

Commodity: finale d'anno all'insegna dell'incertezza

Energia: outlook Neutrale, eccesso di offerta e Ucraina frenano il petrolio

Non cambiano i temi che caratterizzeranno il comparto energetico in questo finale d'anno. Dopo la pausa nelle immissioni che si sono autoimposti i produttori OPEC+, l'attenzione degli operatori sul mercato petrolifero è rivolta al reale ammontare del surplus atteso per il prossimo anno. Una prospettiva che limiterà il rialzo dei prezzi del greggio e a cui si potrebbe sommare un possibile ritorno del petrolio russo, se si raggiungesse finalmente un accordo di pace in Ucraina. Gas naturale stabile in Europa ma permangono i rischi di rincaro dei prezzi.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, fine d'anno dominata dalle prese di profitto

Lo storno dell'oro ci appare inevitabile in questa fine d'anno, pur non precludendo un possibile recupero nel medio termine ma rafforzando la sensazione che la dinamica rialzista sia comunque in frenata. Le nostre previsioni sono improntate alla prudenza e in linea col consenso di mercato. Le fisiologiche prese di profitto sul metallo aureo non impediranno alle quotazioni di consolidare nei prossimi anni perché gran parte dei fattori strutturali non sono mutati e resteranno presenti.

Metalli industriali: outlook ancora Neutrale nel breve, in vista dei rialzi futuri

Confermiamo le medesime considerazioni del mese scorso: il finale d'anno e l'inizio del 2026 rischiano di risentire ancora delle distorsioni sui mercati fisici generate dallo scontro commerciale scatenato da Trump. Se la sfida di lungo periodo resta quella dell'incremento degli investimenti e del contenimento dei costi, specie nei comparti dell'energia, dell'elettronica e dell'automobile, nel breve la grande incertezza che grava sul comparto ci fa ribadire il giudizio Neutrale, con previsioni di sostanziale consolidamento per tutti i principali metalli.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale e consolidamento per cereali e coloniali

Migliora il clima sul comparto agricolo che ci attendiamo consolidi, visto il venir meno dell'incertezza sugli scambi mondiali, grazie alle recenti intese commerciali stipulate (in particolare fra Washinton e Pechino) e all'inatteso cambio di approccio dell'amministrazione Trump che ha "ammorbidito" le tariffe su molte derrate alimentari importate. Le ultime decisioni riducono (solo parzialmente) la pressione sui prodotti coloniali in arrivo dai Paesi Emergenti.

■ Soft Commodity:

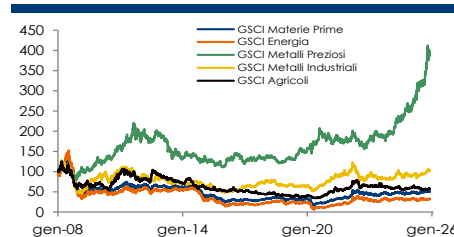
- **Cotone:** il marginale surplus di offerta stimato per il 2026 tiene basse le aspettative di rialzo.
- **Zucchero:** timidi segnali di recupero delle quotazioni in questo finale d'anno.
- **Caffè:** si rafforza la prospettiva di prezzi mediamente alti per entrambe le varietà di caffè.
- **Cacao:** il calo dei prezzi può essere contrastato solo dai consumi stagionali di fine anno.

Performance degli indici commodity

	Valore 25.11.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.843,5	5,1	11,4	105,0
GSCI Energia	620,0	-2,6	1,4	143,8
GSCI Met. Preziosi	4.594,2	57,3	103,2	120,3
GSCI Met. Industriali	1.920,4	16,7	24,2	41,3
GSCI Prod. Agricoli	483,8	-6,0	-7,6	32,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 25.11.2025

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

26 novembre 2025 - 12:17 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

26 novembre 2025 - 12:22 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Nov.	Ott.
WTI	=	=
Brent	=	=
Gas naturale	+	+
Gasolio	+	+
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

(%)	2025	2024
WTI	-19,2	0,1
Brent	-16,3	-3,1
Gas naturale	21,8	44,5
Gasolio	-1,6	-7,4
Oro	56,8	27,5
Argento	74,3	21,4
Rame	23,4	2,4
Alluminio	9,8	7,0
Zinco	5,4	11,9
Nickel	-3,0	-7,7
Mais	-7,6	-2,7
Frumento	-4,4	-12,2
Soia	12,7	-22,8
Cotone	-8,7	-15,6
Caffè Arabica	29,5	69,8

Fonte: Bloomberg; Dati al 25.11.2025

Energia: le attese di surplus nel 2026 restano centrali per il greggio

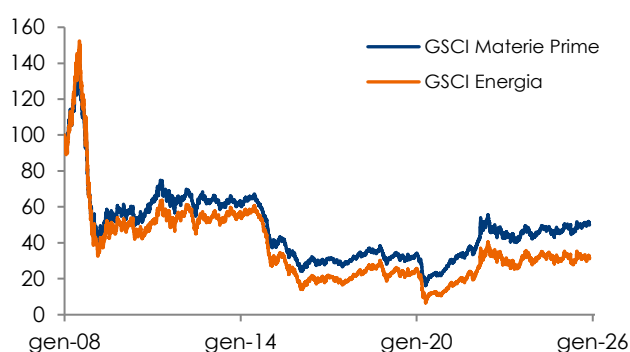
Si riducono le tensioni commerciali ma non quelle geopolitiche in attesa del calo del costo del denaro negli Stati Uniti. La sostanziale novità sul mercato delle materie prime è il calo dell'incertezza legato alle diatribe commerciali. I numerosi accordi stipulati, la pace apparente fra Stati Uniti e Cina e alcuni cambi di strategia decisi dallo stesso Trump, come la rimodulazione dei dazi su moltissime derrate alimentari, hanno decisamente rasserenato il clima in questo finale d'anno. Al contrario, sono le tensioni geopolitiche ad essere tornate al centro della scena. L'accelerazione imposta dagli Stati Uniti affinché si trovi un accordo sull'Ucraina ha ridotto le tensioni rialziste sul petrolio (e sul gas), in un mercato che si aspetta un forte surplus di offerta nel 2026 e che potrebbe fare i conti col rientro anche dell'offerta di Mosca se finalmente si arrivasse a una soluzione del conflitto. Al contrario, le sanzioni statunitensi contro le russe Rosneft e Lukoil, varate per aumentare la pressione sul presidente Putin, hanno ottenuto solo l'effetto di rincarare le varie tipologie di gasoli, in parte destinati proprio al mercato europeo. La decisione di abbassare i dazi statunitensi sulle importazioni agricole come zucchero, cacao, banane, caffè e pomodori è arrivata dopo che il Governo ha subito la pressione da parte dei propri elettori alle prese con l'aumento dei prezzi proprio di queste derrate alimentari. Al contrario, con grande favore è stato accolto l'accordo stipulato con la Cina, lo scorso ottobre, in Corea del Sud. Lo sblocco delle Terre Rare col rinvio delle limitazioni all'export imposte da Pechino ha rassicurato sulle forniture e sullo sviluppo del comparto elettronico e ha alimentato le aspettative al rialzo di tutti i Metalli Industriali. Molta volatilità sui Metalli Preziosi: oro e argento hanno entrambi stornato dai massimi registrati ad ottobre, con gli investitori che hanno ridimensionato le attese di un taglio dei tassi di interesse da parte della Fed a dicembre. Un'eventualità che, pur non sembrando in discussione (Powell dovrebbe tagliare i tassi di 25pb il 10 dicembre nonostante il vuoto di dati causato dal recente shutdown), ha ampliato la volatilità e innervosito i mercati.

