più alti per i Preziosi, con oro e argento che rinnoveranno probabilmente con costanza i loro rispetti massimi storici, per poi consolidare su livelli meno elevati. La performance del comparto sarà influenzata dall'evoluzione dello scenario geopolitico e macroeconomico, nonché dall'aumento della liquidità che le banche centrali, in primis la Fed, immetteranno 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 scenderà nei prossimi anni. Una scelta coerente con una asset allocation strategica indispensabile per fronteggiare un mondo più frammentato e imprevedibile, come dimostrato dagli eventi di queste prime settimane del 2026. Le tensioni geopolitiche domineranno la scena almeno per tutta la prima parte dell'anno. Le elezioni di mid-term negli Stati Uniti potrebbero rappresentare l'unico momento di pausa nell'attivismo della presidenza Trump. Ancora una volta per i Metalli preziosi i rischi che gravano sulle nostre stime sono sbilanciati al rialzo e non escludiamo il raggiungimento di livelli più alti, specie per oro e argento, di quelli che ci aspettiamo attualmente.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

|               | Valore   | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | Anno    | Anno    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|
|               | 27.01.26 | 2026     | 2026     | 2026     | 2026    | 2027    |
| Oro (\$)      | 5.081,4  | 4.400,0  | 4.400,0  | 4.500,0  | 4.412,0 | 4.050,0 |
| Argento (\$)  | 106,6    | 59,0     | 60,0     | 60,0     | 58,0    | 56,5    |
| Platino (\$)  | 2.526,5  | 1.700,0  | 1.750,0  | 1.675,0  | 1.775,0 | 1.706,5 |
| Palladio (\$) | 1.866,3  | 1.500,0  | 1.500,0  | 1.500,0  | 1.512,5 | 1.375,0 |

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

|               | Valore   | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | Anno  | Anno  |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|
|               | 27.01.26 | 2026     | 2026     | 2026     | 2026  | 2027  |
| Oro (\$)      | 5.081,4  | 4.600    | 4.300    | 4.100    | 4.275 | 4.400 |
| Argento (\$)  | 106,6    | 75,0     | 70,0     | 65,0     | 67,5  | 60,0  |
| Platino (\$)  | 2.526,5  | 1.950    | 1.800    | 1.670    | 1.730 | 1.630 |
| Palladio (\$) | 1.866,3  | 1.500    | 1.400    | 1.365    | 1.395 | 1.400 |

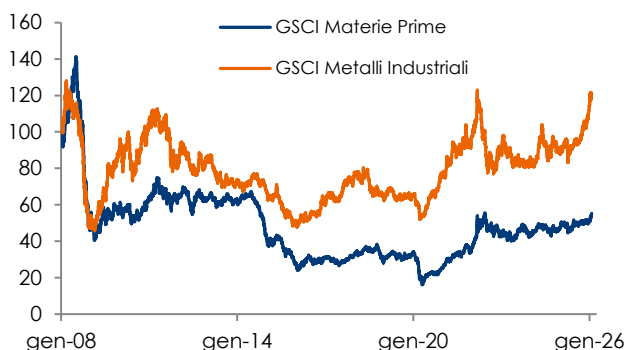
Fonte: Intesa Sanpaolo



## Metalli industriali: interruzioni nell'offerta e domanda in crescita

**Avvio d'anno in rialzo per i Metalli industriali; pesano i timori per le distorsioni create dalle tariffe commerciali e le aspettative di aumento della domanda nei prossimi anni.** In questo inizio di 2026, i Metalli industriali hanno rafforzato le loro quotazioni, dopo aver chiuso il 2025 con la seconda miglior performance, battuti solo dallo straordinario rialzo annuale dei Preziosi. Alle interruzioni dell'offerta verificatesi in molti paesi si sono sommati i timori per gli strascichi degli effetti distorsivi sul mercato fisico legati alle tariffe USA, che hanno stravolto il meccanismo di accumulo delle scorte nelle principali piazze di scambio. Si sono infatti confermate le nostre previsioni di un inizio d'anno all'insegna della forza per questo comparto che, oltre ai due elementi citati, attende la forte crescita della domanda mondiale dovuta agli investimenti in elettrificazione, transizione energetica e generazione di energia per soddisfare i fabbisogni di data center e intelligenza artificiale. Una prospettiva che, necessariamente, non potrà che alimentare la richiesta di materiali per cavi, trasformatori e linee di trasmissione elettrica, e che finirà per scontrarsi con un'offerta limitata per molti di questi metalli. 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. Una combinazione di elementi che non potrà che generare un'ulteriore pressione rialzista sulle quotazioni.