L'OPEC+ aumenta l'offerta di +137.000 barili giornalieri a dicembre ma sarà l'ultima volta prima di una pausa di tre mesi. Come atteso, l'OPEC+ ha deciso di aumentare la produzione di petrolio di 137.000 barili giornalieri anche a dicembre (lo scorso novembre), lo stesso volume di ottobre e novembre. Arabia Saudita e Russia aumenteranno di 41.000 barili ciascuno, l'Iraq di 18.000 e gli Emirati Arabi Uniti di 12.000, la rimanenza sarà a carico dei restanti paesi che vogliono ripristinare 1,65 milioni di barili al giorno tagliati volontariamente due anni fa. Del tutto a sorpresa i produttori hanno comunicato che non effettueranno nessun altro incremento fino al 31 marzo del 2026, motivando la decisione con la stagionalità negativa di inizio anno. A nostro avviso, la prudenza dell'OPEC+ origina dall'attuale situazione del mercato petrolifero. Le ultime settimane hanno visto i prezzi del greggio scendere ai minimi degli ultimi cinque anni, a causa dei timori di eccesso di offerta stimato per l'anno prossimo, alimentati proprio dagli aumenti dei produttori e da prospettive di consumo incerte nonostante uno scenario macroeconomico meno deteriorato di quanto ci si potesse aspettare. L'OPEC+ tornerà a riunirsi il prossimo 30 novembre, anche se l'incontro appare di scarso interesse, fatto salvo per il comunicato relativo al rispetto delle quote assegnate che dimostra, quasi sempre, come molti paesi produttori faticino a tenere il passo delle sovrapproduzioni richieste.

Il mercato petrolifero ruota attorno alle attese di surplus di offerta per il 2026. Non cambia il focus degli operatori petroliferi che resta sulla prospettiva di crescente surplus che potrebbe formarsi sul mercato fisico, come conseguenza della strategia di incremento della produzione dell'OPEC+, a cui potrebbe sommarsi un parziale ritorno del greggio di Mosca. Le nuove sanzioni statunitensi contro le due maggiori compagnie petrolifere russe hanno ulteriormente alzato la tensione generale, suggerendo maggior cautela all'OPEC+. A questo si aggiunge la trattativa per la pace in Ucraina: Trump spinge per una soluzione che porti velocemente a un cessate il fuoco e probabilmente ne avrà parlato anche col Principe Saudita Mohammed bin Salman, in occasione della sua recente visita a Washington. Il dossier Ucraina è, senza alcun dubbio, il principale tallone d'Achille dell'azione di governo di questa amministrazione. Promessa per tutta la campagna elettorale, già dai primi mesi di insediamento Trump ha cercato in tutti i modi di trovare il modo per convincere il presidente Putin a recedere dalle sue posizioni e giungere a un compromesso, senza mai riuscirci. Il ritorno di una parte della produzione russa di petrolio

andrebbe però ad amplificare l'eccesso di offerta che il mercato e le principali agenzie stimano per il prossimo anno. Va detto però che una larga fetta dei volumi aggiuntivi di greggio immessi proprio dall'OPEC+ si è tramutata in consumo domestico, senza mai confluire realmente sul mercato, o molto più banalmente molti paesi non sono stati in grado di rispettare i nuovi aumenti concordati. Anche questo mese IEA ed EIA (rispettivamente l'Agenzia Internazionale dell'Energia e l'Agenzia statunitense) confermano di attendersi un surplus di offerta nel 2026. Straordinaria la stima dell'IEA che ipotizza oltre 4 milioni in eccesso solo il prossimo anno, un volume che a fatica si può considerare concretamente realizzabile. Se le stime di sovrapproduzione e di accumulo di scorte dovessero realmente verificarsi, i prezzi di Brent e WTI scenderebbero ben al di sotto di 50 dollari al barile, nei prossimi due anni; una prospettiva che ci appare veramente molto difficile possa concretizzarsi. Restiamo dell'idea che il surplus effettivo sarà molto probabilmente inferiore a quanto atteso e questo potrebbe favorire il mantenimento dei prezzi del greggio in area 60-65 dollari al barile.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

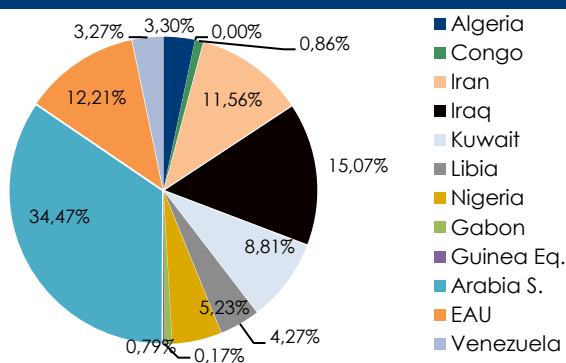
	Valore 25.11.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.843,5	5,1	11,4	105,0
GSCI Energia	620,0	-2,6	1,4	143,8
WTI (\$)	58,0	-19,2	-23,3	26,8
Brent (\$)	62,5	-16,3	-22,5	30,7
Gas Naturale (\$)	4,4	21,8	55,0	52,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di novembre, curato dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC), la domanda globale di petrolio dovrebbe crescere dal livello record di 105,1 mb/g nel 2025 (+1,3 mb/g a/a, invariato rispetto al mese scorso) a un nuovo massimo storico di 106,5 mb/g nel 2026 (+1,4 mb/g a/a, invariata). La domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata in aumento da 42,4 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 (+0,5 mb/g su base annua, da 42,5 mb/g del mese scorso) a 43,0 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, da 43,1 mb/g del mese scorso). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe aumentare da 54,1 mb/g nel 2025 (+0,9 mb/g a/a, 54,0 mb/g il mese scorso) a 54,7 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, da 54,6 mb/g precedente). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono salite a 2.845 milioni di barili complessivi al 30 settembre, corrispondenti a 61,3 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di novembre (OMR), ha ribadito la prospettiva di un forte surplus di petrolio sia per la fine di quest'anno che per il 2026 a causa del rapido aumento dell'offerta rispetto alla domanda, stimandolo in oltre 4 milioni di barili al giorno. L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,1 mb/g nel 2024 (invariata rispetto alle stime del mese scorso) a 103,9 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a e 103,8 la stima precedente), che si conferma il ritmo più lento in 16 anni, ad esclusione della contrazione del 2020 dovuta all'impatto del Covid. La domanda è stimata a 104,7 mb/g nel 2026 (+0,8 mb/g a/a, in rialzo dai 104,5 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, rivista al rialzo dai 73,2 mb/g precedenti), guidata dagli incrementi produttivi di Stati Uniti, Canada, Brasile, Argentina e Guyana (come il mese scorso). Infine, la "call on OPEC crude", ovvero il volume di greggio che l'OPEC deve produrre per mantenere l'equilibrio del mercato, scenderà da 27,2 mb/g nel 2024 (immutato) a 26,1 mb/g nel 2025 (-1,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 26,2 mb/g del mese scorso) e a 25,4 mb/g

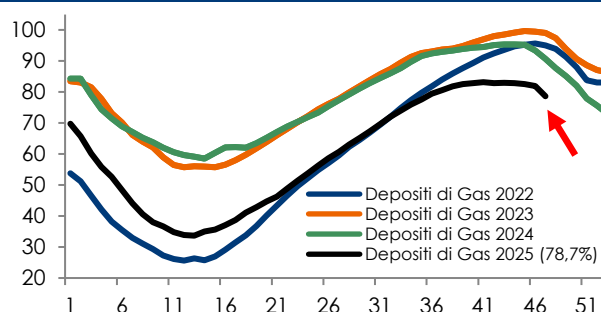
nel 2026 (-0,7 mb/g a/a, invariato dalla stima precedente). Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di novembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 103,1 mb/g nel 2024 (in aumento da 102,9 mb/g del mese scorso) a 104,1 mb/g nel 2025 (+1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 104,0 mb/g del mese scorso) e a 105,2 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, e +0,1 mb/g dal mese scorso), segnando un nuovo record. Si stima che l'offerta non-OPEC aumenterà da 70,5 mb/g nel 2024 (invariato) a 72,4 mb/g nel 2025 (+1,9 mb/g a/a, invariata dalla precedente stima) e a 73,6 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 73,5 mb/g del mese scorso), segnando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 27,1 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso), per poi aumentare a 27,8 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a, invariato dal mese scorso) e a 27,9 mb/g nel 2026 (+0,1 mb/g a/a, invariato). L'EIA ha ribadito di aspettarsi un incremento delle scorte di greggio l'anno prossimo (e relativo surplus straordinario di 3,8 milioni di barili al giorno nel 2026), come conseguenza dell'aumento della produzione dei Paesi OPEC+.

Produzione membri OPEC (%)



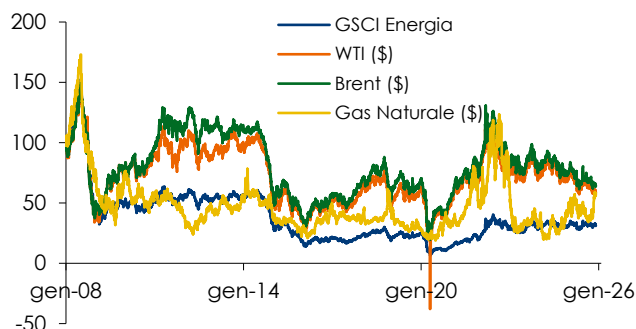
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.10.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)



Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 23.11.2025

Scenario immutato sul TTF (il gas europeo) fra nuove regole sulle forniture e accelerazione dei consumi invernali. Pochissime le novità per il mercato del metano in Europa. Il TTF (il contratto finanziario sul gas europeo scambiato ad Amsterdam) resta stabile nella fascia di prezzo 30-40 euro per MWh, dopo aver metabolizzato la decisione europea dello scorso 20 ottobre di proseguire nella procedura di eliminazione graduale delle importazioni di gas dalla Russia entro la fine del 2027. La proposta della Commissione Europea, riguardante non solo il marginale metano via tubo ma anche il gas naturale liquefatto (GNL) proveniente dalla Russia, dovrà ottenere l'approvazione del Parlamento Europeo. Il piano si articolerà in tre fasi. Dal 1° gennaio 2026 sarà vietato firmare nuovi contratti, mentre gli accordi a breve termine già in corso dovranno terminare entro il 17 giugno 2026. La terza fase prevede che i contratti a lungo termine debbano cessare entro il 31 dicembre 2027. Le scorte di gas in Europa, cresciute al ritmo più lento degli ultimi anni, si sono fermate poco sopra l'83% della capienza dei depositi. Al contrario, il consumo per la generazione termica e il riscaldamento degli ambienti è iniziato prima quest'anno e ciò ha immediatamente inciso sui livelli, calati in anticipo di oltre 3 settimane rispetto agli ultimi 4 anni. Un consumo che potrebbe essere acuito da temperature più rigide, in vista del manifestarsi del fenomeno meteorologico de La Niña. L'equilibrio del sistema energetico europeo resta delicato, specie ora che i flussi dalla Russia sono destinati ad azzerarsi, come conseguenza delle decisioni prese dall'Europa, a meno che l'accordo per il cessate il fuoco in Ucraina non modifichi i rapporti fra Stati Uniti, Russia ed Europa.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.11.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	620,0	-1,4	5,8	8,0	-2,6
WTI (\$)	58,0	-8,4	-5,8	-15,7	-19,2
Brent (\$)	62,5	-7,1	-3,5	-14,2	-16,3
Gas Naturale (\$)	4,4	62,8	32,7	28,9	21,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: le aspettative di eccesso di offerta e le speranze di pace in Ucraina freneranno le quotazioni petrolifere; gas europeo stabile ma i consumi invernali stanno incidendo sulle scorte come previsto.

Non cambiano i temi che caratterizzeranno il comparto energetico in questo finale d'anno. Dopo la pausa nella rimozione dei tagli produttivi che si sono autoimposti i Paesi OPEC+, attesi immettere l'ultima tranches di offerta da 137.000 barili al giorno nel mese di dicembre e poi sospendere fino al 31 marzo 2026, l'attenzione degli operatori sul mercato petrolifero è rivolta al reale ammontare del surplus produttivo che si concretizzerà il prossimo anno. Una prospettiva che limiterà il rialzo dei prezzi del greggio e a cui potrebbe aggiungersi un possibile ritorno del petrolio russo, se si raggiungesse finalmente un accordo di pace in Ucraina. Il punto chiave di questa prospettiva è se realmente si dovessero sfiorare i 4 milioni di barili giornalieri in più, il prossimo anno, i prezzi del greggio sarebbero destinati a calare ben al di sotto dei 50 dollari, un'eventualità che ci appare veramente improbabile. L'eccesso di offerta atteso è decisamente sovrastimato e non si concretizzerà. Riconfermiamo che, a nostro avviso, quotazioni petrolifere intorno ai 60-65 dollari al barile rappresenterebbero livelli compatibili con attese di surplus più contenute e intorno a 1 milione di barili al giorno, un eccesso di offerta molto più gestibile dal mercato e non in grado di alterarne eccessivamente l'equilibrio. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Più incerto lo scenario sul gas naturale: le nuove regole adottate dall'Europa sull'accumulo di scorte hanno già ottenuto il risultato di fermare i rifornimenti dei depositi al livello medio più basso degli ultimi anni (poco sopra l'83%). L'inizio della stagione fredda e l'incremento dei consumi per il riscaldamento degli ambienti hanno immediatamente eroso le riserve, con un anticipo di almeno 3 settimane rispetto ai recenti inverni. Il processo di totale abbandono delle forniture russe di metano (gasdotti e prodotto liquefatto) entro il 2027, promosso dalla Commissione Europea, resta un elemento che preoccupa tutti i principali gestori energetici nazionali. Uno scenario che non è detto resti tale qualora si dovesse sbloccare la situazione in Ucraina. Confermiamo quindi i nostri target rialzisti per il prezzo del TTF (ma contenuti), viste le tante incertezze che gravano sul sistema energetico europeo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	58,0	60,0	57,3	58,3	59,8	65,3
Brent (\$)	62,5	63,0	60,7	61,3	63,0	67,0
Gas Naturale (\$)	4,4	3,7	4,1	3,8	3,9	3,9

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

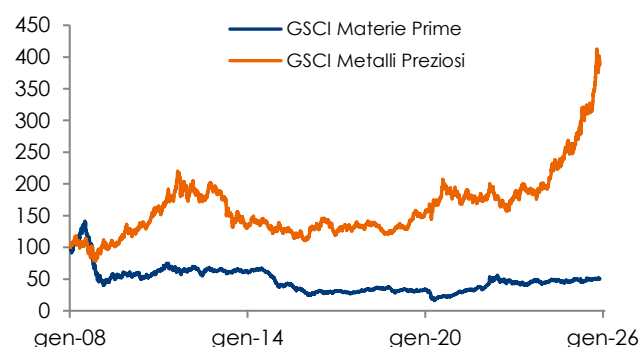
	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
WTI (\$)	58,0	60,0	59,0	59,0	59,0	60,0
Brent (\$)	62,5	63,0	63,0	63,0	63,0	64,0
Gas Naturale (\$)	4,4	3,8	3,9	4,0	4,0	4,2
TTF (€/MWh)	29,9	36,0	34,0	30,5	30,0	24,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: frenati dal fine anno e dai dubbi sulla Fed

La prospettiva di un mancato taglio dei tassi Fed a dicembre cambia il quadro di fondo penalizzando i Preziosi. Il mercato dei Metalli Preziosi ha frenato la sua corsa dopo mesi di forti rialzi. L'oro, in particolare, ha ritracciato una parte del suo movimento che lo aveva portato a segnare record storici in sequenza, sopra i 4.300 dollari ad ottobre, cumulando una performance positiva del 70% (circa) da inizio anno. Una pausa da noi ipotizzata e ritenuta fisiologica: il mercato era fortemente in ipercomprato e, una volta interrotto il movimento rialzista, le prese di profitto hanno avuto il naturale sopravvento, complice anche l'avvicinarsi della chiusura dei portafogli di fine anno, innescando forti vendite. Il focus degli operatori resta sul ritorno dei dati americani in arretrato e sull'interpretazione che la Fed darà delle statistiche più recenti, specie quelli occupazionali. Il ritardo con cui verranno comunicate le prossime statistiche sul mercato del lavoro (dopo la Fed del 10 dicembre) complica il quadro alimentando un nervosismo palpabile sui mercati. Le divisioni palesatesi in seno al Consiglio della banca centrale, descritte con precisione nei verbali relativi alla riunione di ottobre, alimentano la prospettiva di un mancato taglio dei tassi a dicembre. La sensazione è che un mancato calo del costo del denaro americano possa essere molto pericoloso, non tanto per il dollaro – che in entrambe le ipotesi non dovrebbe subire particolari contraccolpi ma anzi, limitando i ribassi (area 1,19 in media contro euro nei prossimi 12-24 mesi), potrebbe intercettare parte dei flussi in uscita dall'oro e dagli altri metalli rari – ma per la tenuta del mercato azionario e in generale per tutto il sistema finanziario USA.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