**Le tensioni geopolitiche restano il tema di fondo mentre sembra venir meno la storica correlazione fra i metalli e l'economia della Cina.** Se le guerre commerciali del 2025 sono state il principale elemento distorsivo sui mercati fisici dei metalli, aumentando l'incertezza su quale tipo di regime tariffario decideranno di imporre gli Stati Uniti alle importazioni di quei metalli ritenuti strategici, il 2026 è iniziato confermando che **le tensioni geopolitiche saranno le protagoniste della scena**. La scarsità di metalli rischia di amplificarsi ulteriormente a causa della frammentazione dei mercati fisici, legata alle scelte politiche dei governi. Le limitazioni dovute alle sanzioni su metalli di origine russa così, come la volontà di ridurre la dipendenza dalla siderurgia cinese, nonostante l'indiscussa leadership di Pechino, sono due chiari esempi di cosa ci attende nei prossimi mesi. Anche il tema della Groenlandia, benché prevalga la sua collocazione strategico-militare rispetto all'indubbia quantità di risorse naturali sfruttabili, ci porta nella stessa direzione. Evitare che un territorio dal duplice valore (politico ed economico) finisca nella sfera d'influenza di Mosca o Pechino, al netto delle modalità utilizzate dal presidente Trump, rientra in quella logica di controllo degli approvvigionamenti, anche di metalli, che nel prossimo futuro sarà determinante. Al contrario, in questo nuovo scenario si riduce il ruolo centrale della Cina per il comparto dei metalli. La **Cina** ha archiviato il 2025 in progresso del 5%, centrando di fatto l'obiettivo governativo di una crescita "intorno al 5%". Nell'ultimo trimestre dell'anno, secondo i dati dell'Ufficio nazionale di statistica, il PIL si è attestato a +4,5% su base annua – la variazione minore dal 4° trimestre del 2022, di poco superiore al +4,4% stimato e in frenata rispetto al 4,8% del periodo luglio-settembre (2025). La domanda domestica continua a non dare l'apporto sperato, mentre il Paese si regge ancora su manifattura ed export, più che su consumi e investimenti privati. Appare quindi evidente che in un mondo in cui proprio aumentano le difficoltà di scambio e le barriere commerciali, un sistema economico basato su questi elementi rischia di subire a pieno gli effetti negativi. Si conferma inoltre l'irrisolto problema legato alla crisi del settore immobiliare; il comparto che per anni ha trainato il ciclo domestico ora sembra essere diventato l'ostacolo più ingombrante. La conseguenza di questa situazione si riflette anche sul settore siderurgico che soffre di una sovracapacità storica, ora aggravata anche dalla mancanza di domanda interna, che sembra intaccare anche il ruolo da protagonista di Pechino sui mercati fisici dei metalli industriali. Nel nostro scenario centrale, per tutti i principali metalli non-ferrosi ci attendiamo prezzi mediamente più bassi rispetto ai livelli attuali su un orizzonte di 12 mesi, oltre al probabile verificarsi di una diffusa scarsità di offerta, che dovrà confrontarsi con una costante crescita della domanda.

**GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)**

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di lungo termine**

|                  | Valore<br>27.01.26 | Perf. (%)<br>YTD | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| GSCI             | 4.259,2            | 8,8              | 20,5             | 105,5            |
| GSCI Industriali | 2.252,0            | 5,7              | 42,8             | 59,8             |
| Rame (\$)        | 13.006,5           | 4,7              | 52,2             | 65,2             |
| Alluminio (\$)   | 3.207,0            | 7,1              | 41,0             | 61,6             |
| Zinco (\$)       | 3.351,0            | 7,5              | 30,0             | 29,3             |
| Nickel (\$)      | 18.169,0           | 9,1              | 8,2              | 2,1              |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: i prezzi consolidano i massimi storici, spinti dai timori sulle forniture e dalle attese di domanda in aumento.**

Il rame prosegue la sua corsa e per la prima volta tocca i 13.000 dollari a tonnellata. Il rialzo, iniziato nella parte finale del 2025, sta proseguendo anche in questo inizio d'anno. I fattori che guidano questo movimento sono la forte domanda stimolata dagli sviluppi dell'intelligenza artificiale, le interruzioni nell'offerta mineraria e l'anomalo accumulo di scorte negli Stati Uniti. L'incertezza sull'applicazione delle tariffe imposte e poi rinviate da Trump ha generato una distorsione nel mercato fisico che fatica ad essere riassorbita. Il recente sciopero nella miniera di Mantoverde in Cile è stato solo l'ultimo episodio di blocco delle forniture globali, in un momento in cui tutte le aspettative di mercato indicano un forte aumento della domanda globale del rame. Il metallo viene utilizzato nei più classici cablaggi e tubazioni idrauliche fino alle reti elettriche dei data center e ovviamente nelle batterie per le auto elettriche. Anche le tensioni geopolitiche restano un fattore di incertezza e fonte di potenziale volatilità. Proprio per questo motivo restiamo cauti e pensiamo che i prezzi, nel corso del 2026, possano consolidare attorno ai valori attuali, spinti sin dai primi giorni dell'anno a livelli record, proprio a causa delle crisi internazionali.

**Alluminio: prezzi stabili in attesa dell'aumento della domanda legata alle nuove tecnologie.**

Anche l'alluminio ha iniziato l'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, e dalle preoccupazioni relative a dazi e interruzioni delle forniture. Ampiamente utilizzato nell'edilizia, nel comparto Auto e negli imballaggi, l'alluminio è diventato sempre più centrale anche nella transizione energetica "green" grazie al suo uso nei pannelli solari, nelle turbine eoliche, nei veicoli elettrici (EV) e nelle batterie. Anche i crescenti investimenti nell'intelligenza artificiale (IA), legati alla costruzione di data center, reti elettriche e componentistica elettronica, hanno contribuito all'aumento dei prezzi dell'alluminio. La strutturale sovrapproduzione domestica spingerà la Cina a contenere la sua offerta, in coincidenza però di un possibile aumento della domanda globale di alluminio. In aggiunta, dal 1° gennaio è ufficialmente a pieno regime in Europa il Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), il meccanismo europeo di adeguamento di prezzo per quei prodotti ad alto contenuto di "carbonio" (acciaio, ferro, alluminio, cemento, fertilizzanti), che ha superato la fase transitoria introducendo effetti economici reali sulle importazioni di prodotti provenienti da paesi extra-UE. Si tratta di un altro elemento che potrebbe squilibrare la dinamica fra domanda e offerta di alluminio a livello globale. Per concludere, sarà la strutturale scarsità dell'offerta, che si scontrerà con consumi in crescita, il principale fattore di pressione rialzista sui prezzi, soprattutto nel 2027.