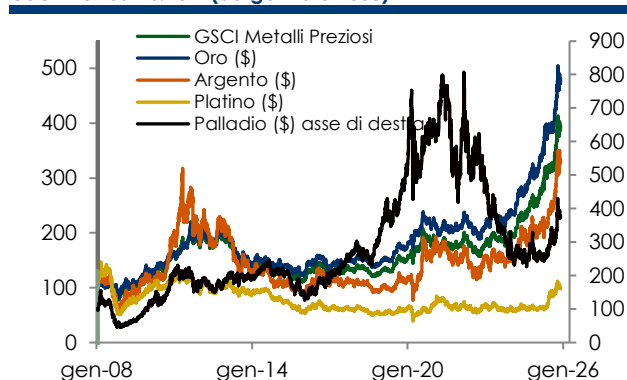
	Valore 25.11.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.843,5	5,1	11,4	105,0
GSCI Met. preziosi	4.594,2	57,3	103,2	120,3
Oro (\$)	4.146,2	56,8	107,2	129,0
Argento (\$)	51,2	74,3	110,6	119,7
Platino (\$)	1.553,3	71,0	66,2	60,8
Palladio (\$)	1.401,0	53,3	30,6	-41,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ribadiamo la prospettiva di storno fisiologico sul finale d'anno, a cui potrebbe seguire un deciso consolidamento per il comparto dei Preziosi. L'oro, dopo aver registrato una performance straordinaria per tutto il 2025, aumentando il proprio valore di quasi il 50% e raggiungendo il suo record di tutti i tempi, ha stornato pesantemente con ribassi violenti e rapidi. Lo storno sembrerebbe necessario e va interpretato come una correzione e non come un'inversione strutturale del movimento. Le banche centrali e le "stablecoins" (le monete virtuali che hanno come garanzia l'ancoraggio o al dollaro USA, o all'oro o a entrambe le due asset class) continueranno a comprare oro anche nei prossimi trimestri ma evidentemente a un ritmo inferiore a quello degli ultimi due anni. Dagli Stati Uniti continuano ad arrivare segnali incerti, in attesa che tornino tutti i dati statistici bloccati dallo shutdown, e questo ha reso più ambiguo distinguere i flussi speculativi sul metallo aureo da quelli strutturali, come investimento difensivo. Appare però evidente che il quadro di tensione e instabilità (guerra commerciale, crisi del sistema statunitense e tensioni geopolitiche) vissuto nell'ultimo anno si è sensibilmente ridimensionato, smussando la domanda di beni rifugio. Anche le attese sulla riduzione del costo del denaro da parte della Fed si sono fatte più incerte. Una prospettiva, quella di un mancato taglio dei tassi, che però difficilmente verrà disattesa; sono troppi i rischi sistemici in caso di mancata decisione, e questo rappresenterebbe un elemento di sostegno per l'oro a scapito del

dollaro USA. Nel nostro scenario, il metallo aureo ridurrà parte della sua componente speculativa pur continuando a prezzare le preoccupazioni legate all'indipendenza della Fed, alla robustezza del ciclo americano (e mondiale), al rischio geopolitico globale e un livello generale dell'inflazione più alto che in passato, consentendogli di mantenere una dinamica di deciso consolidamento anche nei prossimi anni, pur con una maggior volatilità. Discorso analogo per l'**argento** che, dopo il forte rialzo e i record segnati a inizio ottobre, rischia di subire l'effetto di trascinamento generato dal possibile storno dell'oro. Pensiamo che il **platino** possa indebolirsi nel breve, superato l'effetto positivo generato dalla domanda sostitutiva nel comparto della gioielleria, visto il fortissimo rincaro subito dall'oro che spinge la manifattura a ripiegare su metalli rari alternativi. Sempre ai margini di questo processo il **palladio** dovrebbe restare indietro rispetto agli altri metalli, penalizzato dal suo legame con la crisi del settore automobilistico.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.11.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.594,2	22,7	24,7	56,9	57,3
Oro (\$)	4.146,2	22,6	24,1	57,9	56,8
Argento (\$)	51,2	32,9	53,2	68,3	74,3
Platino (\$)	1.553,3	15,4	42,7	67,3	71,0
Palladio (\$)	1.401,0	27,5	41,6	41,6	53,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: lo storno dell'oro ci appare inevitabile in questo fine anno, pur non precludendo un possibile recupero nel medio termine ma rafforzando la sensazione che la dinamica rialzista sia comunque in frenata. Le nostre previsioni sono improntate alla prudenza e in linea col consenso della maggior parte degli analisti di mercato (Outlook Neutrale). Le fisiologiche prese di profitto dei tanti investitori che hanno cavalcato il rialzo del metallo aureo non impediranno alle quotazioni di consolidare. I fattori strutturali alla base del rialzo non sono mutati. Il ciclo monetario espansivo della Fed, incerto nel breve, dovrebbe proseguire nel corso del 2026. Le tensioni geopolitiche restano persistenti e presenti anche il prossimo anno. L'incertezza della politica economica statunitense e gli acquisti da parte delle banche centrali mondiali, pur se minori, resteranno tutti elementi ancora in campo. Stimiamo che il 4° trimestre possa chiudersi a un livello medio di 3.900 dollari l'oncia, col grosso della debolezza concentrato a cavallo d'anno e fino alla metà del 2026. I target medi annuali sono: 3.800 dollari per il 2026, 3.900 per il 2027, 4.000 per il 2028, 4.100 per il 2029 e 4.200 dollari l'oncia per il 2030 (con le ultime due stime da considerarsi più come una robusta tendenza).

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.146,2	4.000,0	4.000,0	4.000,0	4.000,0	3.500,0
Argento (\$)	51,2	46,6	46,4	47,0	45,5	38,9
Platino (\$)	1.553,3	1.527,5	1.600,0	1.570,0	1.525,0	1.450,0
Palladio (\$)	1.401,0	1.300,0	1.300,0	1.300,0	1.206,5	1.063,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.146,2	3.900	3.750	3.800	3.800	3.900
Argento (\$)	51,2	46,0	44,0	43,0	43,5	45,5
Platino (\$)	1.553,3	1.550	1.475	1.450	1.465	1.500
Palladio (\$)	1.401,0	1.300	1.200	1.145	1.175	1.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

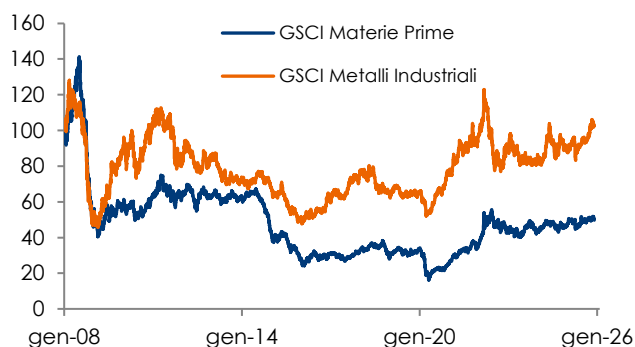
Metalli industriali: stabili in vista della futura domanda