**Zinco: nonostante le attese di modesto surplus di offerta i prezzi resteranno sostenuti.**

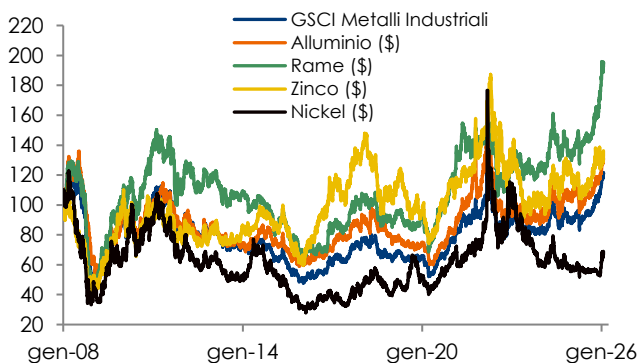
Secondo le recenti stime dell'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG), la domanda globale di zinco raffinato aumenterà solo dell'1%, raggiungendo i 13,86 milioni di tonnellate nel 2026. La motivazione sarebbe legata alle dinamiche in Cina dove, dopo l'aumento dell'1,3% dei consumi

nel 2025, la domanda rimarrà stabile nel 2026, poiché la crisi del settore immobiliare cinese proseguirà probabilmente fino al 2027. Fiacca anche la domanda dal settore immobiliare e delle costruzioni statunitense, quest'anno, mentre l'ILZSG non esclude un marginale aumento della richiesta in Europa, dopo la crescita dello 0,7% registrata nel 2025 (dato non definitivo). L'ILZSG stima, inoltre, una crescita significativa dell'offerta di zinco proveniente dalle miniere nel 2026 (+2,4%, a 12,8 milioni di tonnellate), grazie alla maggiore estrazione in Europa, Australia, Brasile, Repubblica Democratica del Congo e Cina. In aumento, sempre del 2,4%, anche la produzione di zinco raffinato nel 2026, a 14,13 milioni di tonnellate rispetto ai 13,8 milioni di tonnellate previsti per il 2025 (dato non definitivo). L'incremento è dovuto alla maggiore disponibilità di prodotti lavorati provenienti dalla siderurgia di Brasile, Canada, Norvegia e Cina. Nel complesso, l'ILZSG prevede un surplus di fornitura globale di zinco di 271.000 tonnellate nel 2026, una quantità non così elevata da impedire un rincaro delle quotazioni se la domanda, derivante soprattutto dallo sviluppo delle nuove tecnologie, inizierà a premere sui prezzi.

### Nickel: l'Indonesia e le sue politiche industriali restano al centro del mercato fisico anche nel 2026.

Nessuna novità nello scenario del nickel, in forte rialzo in queste prime settimane del 2026. Le stime sul 2026 continuano a indicare un persistente eccesso di offerta che però non sembra frenare la dinamica dei prezzi, almeno nel breve termine. Gli investitori continuano a credere che l'Indonesia, il più grande produttore al mondo di questo metallo, ridurrà la crescita incontrollata della sua produzione. Il Ministero dell'Energia e delle Risorse Minerarie indonesiano aveva già comunicato, a metà dello scorso dicembre, l'intenzione di limitare i permessi minerari annuali del 2026 a 250-260 milioni di tonnellate, rispetto ai 379 milioni del 2025. Una volontà ribadita anche il 14 gennaio e che ha innescato il rialzo delle ultime settimane. Dato che l'Indonesia rappresenta circa il 65% dell'offerta mondiale ed è la principale responsabile dell'enorme eccesso di prodotto lavorato presente sul mercato, che ha pesato sui prezzi negli ultimi due anni, veder riconfermata questa prospettiva ha ridotto in parte lo scetticismo degli operatori. Per completare il quadro va detto che né le aziende siderurgiche nazionali né tantomeno il Governo indonesiano dichiarano formalmente quote o livelli di produzione, il che non aiuta a capire cosa stia realmente accadendo. Un dato però è certo: il volume dei permessi minerari dello scorso anno (379 milioni) era di gran lunga superiore al prodotto effettivamente lavorato che, secondo la Federazione Indonesiana delle Fonderie di Nickel (FINI), è stato di soli 300 milioni di tonnellate, alimentando le previsioni di surplus di offerta mineraria e di prodotto lavorato. L'ambizione sarebbe quella di far coincidere l'offerta mineraria con la domanda delle fonderie, provando a riequilibrare il comparto, ma quest'ultima continua a crescere nonostante il Governo abbia impedito la costruzione di nuovi impianti siderurgici. La frenata dei consumi e la sovracapacità produttiva indonesiana restano dunque i due elementi che potrebbero limitare il rialzo delle quotazioni, che dovrebbero attestarsi fra 15.500 e 16.000 dollari nei prossimi due anni.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di medio termine

|                  | 27.01.26 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Industriali | 2.252,0  | 14,5   | 26,8   | 35,5    | 5,7     |
| Rame (\$)        | 13.006,5 | 17,8   | 32,8   | 44,7    | 4,7     |
| Alluminio (\$)   | 3.207,0  | 11,0   | 21,9   | 24,7    | 7,1     |
| Zinco (\$)       | 3.351,0  | 9,6    | 18,9   | 20,8    | 7,5     |
| Nickel (\$)      | 18.169,0 | 18,8   | 19,0   | 17,7    | 9,1     |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

0

**Outlook ancora Neutrale: la prospettiva di forte aumento della domanda e di scarsità di offerta resta il tema chiave ma più nel lungo periodo.**