Temi immutati sui Metalli Industriali che continuano a trarre beneficio dal calo evidente delle tensioni commerciali e dalle aspettative di aumento della domanda nei prossimi anni. Si consolida anche questo mese il recupero dei Metalli Industriali che, in questo finale di 2025, stanno rafforzando la performance annuale (+17%) e riducendo lo svantaggio rispetto ad altri comparti, restando al secondo posto, preceduti solo dal rialzo (inferiore al mese scorso) dei Preziosi. Non modifichiamo le nostre previsioni che ipotizzano un probabile rialzo dei prezzi nel 2026, con il rame stimato stabilmente intorno a 11.000 dollari la tonnellata (rialzi maggiori in caso di tensioni sull'offerta); l'alluminio dovrebbe consolidare a ridosso dei 3.000 dollari come lo zinco, mentre il nickel resterà caratterizzato da una maggiore volatilità, in un ampio range di oscillazione intorno ai 15.000 dollari, sempre a causa dello stretto legame con le decisioni in arrivo dall'Indonesia, il paese che ormai controlla oltre la metà dell'offerta mondiale. Non cambiano gli elementi positivi che dovrebbero influenzare il comparto. Si rafforza l'aspettativa di una robusta domanda globale, che ha resistito alla fase di incertezza generata dall'introduzione delle tariffe statunitensi, e ora beneficerà delle minori tensioni commerciali. Si rinforza inoltre l'idea di una diversa composizione dei fattori che influenzeranno i futuri consumi di metalli. Accanto alla transizione energetica, propulsore della domanda negli ultimi anni, si affianca ora la richiesta strutturale che arriverà dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale. L'imprescindibile realizzazione di data center, di reti energetiche e di hardware specifico stimolerà l'utilizzo massiccio di tutti i principali metalli industriali, tra cui rame, alluminio, zinco e acciaio. Al netto delle stime di mercato che ipotizzano che il fabbisogno energetico legato allo sviluppo di queste tecnologie, entro il 2050, aumenterà di oltre 10 volte (ovvero il 20% del consumo elettrico mondiale) e che iniziano a suscitare qualche perplessità, è innegabile che un incremento delle reti elettriche nei paesi sviluppati sarà inevitabile. Una prospettiva che, necessariamente, non potrà che alimentare la domanda di materiali per cavi, trasformatori e linee di trasmissione elettrica. A far da controaltare a questa eventualità restano le difficoltà dal lato dell'offerta. Come più volte ripetuto, gli scarsi investimenti strutturali in tutta la catena produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) seguitano a rappresentare il principale elemento di rischio quando la domanda si riprenderà e diventerà urgente. Un quadro prospettico che ha tutti i connotati per generare una forte pressione rialzista sulle quotazioni del comparto.

Cina: fra accordi commerciali, Terre Rare e i dubbi sulla ripresa dell'economia nel 2026. Prosegue la collaborazione fra Cina e Stati Uniti volta a rimuovere tutte le possibili divergenze e accordarsi sui dazi. Gli incontri svolti nelle scorse settimane e le intese raggiunte hanno scongiurato l'entrata in vigore di ulteriori tariffe sulle importazioni cinesi e rasserenato il clima fra le due nazioni, fino al culmine rappresentato dal faccia a faccia fra i presidenti Xi Jinping e Trump in Sud Corea. Gli effetti distensivi di quell'incontro stanno ancora influenzando positivamente gli scambi commerciali. La Cina, infatti, ha deciso la sospensione del divieto di esportazione verso gli Stati Uniti di gallio, antimonio e germanio, metalli rari fondamentali per la produzione di semiconduttori e microchip. Una sospensione valida fino al 27 novembre 2026, come ha indicato il Ministero del Commercio di Pechino. Ma mentre tutte le attenzioni si concentrano sull'oro e sulle terre rare, sono i metalli industriali e, in particolare l'alluminio, a rischiare di vedere una forte crisi dei prezzi o peggio un dominio ancora maggiore della Cina. Il ruolo dominante di Pechino origina dall'ampia disponibilità di carbone che garantisce la generazione di elettricità a basso costo, consentendole di dominare il mercato mondiale. Nel caso poi dell'alluminio, nel 2024 sono stati prodotti 43 milioni di tonnellate (la domanda globale ammonta a poco più di 100 milioni), all'incirca quanto ne verrà (alla fine) prodotto quest'anno e non di più, questo perché le autorità hanno imposto un tetto massimo di capacità a 45 milioni di tonnellate, livello che sarà raggiunto proprio nel 2026, con probabili effetti rialzisti sui prezzi. Non dimentichiamo che a inizio anno ci sarà inoltre il classico calo produttivo dovuto al blocco delle attività in coincidenza con le festività del Capodanno Lunare (15-23 febbraio). Sullo sfondo restano i soliti dubbi sulla crescita economica cinese: nel 3° trimestre si è registrato il rallentamento più significativo dell'ultimo anno, poiché la crisi immobiliare e le tensioni commerciali hanno inciso negativamente sulla domanda. Il PIL è cresciuto del 4,8% nel periodo luglio-settembre, in rallentamento rispetto al 5,2% del 2° trimestre. Una frenata che non ha sorpreso eccessivamente il mercato che sposta ora

l'attenzione sulla crescita dell'ultima parte del 2025, che dovrebbe beneficiare invece della risoluzione di molte controversie commerciali con gli Stati Uniti.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.11.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.843,5	5,1	11,4	105,0
GSCI Industriali	1.920,4	16,7	24,2	41,3
Rame (\$)	10.818,0	23,4	28,4	46,1
Alluminio (\$)	2.800,5	9,8	26,4	41,7
Zinco (\$)	3.113,8	5,4	22,0	13,7
Nickel (\$)	14.872,0	-3,0	-7,8	-8,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i prezzi consolidano vicino ai massimi storici, spinti dai rischi per le forniture e in attesa dell'aumento della domanda nel medio-lungo termine.

Il rame ha toccato il massimo storico (sopra 11.000 dollari) a cavallo fra ottobre e novembre in scia all'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, che ha attenuato il rischio per la crescita economica globale e rassicurato sugli scambi commerciali fra le due economie. Non cambiano i fattori critici sull'offerta; i recenti blocchi di attività in diverse miniere hanno confermato la fragilità delle catene di rifornimento e riacceso i riflettori sulla reale disponibilità di offerta globale, sostenendo la pressione rialzista che già era presente, a causa della distorsione prodotta dai dazi sul mercato fisico. Il rame ha una lunga storia di interruzioni dell'approvvigionamento minerario, ma quest'anno il numero degli episodi e la dimensione delle mancate forniture si sono rivelati particolarmente gravi. Secondo l'International Copper Study Group (ICSG), il fatto che le maggiori miniere di rame del mondo abbiano subito inaspettati cali di produzione rischia di generare un impatto cumulato che si farà sentire anche il prossimo anno. Gli ultimi dati diffusi dall'ICSG confermano come la crescita della produzione globale di rame raffinato, nel 2025, risulterà più lenta del previsto, con un incremento intorno all'1,4% contro il 2,3% previsto in precedenza. Alle interruzioni estrattive che hanno colpito i maggiori centri minerari al mondo si sommano i ritardi e gli scarsi investimenti nel comparto (estrazione, lavorazione, approvvigionamento energetico). Di contro, crescono le stime sulla futura domanda di rame, in un'alternanza che vede la domanda derivante dalla transizione energetica (turbine eoliche o idriche, auto elettriche e infrastrutture di rete) lasciare spazio all'utilizzo nel campo dell'intelligenza artificiale (IA). La somma di un'offerta debole e una domanda robusta continuerà ad alimentare le aspettative di deficit di mercato nel 2026 (150.000-200.000 tonnellate), secondo le ultime proiezioni dell'ICSG. Ribadiamo la previsione che vede il rame consolidare attorno a una media di circa 11.000 dollari a tonnellata nel 4° trimestre 2025 e poi rimanere in media intorno a 11.700 nel 2026.

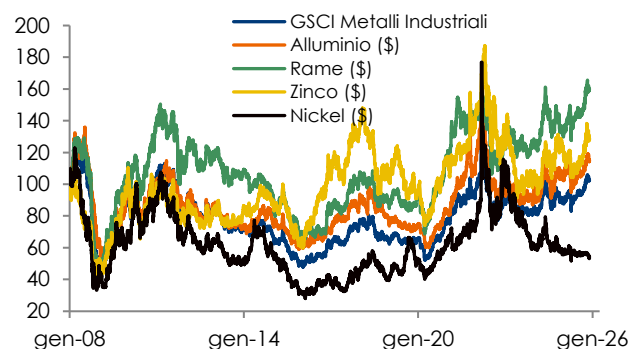
Alluminio: prezzi stabili in uno scenario ricco di molte incognite.