Il comparto dei Metalli resta quello per cui siamo maggiormente positivi in questo 2026. Si conferma la sensazione che i mercati fisici di molti metalli registreranno probabilmente un deficit di offerta dovuto agli scarsi investimenti degli ultimi anni. Tale assenza è dovuta non solo all'incertezza sul ciclo economico ma anche agli alti tassi di interesse, calati solo nell'ultimo anno, che hanno reso complicato intraprendere qualsiasi iniziativa, esplorativa, mineraria o siderurgica. Questo tipo di progetti necessita infatti di un ingente mole di finanziamenti e le condizioni creditizie degli ultimi anni certamente non sono state favorevoli. Vedremo se questa tendenza si invertirà: i tassi sono in calo in tutte le principali aree del mondo (escluso il Giappone) e la pressione esercitata dalla futura domanda dovrebbe stimolare gli investimenti. Nell'immediato, però, l'impossibilità di soddisfare i consumi in crescita si potrebbe riflettere sul rialzo delle quotazioni. Tuttavia, riteniamo che tutti i principali metalli registreranno prezzi mediamente inferiori su un orizzonte di 12 mesi, mentre crediamo improbabile che si verifichi la classica fase di debolezza in coincidenza della festività del Capodanno Lunare in Cina, vista la minor influenza che Pechino esercita sul comparto in questa fase storica.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali**

|                | Valore<br>27.01.26 | 1° trim.<br>2026 | 2° trim.<br>2026 | 3° trim.<br>2026 | Anno<br>2026 | Anno<br>2027 |
|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Rame (\$)      | 13.006,5           | 11.537           | 12.000           | 11.725           | 11.750       | 11.488       |
| Alluminio (\$) | 3.207,0            | 2.960            | 2.970            | 2.988            | 2.932        | 2.900        |
| Zinco (\$)     | 3.351,0            | 3.005            | 3.000            | 2.950            | 2.954        | 2.800        |
| Nickel (\$)    | 18.169,0           | 15.500           | 15.500           | 15.663           | 15.478       | 16.000       |

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali**

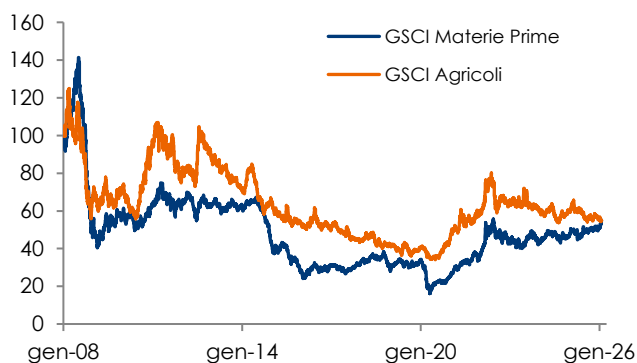
|                | Valore<br>27.01.26 | 1° trim.<br>2026 | 2° trim.<br>2026 | 3° trim.<br>2026 | Anno<br>2026 | Anno<br>2027 |
|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Rame (\$)      | 13.006,5           | 13.000           | 12.500           | 12.500           | 12.500       | 13.000       |
| Alluminio (\$) | 3.207,0            | 3.100            | 3.000            | 3.000            | 3.050        | 3.375        |
| Zinco (\$)     | 3.351,0            | 3.250            | 3.250            | 3.350            | 3.340        | 3.600        |
| Nickel (\$)    | 18.169,0           | 16.000           | 15.800           | 15.800           | 15.775       | 16.000       |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: la domanda sarà l'elemento chiave del 2026

**Il comparto Agricolo ha chiuso il 2025 consolidando; gli effetti del cambiamento climatico e la crescita demografica continuano ad essere gli elementi di fondo, mentre il fattore chiave di quest'anno sarà probabilmente la domanda.** I prezzi delle derrate alimentari hanno registrato una sostanziale stabilità sulle principali piazze di scambio negli ultimi mesi dello scorso anno e in questo inizio di 2026. Negli ultimi anni, però, i prezzi di cereali, semi oleosi e legumi sono diminuiti, in gran parte a causa dell'incertezza dovuta alle tensioni sul commercio globale e per un netto miglioramento nei volumi dei raccolti. A livello globale, la grande disponibilità di granaglie, verdura e frutta è dovuta alle straordinarie condizioni di crescita registrate lo scorso anno nelle principali aree agricole del mondo. Nonostante gli accordi commerciali siglati lo scorso anno, le tensioni introdotte anche nel comparto Agricolo dalla politica dell'amministrazione Trump hanno spinto gli agricoltori a interrogarsi sulle prospettive di guadagno ma soprattutto sulla difficoltà reale di accesso al mercato. Le prospettive sulla redditività dei raccolti delle principali granaglie, quest'anno, dipenderanno dallo slancio che avrà la domanda e dal volume delle esportazioni che avranno i principali paesi produttori. Il recupero dei prezzi passerà quindi dall'incremento dei consumi, date le abbondanti forniture previste anche per questa stagione. Se questa ipotesi verrà disattesa, è probabile che invece le quotazioni tenderanno a stabilizzarsi, senza particolari slanci rialzisti. Anche nel suo primo report del 2026, la FAO ha sottolineato che proprio per l'abbondanza dell'offerta, in particolare di cereali, le quotazioni dei beni alimentari hanno consolidato su livelli bassi, secondo i dati di dicembre. Le considerazioni fatte per le granaglie possono essere estese anche alle soft commodity, prodotti di consumo considerati non primari che potrebbero limitarsi a consolidare, e in alcuni casi rallentare, nel corso di quest'anno, ad eccezione del cacao, che ha già in parte ridotto le sue quotazioni.

### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

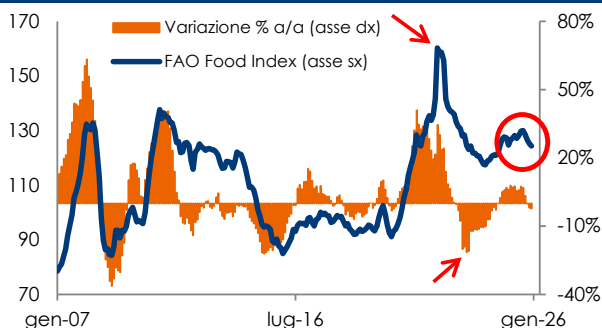
|                     | Valore<br>27.01.26 | Perf. (%)<br>YTD | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|---------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| GSCI                | 4.259,2            | 8,8              | 20,5             | 105,5            |
| GSCI Agricoli       | 469,9              | -0,4             | -7,4             | 12,6             |
| Mais (\$ cent)      | 426,5              | -3,1             | -4,4             | -20,2            |
| Frumento (\$ cent.) | 523,3              | 3,2              | -12,8            | -19,1            |
| Soia (\$ cent)      | 1.067,3            | 3,6              | -11,7            | -21,1            |
| Cotone (\$ cent)    | 63,8               | -0,7             | -24,3            | -20,1            |
| Cacao               | 4.433,0            | -26,9            | -5,1             | 77,0             |
| Zucchero            | 14,8               | -1,2             | -37,6            | -4,9             |
| Caffè (Arabica)     | 367,3              | 5,3              | 89,5             | 192,6            |
| Caffè (Robusta)     | 4.275,0            | 4,0              | 30,8             | 224,4            |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari si contrae anche a dicembre.** L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso leggermente (-0,6% m/m) anche a dicembre (dopo il calo di novembre), registrando una media di 124,3 punti, rispetto ai 125,1 punti precedenti, e segnando il quarto calo mensile consecutivo. Le diminuzioni degli indici dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari, della carne e degli oli vegetali hanno più che compensato gli aumenti di cereali e zucchero. **L'indice dei prezzi dei cereali** è infatti salito dell'1,7% rispetto a novembre ma si trova ancora al di sotto del livello registrato l'anno scorso. Le preoccupazioni sull'export del Mar Nero hanno esercitato pressioni al rialzo, compensate da quelle ribassiste dovute alla conferma di buoni raccolti in Argentina e Australia. Al contrario, i prezzi internazionali del mais sono stati sostenuti a dicembre da una robusta domanda per l'esportazione e dall'ampia produzione interna di etanolo del Brasile e degli Stati Uniti d'America. I prezzi del sorgo sono aumentati di pari passo con quello del mais nonostante il ritmo lento delle vendite verso la Cina, principale importatore mondiale. L'indice dei prezzi del riso è invece aumentato del 4,3% a dicembre, a causa della combinazione di diversi fattori: la riduzione del raccolto, l'aumento della domanda e l'adozione di misure politiche di sostegno ai consumi in Cina. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali**

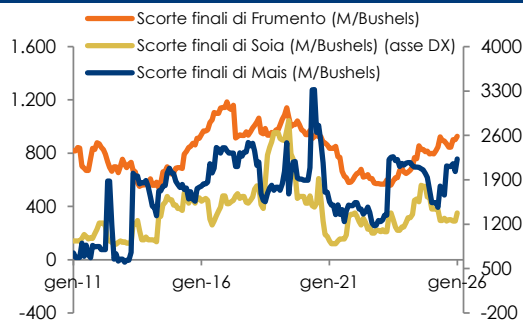
ha registrato una media di 164,6 punti a dicembre, in calo di 0,4 punti (+0,2%) rispetto a novembre e segnando il minimo degli ultimi sei mesi. La diminuzione riflette prezzi inferiori degli oli di soia, colza e girasole, che hanno più che compensato l'aumento delle quotazioni dell'olio di palma. I prezzi globali dell'olio di soia sono diminuiti a causa delle ampie forniture dal continente americano, mentre le maggiori produzioni di colza in Australia e Canada hanno esercitato una pressione al ribasso sui prezzi del rispettivo olio. Per l'olio di girasole, la debole domanda globale, dovuta all'indebolimento della competitività del prodotto, ha contribuito alla contrazione dei prezzi per il secondo mese consecutivo. Al contrario, i prezzi internazionali dell'olio di palma sono leggermente aumentati, in gran parte sostenuti da potenziali rallentamenti stagionali della produzione nel Sud-Est asiatico, che hanno controbilanciato l'impatto di produzioni e scorte superiori del previsto in Malesia alla fine del 2025. **L'indice dei prezzi della carne** è calato dell'1,3% m/m (pur restando al rialzo del 3,4% a/a). I prezzi sono diminuiti in tutte le categorie, con quelli delle carni bovine e del pollame che sono scesi maggiormente. I prezzi più bassi della carne bovina a livello mondiale riflettono il calo in Australia, dove le condizioni stagionali di siccità hanno spinto allo smaltimento delle mandrie, aumentando la disponibilità di bestiame per la macellazione ed esercitando una pressione al ribasso sui prezzi. Le quotazioni della carne di pollame sono diminuite, poiché le quantità esportabili hanno superato la domanda globale. I prezzi della carne ovina sono calati marginalmente a causa dell'ingresso sul mercato di maggiori forniture stagionali, nonostante la continua e solida domanda di importazioni a livello globale. I prezzi della carne suina si sono leggermente ridotti, guidati dalle quotazioni più deboli nell'Unione Europea in un contesto di domanda globale fiacca. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito del 4,4% a dicembre. I prezzi del burro sono scesi drasticamente a causa della maggiore disponibilità stagionale di panna in Europa e dell'accumulo di scorte a seguito della forte produzione di inizio anno. Il latte intero in polvere (WMP) ha registrato un calo delle quotazioni, che rispecchia il picco della produzione stagionale di latte in Oceania e il debole interesse all'acquisto da parte delle principali regioni importatrici. Per contro, i prezzi del latte scremato in polvere (SMP) e del formaggio hanno registrato una flessione più moderata. Il formaggio ha visto una minor domanda in Europa, che ha controbilanciato l'aumento dei prezzi verificatosi in Nuova Zelanda. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è aumentato del 2,4% rispetto a novembre, dopo tre cali mensili consecutivi, ma è rimasto al di sotto del 24,0% rispetto a un anno fa. L'aumento di dicembre è stato principalmente determinato da un forte calo della produzione di zucchero nelle principali regioni di coltivazione del sud del Brasile, riflesso di una minore frantumazione della canna da zucchero e di un minor impiego nella produzione del dolcificante. Tuttavia, le aspettative di un'ampia offerta globale di zucchero nella stagione in corso, supportate dal buon andamento del raccolto e dalle favorevoli prospettive di produzione in India, hanno limitato la pressione al rialzo sui prezzi.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2026)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

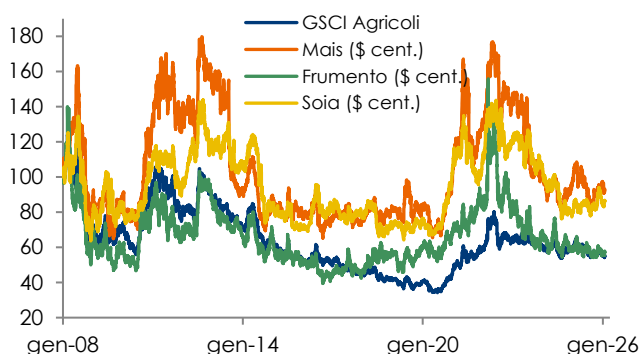


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2026)

**WASDE: il report di gennaio apporta poche modifiche al quadro generale dell'agricoltura mondiale.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio, 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. A causa della sospensione dei finanziamenti governativi dal 1° ottobre al 12 novembre, anche il report di gennaio ne ha risentito ma in misura più limitata. Le stime globali per il **grano** per il 2025/26 vedono una produzione mondiale in aumento a 842,2 milioni di tonnellate da 837,8 milioni, con incrementi diffusi per Argentina e Russia, che hanno più che compensato il calo della Turchia. Il consumo globale è visto aumentare di 0,9 milioni di tonnellate, raggiungendo gli 823,9 milioni da 823 mln precedenti, principalmente in paesi quali la Russia, l'Ucraina e il Marocco. Il commercio globale è stimato in crescita a 219,8 milioni di tonnellate (da 218,7 milioni), grazie alle maggiori esportazioni di Argentina e Kazakistan che hanno compensato le previsioni al ribasso per Europa e Ucraina. Le scorte finali previste per il 2025/26 sono salite di 3,4 milioni di tonnellate, raggiungendo quota 278,3 milioni da 274,9 milioni di tonnellate precedenti. La produzione globale di **mais** è cresciuta a 1.296,01 milioni di tonnellate da 1.282,96 milioni della stima precedente. Si prevede un incremento della produzione guidato principalmente dalla Cina, che ha già registrato un forte aumento secondo gli ultimi dati delle statistiche del Ministero dell'Agricoltura cinese. Il consumo mondiale è stimato in rialzo a 1.299,80 milioni di tonnellate (da 1.297,18 mln). Le importazioni mondiali sono scese a 190,22 milioni di tonnellate da 190,37 mln, mentre le esportazioni saliranno marginalmente a 205,11 milioni di tonnellate (da 205,10 milioni). Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese aumentare a 290,91 milioni da 279,15 milioni di dicembre. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata in incremento a 1.590,61 milioni di tonnellate (da 1.575,82 mln). Il consumo mondiale è atteso in crescita a 1.592,19 milioni di tonnellate, rispetto ai 1.588,11 milioni del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 249,64 milioni di tonnellate dai 249,27 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in marginale aumento a 321,88 milioni di tonnellate, rispetto ai 309,76 mln del mese di dicembre. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025/26 è stata rivista al rialzo a 425,68 milioni di tonnellate, rispetto ai 422,54 milioni previsti nel report precedente. Le esportazioni globali sono attese in lieve calo a 187,57 milioni di tonnellate (da 187,70 milioni). Analogamente, le importazioni mondiali sono stimate in minimale ribasso a 186,04 milioni di tonnellate (contro i 186,14 milioni precedenti). Le scorte finali globali di soia sono previste in aumento di 2 milioni di tonnellate, raggiungendo i 124,41 milioni (da 122,37 mln) a causa delle maggiori riserve negli Stati Uniti e in Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                     | 27.01.26 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|---------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Agricoli       | 469,9    | -2,8   | -1,3   | -11,6   | -0,4    |
| Mais (\$ cent.)     | 426,5    | -1,3   | 8,3    | -12,1   | -3,1    |
| Frumento (\$ cent.) | 523,3    | -1,1   | -2,8   | -4,0    | 3,2     |
| Soia (\$ cent.)     | 1.067,3  | -1,0   | 7,9    | 2,1     | 3,6     |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale: proseguirà anche nel 2026 il consolidamento su prezzi medi di cereali e coloniali, ipotizzando solo limitati rincari nel corso dell'anno.** Il 2025 del comparto Agricolo si è chiuso con un deciso miglioramento del clima, visto il venir meno di una parte dell'incertezza sugli scambi mondiali, grazie alla solidità delle recenti intese commerciali stipulate, a cui si è aggiunto il cambio di approccio dell'amministrazione Trump che ha "ammorbidito" le tariffe su molte derrate alimentari in arrivo dai Paesi emergenti. I prezzi, come detto, sono calati o hanno

consolidato su base annua per quasi tutte le colture nel 2025. Non escludiamo che la pressione al ribasso sulle quotazioni possa continuare anche nella stagione 2026, anche se essendo ancora in pieno inverno (nell'emisfero settentrionale) è difficile considerare robuste le prime previsioni di semina e resa dei terreni. Il rischio è che l'abbondanza di offerta di cereali e semi oleosi, unita agli strascichi di incertezza sugli scambi commerciali, possa nuovamente limitare i prezzi anche nella nuova stagione. Raccolti record si traducono in maggiori scorte di fine anno e in maggior pressione ribassista sui prezzi. Per questo motivo, l'unico elemento che può incidere su questo scenario è una crescita della domanda. La richiesta mondiale di cereali nel prossimo biennio potrebbe sorprendere, guidata dai consumi industriali e dalla produzione di mangimi animali, oltre che dall'incremento demografico. Una prospettiva che tuttavia continua ad essere scarsamente presa in considerazione dal mercato.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

|                     | Valore   | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | Anno    | Anno    |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|
|                     | 27.01.26 | 2026     | 2026     | 2026     | 2026    | 2027    |
| Mais (cent. \$)     | 426,5    | 445,0    | 455,0    | 450,0    | 458,0   | 463,0   |
| Frumento (cent. \$) | 523,3    | 540,0    | 545,0    | 560,0    | 565,0   | 600,0   |
| Soia (cent. \$)     | 1.067,3  | 1.103,7  | 1.100,0  | 1.124,4  | 1.100,0 | 1.120,0 |