Accantonate le preoccupazioni legate a tariffe e dazi, gli operatori tornano a concentrarsi maggiormente sui fondamentali, col mercato fisico dell'alluminio che resta caratterizzato dall'erosione delle scorte e dai tagli produttivi dovuti all'alto costo dell'energia. Proprio quest'ultimo motivo, oltre a un'eccessiva sovrapproduzione, spingerà la Cina a contenere la sua offerta, in coincidenza però di un evidente aumento della domanda globale di alluminio. I consumi sono stimati in crescita di 2-3 milioni di tonnellate all'anno, non solo per la tendenza alla sostituzione del rame (ove possibile), i cui prezzi sono vicini ai massimi storici, ma soprattutto per le forti attese di domanda di "allumina chimica", ovvero la forma di alluminio semimetallica utilizzata per composti chimici e impieghi elettronici, derivante dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale. In attesa di capire meglio quali di queste forze prevarrà, determinando l'equilibrio sul mercato fisico dell'alluminio, la pressione che persiste sui prezzi dovrebbe consentire il consolidamento intorno agli attuali valori nel breve, e un maggior rialzo a partire dal prossimo anno e poi nel 2027.

Zinco: preoccupa la divergenza espressa dal mercato fisico fra Cina e resto del mondo. Frena il rialzo dello zinco; il movimento iniziato quest'estate è culminato coi massimi annuali, raggiunti a fine ottobre, a ridosso di 3.400 dollari. Come la maggior parte dei metalli industriali, anche il rialzo dello zinco è dovuto alla robusta domanda industriale, alla limitata offerta globale, all'indebolimento del dollaro USA e all'accresciuto interesse speculativo sui mercati finanziari. Anche lo zinco (come argento, rame e alluminio) rischia di essere investito dalla domanda legata alle nuove applicazioni digitali, elettriche e basate sull'intelligenza artificiale, dopo che nel mese di ottobre le scorte sono scese su livelli estremamente bassi a livello globale, in particolare al di fuori della Cina, il cui mercato domestico era invece in surplus di produzione. Le riserve di zinco all'LME sono calate in ottobre a circa 34.700 tonnellate, con solo 24.850 tonnellate di scorte poste in garanzia e immediatamente disponibili per il ritiro, sufficienti a coprire al massimo un giorno di consumo globale. Una situazione critica che non poteva trascinarsi a lungo e che si è trasformata in un fortissimo incentivo per la siderurgia cinese, che ha immediatamente reagito smaltendo parte della sua sovrapproduzione interna, traendo profitto dagli alti prezzi internazionali. Le esportazioni cinesi di zinco raffinato sono aumentate di oltre il 240% a cavallo fra ottobre e novembre, con gli operatori cinesi che si sono affrettati a capitalizzare la distorsione presente sul mercato fisico. Questo ha smorzato la pressione rialzista e abbassato le quotazioni dello zinco. L'inatteso colpo messo a segno da Pechino è arrivato proprio in prossimità del consueto rallentamento della siderurgia cinese che coincide con le chiusure legate alle festività del Capodanno Lunare, lasciando però immutata la prospettiva di potenziale rialzo dei prezzi nel lungo periodo (fine 2026 e poi 2027).

Nickel: le mosse dell'Indonesia restano il fattore dominante sul mercato fisico. Nessuna novità per il nickel, il cui scenario resta indissolubilmente legato al comparto minerario e siderurgico dell'Indonesia, il paese che domina il mercato fisico di questo metallo. A novembre i prezzi sono calati al minimo da quattro anni, a causa del persistente eccesso di offerta globale, alimentato dall'espansione della produzione indonesiana e dal rallentamento nella crescita della domanda nel settore delle batterie per veicoli elettrici oltre che dell'acciaio inossidabile. Le scorte del LME sono aumentate di 90.000 tonnellate nel solo 2025 (240.000 l'ammontare totale), rafforzando un persistente eccesso di offerta e indebolendo la dinamica dei prezzi nel breve termine. A questo si somma lo scetticismo del mercato: nonostante i tagli previsti alle quote di prodotto esportato (120-150 milioni di tonnellate) sancite dal Governo indonesiano, gli investitori dubitano che le riduzioni verranno realmente rispettate e che incideranno significativamente sull'offerta. Il passato ha già dimostrato che i tagli decisi ridurrebbero teoricamente l'offerta globale di circa il 35%, ma i precedenti annunci di calo delle quote non si sono tradotti in un'effettiva riduzione della produzione, mantenendo inalterata la pressione ribassista sul nickel. Finché non ci saranno prove visibili di tagli alle raffinerie o chiusure permanenti di alcune linee di produzione che riducano realmente la capacità indonesiana, è improbabile che il mercato si attenda una significativa contrazione dell'offerta. La frenata dei consumi e la sovracapacità indonesiana rischiano di continuare a frenare le quotazioni che al massimo possono sperare in un fisiologico rimbalzo che le riporti sopra i 15.000 dollari.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.11.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.920,4	7,9	12,5	13,4	16,7
Rame (\$)	10.818,0	10,0	12,6	20,2	23,4
Alluminio (\$)	2.800,5	6,2	13,7	7,2	9,8
Zinco (\$)	3.113,8	10,6	16,2	3,1	5,4
Nickel (\$)	14.872,0	-2,7	-4,6	-7,0	-3,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook di breve resta Neutrale ma resta forte la prospettiva che il comparto dei metalli sia destinato a un maggior rialzo nel medio-lungo termine.

Confermiamo le medesime considerazioni del mese scorso, con lo scenario di breve che appare caratterizzato da un equilibrio precario. Il finale di 2025 e l'inizio del prossimo anno rischiano di risentire ancora delle distorsioni sui mercati fisici generate dallo scontro commerciale scatenato da Trump, con l'anomalo accumulo di scorte negli Stati Uniti che rappresenta un ingiustificato eccesso di offerta, localizzato in un'unica area economica. La consueta stagionalità legata al Capodanno lunare cinese (il periodo dal 15 al 23 febbraio 2026) potrebbe portare altra volatilità e debolezza, vista la sospensione di molte attività siderurgiche per le festività e il conseguente calo della domanda di forniture. Nel medio-lungo termine lo scenario di fondo resta al rialzo: pesa lo strutturale sottoinvestimento che grava sul settore minerario e dell'industria del riciclo dei metalli, due fattori diversi ma che alimentano il medesimo timore di un'offerta insufficiente, specie quando la domanda si farà più forte e legata allo sviluppo delle necessarie infrastrutture elettriche (transizione energetica e intelligenza artificiale). Se la sfida di lungo periodo resta quella dell'incremento degli investimenti e del contenimento dei costi della materia prima, specie nei comparti dell'energia, dell'elettronica e dell'automobile, nel breve la grande incertezza che grava sul comparto ci fa confermare il giudizio Neutrale, con previsioni di sostanziale consolidamento per tutti i principali metalli.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	10.818,0	10.500	10.500	10.500	10.648	10.373
Alluminio (\$)	2.800,5	2.700	2.750	2.750	2.670	2.700
Zinco (\$)	3.113,8	2.900	2.900	2.800	2.800	2.721
Nickel (\$)	14.872,0	15.282	15.500	15.875	15.750	16.491

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	10.818,0	11.000	10.800	11.500	11.700	13.000
Alluminio (\$)	2.800,5	2.900	2.850	3.010	3.040	3.375
Zinco (\$)	3.113,8	3.050	3.000	3.200	3.260	3.600
Nickel (\$)	14.872,0	15.350	15.200	15.350	15.350	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: prezzi attesi stabili sul finale d'anno

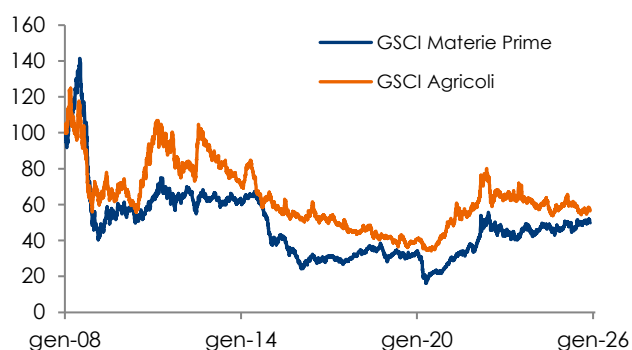
Il comparto agricolo consolida in questo finale d'anno con l'unica novità degli acquisti di soia americana da parte di Pechino. Il cambiamento climatico resta la principale minaccia di lungo termine. I prezzi delle derrate alimentari hanno registrato una sostanziale stabilità sulle principali piazze di scambio nell'ultimo mese, ad eccezione della soia che ha visto un rincaro (contenuto), sulla scia dell'accordo stipulato fra Washington e Pechino. Gli operatori tirano le somme sulla resa delle colture, sull'effettiva dimensione della produzione stagionale con la conclusione definitiva dei raccolti nell'emisfero settentrionale. Calano le tensioni commerciali sul comparto agricolo (mentre non si riducono assolutamente in altri ambiti) dopo la stipula degli importanti accordi fra Stati Uniti, **Europa** e **Giappone**, e finalmente anche con la **Cina**. Non a caso, nonostante il contesto di forte incertezza legato a dinamiche commerciali complesse, le quotazioni delle derrate alimentari sono apparse stabilizzarsi, come ribadito anche a novembre dalla FAO. Prosegue il recupero delle soft commodity, prodotti di consumo considerati non primari che, in caso di crisi economica, ora scongiurata, sarebbero stati abitualmente penalizzati nelle scelte di acquisto. Infine, resta il fattore di incertezza legato ai prezzi del petrolio, in teoria previsti in calo a causa delle aspettative di surplus di offerta ma che subiscono le nuove tensioni fra Washington e Mosca. Il rincaro del greggio è infatti un costo aggiuntivo che impatta su molteplici fattori produttivi agricoli come carburanti, concimi e fertilizzanti.

Cambia l'approccio tariffario sulle derrate alimentari da parte dell'amministrazione Trump.

Anche la pressione statunitense verso i Paesi Emergenti fornitori di alimenti è calata. Il presidente Trump ha firmato, lo scorso 14 novembre, un ordine per **abbassare i dazi statunitensi sulle importazioni agricole** come zucchero, cacao, banane, caffè e pomodori, mentre il suo Governo è sotto pressione da parte degli elettori alle prese con l'aumento dei prezzi proprio delle derrate alimentari. Quest'ultima è una voce di spesa ritenuta molto importante per le famiglie americane, specie in vista delle festività di fine anno che abitualmente vedono aumentare questo tipo di consumi. La decisione presa riguarda i prodotti che non sono realizzati o coltivati principalmente negli Stati Uniti e che vengono acquistati da paesi con cui l'Amministrazione USA ha già stipulato accordi commerciali. Allo studio invece un'altra proposta esecutiva, volta ad estendere le esenzioni anche sui prodotti provenienti da paesi che non hanno sottoscritto intese commerciali, una notizia non confermata che dimostrerebbe l'effetto negativo delle tariffe applicate alle importazioni agricole statunitensi. Le nuove esenzioni riguarderebbero carne bovina e agrumi, sebbene il presidente Trump non abbia ancora preso una decisione definitiva. L'aumento delle importazioni di carne bovina, così come quello di arance, è già un tema di forte tensione interna; gli allevatori statunitensi e i coltivatori di agrumi della West Coast protestano, affermando che questa scelta sarebbe in totale contrasto con la strategia di Trump volta a favorire ed incrementare le produzioni nazionali. Al contrario, con grande favore è stato accolto l'accordo stipulato con la **Cina**, lo scorso ottobre, in Corea del Sud fra Trump e Xi Jinping. L'intesa segna il ritorno dei cinesi nel mercato della soia statunitense dopo una sospensione durata qualche anno e seguita proprio alla battaglia commerciale avvenuta nel corso del primo mandato presidenziale di Trump. Dopo quei fatti, Pechino aveva pressoché azzerato la dipendenza dal comparto agricolo statunitense riducendo, di conseguenza, la sua esposizione ad eventuali rappresaglie tariffarie. Ristabilire una catena di approvvigionamento che funzionava ha ridato slancio alle quotazioni, in particolare della soia, e contemporaneamente tolto incertezza a tutto il comparto agricolo. Washington ha dichiarato che i cinesi si impegnano ad acquistare 12 milioni di tonnellate di soia statunitense entro la fine di quest'anno. A questo seguiranno altri 25 milioni di tonnellate all'anno nei prossimi tre anni. La Cina non ha realmente confermato tali cifre, ma le recenti transazioni commerciali mostrano che un allineamento verso queste richieste è in atto. COFCO Group, il principale spedizioniere statale cinese, ha registrato circa 20 carichi di soia americana destinati ai porti domestici. Le transazioni ammonterebbero a quasi 1 milione di tonnellate e la consegna è prevista fra dicembre e gennaio, con le spedizioni in partenza dai porti del Pacifico Nord-Occidentale e dai terminal portuali meridionali degli Stati Uniti che affacciano sul Golfo del Messico. Il commercio di soia fra Stati Uniti e Cina è stato valutato oltre 12 miliardi di dollari lo scorso anno; questo lascia intendere come sia stato uno dei

pilastri delle trattative commerciali, anche questa volta, fra le due economie. A lato, però, la strategia cinese di approvvigionamento alternativo non muta. Pechino conferma di voler approfondire la cooperazione con la Russia in materia di investimenti, energia, agricoltura e altri settori, in particolare incrementando le importazioni agricole e alimentari di alta qualità di Mosca, in un'ottica di maggior intesa e contrasto delle ingerenze americane.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.11.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.843,5	5,1	11,4	105,0
GSCI Agricoli	483,8	-6,0	-7,6	32,5
Mais (\$ cent)	423,5	-7,6	-8,6	0,8
Frumento (\$ cent.)	527,3	-4,4	-3,9	-10,4
Soia (\$ cent)	1.124,8	12,7	-15,5	-5,0
Cotone (\$ cent)	62,4	-8,7	-22,3	-11,8
Cacao	4.999,0	-57,2	18,5	67,0
Zucchero	14,9	-22,6	-44,7	0,9
Caffè (Arabica)	414,2	29,5	131,8	261,7
Caffè (Robusta)	4.559,0	-9,2	72,0	233,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