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

|                     | Valore   | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | Anno  | Anno  |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|
|                     | 27.01.26 | 2026     | 2026     | 2026     | 2026  | 2027  |
| Mais (\$ cent.)     | 426,5    | 440      | 440      | 440      | 440   | 460   |
| Frumento (\$ cent.) | 523,3    | 540      | 560      | 560      | 565   | 610   |
| Soia (\$ cent.)     | 1.067,3  | 1.100    | 1.100    | 1.150    | 1.125 | 1.150 |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Soft commodity

Le soft commodity sono state il settore con le migliori performance tra le materie prime nel 2023 e nel 2024. L'aumento della produzione e delle scorte a fronte di una domanda in calo ha visto contrarsi i prezzi dello zucchero e del cotone nel 2025 e difficilmente potranno riprendersi nel 2026. Cacao e caffè Arabica rimarranno probabilmente su livelli elevati in un contesto caratterizzato da un'ampia volatilità per questi due coloniali.

### Cotone: il marginale surplus di offerta stimato per quest'anno e una riduzione dell'uso industriale, uniti all'aumento delle scorte, limiteranno il rialzo dei prezzi.

I deboli dati sulle vendite di cotone degli Stati Uniti verso la Cina, il più importante importatore del filato, confermano un trend ormai strutturale dettato dai cambiamenti nelle tendenze negli acquisti di abbigliamento che premiano sempre di più le fibre sintetiche rispetto al cotone, alimentando gli effetti ribassisti sui contratti finanziari della materia prima. Nel WASDE di gennaio, la produzione globale è stimata in calo di quasi 350.000 balle, riflettendo la minor produzione di India, Stati Uniti, Argentina e Turchia, parzialmente compensata dall'aumento del raccolto in Cina. Il commercio globale è aumentato di poco visto che la maggiore domanda proveniente dall'India è più che compensata da una minore richiesta dalla Turchia e dal Nicaragua. Le scorte finali globali sono state riviste al ribasso di 1,5 milioni di balle a causa del calo della produzione globale e dell'aumento dei consumi, a cui si è sommata l'inattesa revisione (in calo) per le stime della produzione e delle scorte finali per l'India relative alla stagione 2024/25. Di conseguenza, il rapporto scorte/consumo si è ridotto al di sotto del 63%. Il nostro scenario sul cotone per il 2026 prevede un consolidamento del prezzo medio intorno ai 65-66 centesimi, una dinamica che appare come il frutto del sostanziale equilibrio di mercato fra domanda e offerta e delle stime di modesto surplus per la stagione in corso.

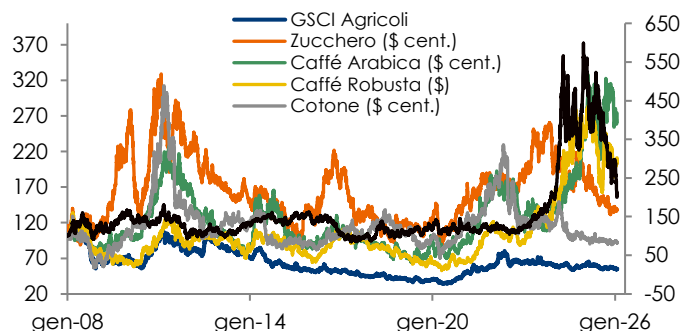
### Zucchero: prezzi ai minimi e surplus globale di offerta, a rischio il recupero delle quotazioni nel 2026.

Nelle ultime settimane, a cavallo del cambio d'anno, abbiamo assistito al movimento di recupero dei prezzi dello zucchero quotato a Londra, che sono risaliti dai minimi di inizio novembre (14 dollari), tornando intorno ad area 15 dollari. A favorire il blando rialzo dei prezzi è stata la medesima notizia diffusa in India e Brasile. Prima il Ministero dell'Alimentazione indiano ha dato corpo all'ipotesi di aumentare il prezzo dell'etanolo utilizzato per la miscelazione della benzina, spingendo gli zuccherifici a dirottare la canna da zucchero verso la produzione di etanolo rispetto al dolcificante. La stessa situazione si è verificata in Brasile, dove i maggiori volumi