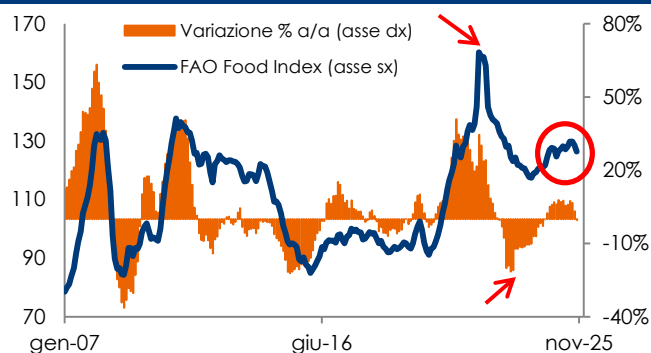
L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari si contrae anche ad ottobre. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso leggermente (-1,6% m/m) anche ad ottobre (dopo il calo di settembre) registrando una media di 126,4 punti, rispetto ai 128,5 punti (rivisto da 128,8) dello scorso mese, al punto da azzerare la performance annuale, ritornando al valore dell'ottobre 2024. I cali generalizzati di tutti i sottoindici, ad eccezione degli oli vegetali, hanno determinato questo risultato. **L'indice dei prezzi dei cereali** è diminuito dell'1,3% rispetto a settembre a causa del calo di tutte le componenti. I prezzi mondiali del grano sono diminuiti per il 4° mese consecutivo, riflettendo principalmente l'ampia offerta globale, le favorevoli prospettive di produzione nell'emisfero australe, dove è in corso la raccolta, e il costante progresso della semina del grano invernale nell'emisfero settentrionale. L'indice dei cereali secondari è sceso dell'1,1% a ottobre, con quotazioni più basse per orzo, mais e sorgo. La pressione al ribasso sui prezzi è stata in parte compensata dalle notizie di minor resa del mais nell'Unione Europea e potenzialmente anche negli Stati Uniti d'America, a cui si sono sommate le aspettative di nuovi accordi commerciali tra Cina e Stati Uniti, in particolare sui cereali ad uso zootecnico. L'indice dei prezzi del riso è sceso del 2,5% m/m, a causa dell'intensificarsi della concorrenza sui mercati e dell'inizio dei raccolti principali in diversi paesi esportatori dell'emisfero settentrionale. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali** è l'unico componente ad essere salito mensilmente dello 0,9% m/m. L'aumento riflette le quotazioni più elevate degli oli di palma, colza, soia e girasole. In particolare, il rincaro dell'olio di palma sconta le aspettative di una minore disponibilità di prodotto esportabile, come conseguenza dell'aumento previsto dall'Indonesia degli obblighi di miscelazione del biodiesel a partire dal 2026. I prezzi dell'olio di girasole sono aumentati per il 4° mese consecutivo, in gran parte a causa delle limitate forniture provenienti dalla regione del Mar Nero. I rincari dell'olio di colza e di soia sono dovuti invece, rispettivamente, alla persistente scarsità di scorte nell'Unione Europea e alla maggiore domanda interna di Brasile e Stati Uniti. **L'indice dei prezzi della carne** è calato del 2,5% m/m (pur restando al rialzo del 4,8% a/a). Dopo otto aumenti mensili consecutivi, la diminuzione è stata trainata dalle forti riduzioni della carne suina, del pollame e della carne ovina, parzialmente compensate però dall'aumento delle quotazioni della carne bovina. La carne suina è diminuita a causa del calo delle esportazioni dall'Unione Europea verso la Cina a seguito dell'introduzione di nuovi dazi. Il pollame è sceso per via delle restrizioni al prodotto imposte dalla Cina al Brasile, nell'ambito dell'influenza aviaria, che hanno generato un forte invenduto. Al contrario, i prezzi della carne bovina hanno continuato a salire grazie alla solida domanda globale. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito del 3,4% a

ottobre. Nonostante questo calo, l'indice resta del 2,7% sopra al livello dell'anno precedente. Tutte le componenti sono scese: il burro è diminuito del 6,5%, il latte intero in polvere del 6,0%, il latte scremato in polvere del 4,0% e il formaggio dell'1,5%. Il continuo calo del burro ha riflesso in gran parte l'ampio export registrato dall'Unione Europea e dalla Nuova Zelanda. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è sceso del 5,3% rispetto a settembre, il secondo calo mensile che porta lo zucchero al di sotto del livello di settembre 2024 e al punto più basso da dicembre 2020. La diminuzione è stata determinata principalmente dalle aspettative di abbondanti forniture globali di zucchero. Nelle principali regioni di coltivazione in Brasile le condizioni meteorologiche favorevoli hanno facilitato la resa delle piantagioni. Le maggiori produzioni previste in Thailandia e in India alimentano le prospettive di una maggior offerta globale di zucchero, incidendo negativamente sui prezzi. Inoltre, il calo dei prezzi internazionali del petrolio ha esercitato un'ulteriore pressione al ribasso sui prezzi mondiali, a causa della minore domanda da parte del settore dei biocarburanti.

FAO: nuovo rialzo della previsione per la produzione cerealicola mondiale per la stagione 2025/26.

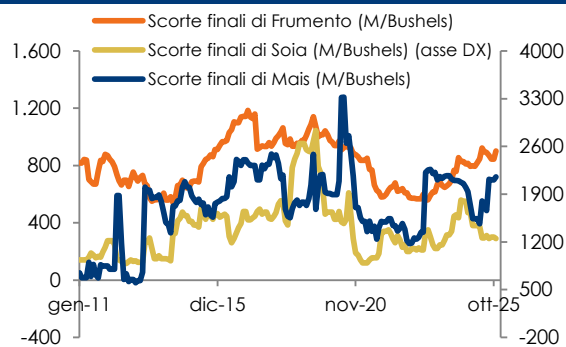
Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di novembre, la FAO ha rivisto al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025-26, attesa ora a 2.989,6 milioni di tonnellate da 2.971,1 milioni di ottobre (+18,5 milioni di tonnellate). L'aumento del 4,4% rispetto allo scorso anno è dovuto al generale incremento dei raccolti in tutte le aree cerealicole, con la crescita maggiore su base annua prevista per il mais e la minore per il riso; entrambe le produzioni sono destinate a raggiungere nuovi massimi storici. La produzione globale di cereali secondari (che include anche il mais) dovrebbe ora raggiungere 1.614 milioni di tonnellate dal precedente dato di 1.605 tonnellate (+9 milioni rispetto alla stima di ottobre). La FAO ha aumentato le previsioni per la produzione di grano a 819,2 milioni di tonnellate, dalla stima di 809,7 milioni di tonnellate del mese scorso. La produzione mondiale di riso dovrebbe attestarsi a 556,4 milioni di tonnellate (immutata da ottobre) e sempre legata alla riduzione delle limitazioni alla commercializzazione di tutti i tipi di riso in India. Si prevede che il consumo di cereali, nel 2025/26, resti sostanzialmente invariato a 2.929,2 milioni di tonnellate dai 2.930,1 milioni di ottobre, con un aumento dell'1,8% rispetto all'anno precedente. L'uso dei cereali per l'alimentazione animale crescerà del 2,1% a/a, con i principali produttori come Brasile e Stati Uniti che destineranno più mais alla produzione zootecnica, mentre in Asia sarà l'acquacoltura a richiedere forti importazioni di grano per mangimi. Si prevede che il consumo umano di cereali si stabilizzerà su livelli alti, riflettendo sia gli effetti della crescita demografica che i gradualmente cambiamenti nelle abitudini alimentari. Le scorte globali di cereali sono viste crescere ancora entro la fine del 2026, raggiungendo il livello record di 916,3 milioni di tonnellate (900,2 milioni il dato precedente). Sulla base delle nuove previsioni, il rapporto tra scorte e consumo di cereali a livello globale nel 2025/26 dovrebbe salire al 31,1%, da 30,6%, in linea con lo scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento annuo del 3,2% per il commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 499,5 milioni di tonnellate, dai 497,1 milioni stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (novembre 2025)

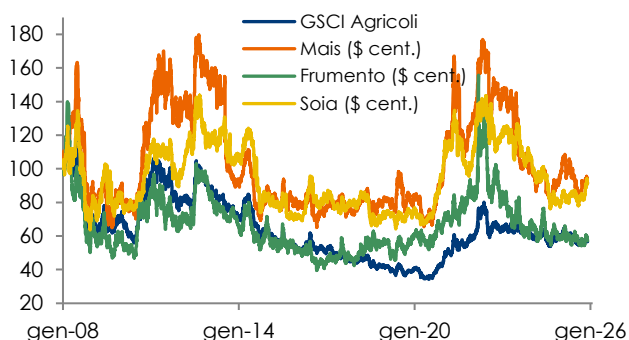
Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (novembre 2025)

WASDE: il report di novembre risente dello shutdown USA. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, 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, alcune fonti di dati statunitensi, solitamente utilizzate, non risultano utilizzabili per questo WASDE. Le stime globali per il **grano** per il 2025/26 prevedono una produzione mondiale in aumento a 828,89 milioni di tonnellate da 816,20 milioni, con incrementi diffusi per la maggior parte dei principali esportatori, tra cui Kazakistan, Argentina, Unione Europea, Stati Uniti, Australia, Russia e Canada. Il consumo globale è visto in crescita di 4,3 milioni di tonnellate, raggiungendo gli 818,9 milioni da 814,5 precedenti, principalmente grazie al maggiore utilizzo per mangimi da parte di Russia, Kazakistan ed Europa. Il commercio globale è stimato in aumento a 217,21 milioni di tonnellate (da 214,72), grazie alle maggiori esportazioni di Argentina, Australia e Kazakistan, solo in parte compensate da una riduzione per la Russia. Le scorte finali previste per il 2025/26 sono in crescita di 7,4 milioni di tonnellate, raggiungendo quota 271,43 milioni, da 264,06 milioni di tonnellate. La produzione globale di **mais** è stata sostanzialmente confermata a 1.286,23