destinati alla produzione di biocarburanti a scapito della raffinazione per uso alimentare hanno consentito un blando recupero dei prezzi. Di fondo però non cambia lo scenario sul mercato fisico dello zucchero, caratterizzato da sovrapproduzione in Brasile, India e Thailandia e da una forte pressione speculativa sui contratti derivati a Londra e New York. Nelle ultime stime pubblicate a novembre, l'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO) ipotizza che la stagione 2025/26 si chiuda con un surplus di 1,625 milioni di tonnellate, dopo il deficit di 2,916 milioni di tonnellate registrato lo scorso anno. Si riconferma quindi un quadro complicato per i fondamentali dello zucchero che difficilmente potrà generare un forte rialzo dei prezzi ma al massimo potrà portare a un consolidamento su livelli leggermente più alti degli attuali.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                 | 27.01.26 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-----------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Agricoli   | 469,9    | -2,8   | -1,3   | -11,6   | -0,4    |
| Cotone          | 63,8     | -1,9   | -5,3   | -4,7    | -0,7    |
| Cacao           | 4.433,0  | -28,3  | -46,8  | -61,0   | -26,9   |
| Zucchero        | 14,8     | 3,2    | -9,7   | -22,9   | -1,2    |
| Caffè (arabica) | 367,3    | -5,9   | 23,4   | 5,2     | 5,3     |
| Caffè (robusta) | 4.275,0  | -3,7   | 18,0   | -22,8   | 4,0     |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Caffè: si confermano le prospettive di prezzi alti anche nel 2026.** Dall'inizio del 2026 le quotazioni dei contratti finanziari di entrambe le varietà di caffè sono cresciute. Il caffè è stata l'unica soft commodity ad aver mantenuto il movimento di rialzo partito alla fine del 2025 anche in questo inizio di 2026. Le condizioni meteorologiche avverse in Brasile, il principale paese produttore al mondo, hanno esercitato una decisa pressione sui prezzi, a cui si è sommata una stagionale domanda del prodotto legata alle festività di fine anno. Confermiamo le nostre previsioni che indicano un moderato rialzo delle quotazioni di Arabica e una frenata per la Robusta nel corso dell'anno, che lasci spazio poi a una progressiva stabilizzazione negli anni successivi. Le minori incertezze legate a dazi e tariffe dovrebbero consentire maggiori volumi di esportazione verso gli Stati Uniti migliorando, più in generale, l'intera offerta mondiale e contribuendo a un moderato incremento delle scorte presso le principali borse merci ma senza sconvolgere gli equilibri di domanda e offerta come è accaduto in questo inizio d'anno. Sul fronte dei raccolti, 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 soddisfacenti.

**Cacao: il processo di ribilanciamento del mercato fisico ha già spinto al ribasso i prezzi, dopo gli eccessi degli anni scorsi.** I contratti derivati del cacao sono scesi del 48% nel 2025, registrando la seconda peggior performance all'interno del comparto dei Coloniali. Alla modifica del prezzo minimo garantito per i coltivatori in Costa d'Avorio e Ghana, che aveva depresso le quotazioni del cacao in ottobre, si sono sommati gli scarsi consumi stagionali di novembre e dicembre (festività di fine anno), che hanno rafforzato la dinamica ribassista a cavallo fra 2025 e 2026. Esprimiamo una previsione di consolidamento a prezzi superiori rispetto a quelli attuali, poiché pensiamo che il processo di ribilanciamento del mercato possa proseguire ancora ma che molto sia già stato fatto. La crisi del 2023-24, culminata con gli eccessi di prezzo che hanno stravolto il mercato fisico, è ormai alle spalle. Le quotazioni del cacao hanno iniziato a calare costantemente negli ultimi due anni, pur mantenendo una volatilità elevata. Come conseguenza del forte aumento di costo del prodotto finale, i consumi hanno subito una notevole contrazione, pur reagendo in ritardo al rincaro. Dall'altro lato però l'offerta mondiale, stimolata dalla redditività generata dal rialzo delle quotazioni, è aumentata notevolmente, grazie anche a condizioni metereologiche più favorevoli e allo stimolo economico varato dai

governi dei principali paesi produttori africani. Gli alti prezzi degli ultimi anni hanno infatti distorto il mercato e spinto coltivatori e intermediari ad aumentare i volumi a scapito della qualità delle fave di cacao raccolte e vendute all'industria dolciaria, accrescendo la percentuale di scorie e prodotto di basso livello.

#### Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

|                 | Valore<br>27.01.26 | 1° trim.<br>2026 | 2° trim.<br>2026 | 3° trim.<br>2026 | Anno<br>2026 | Anno<br>2027 |
|-----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Cotone          | 63,8               | 66,1             | 67,4             | 68,2             | 68,3         | 71,0         |
| Cacao           | 4.433,0            | 5.686            | 5.506            | 5.433            | 6.325        | 6.800        |
| Zucchero        | 14,8               | 15,0             | 15,5             | 16,0             | 16,2         | 17,0         |
| Caffè (Arabica) | 367,25             | 385,2            | 384,0            | 377,5            | 361,5        | 380,0        |
| Caffè (Robusta) | 4.275,0            | 3.975            | 3.748            | 3.498            | 3.305        | 3.850        |

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

|                 | Valore<br>27.01.26 | 1° trim.<br>2026 | 2° trim.<br>2026 | 3° trim.<br>2026 | Anno<br>2026 | Anno<br>2027 |
|-----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Cotone          | 63,8               | 65               | 65               | 65               | 66           | 67           |
| Cacao           | 4.433,0            | 5.400            | 5.200            | 5.020            | 5.130        | 4.700        |
| Zucchero        | 14,8               | 15,0             | 15,5             | 16,0             | 15,8         | 17,0         |
| Caffè (Arabica) | 367,25             | 390              | 380              | 380              | 385          | 380          |
| Caffè (Robusta) | 4.275,0            | 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  |
| Fenabrave                                 | Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores  |
| GSCI                                      | Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo. |
| GFMS Ltd                                  | Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.   |
| Hedge funds                               | Fondi comuni speculativi  |
| Investitori istituzionali                 | Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari   |
| LBMA                                      | La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra   |
| Libbra                                    | Unità di peso, circa 453 grammi   |
| LME                                       | London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo   |
| NOPA                                      | National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.   |
| NYMEX                                     | New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame                                    |
| Oncia                                     | Unità di peso, circa 27 grammi  |
| Paesi emergenti                           | Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele  |
| Prodotto interno lordo (PIL)              | Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale  |
| Produzione industriale                    | Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.   |
| Saldo partite correnti                    | Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti  |
| Saldo in conto capitale                   | Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti   |
| USDA                                      | United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti  |
| Vulnerabilità esterna (indice di)         | (Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera  |
| WASDE                                     | World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti  |
| WTI                                       | Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX  |
| \$/bbl                                    | USD per Barrel (dollari al barile)  |
| \$/MMBtu                                  | Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi   |
| \$/MT                                     | USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica  |

## Avvertenza generale

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

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo 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 23.12.2025.

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](http://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 Risso

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi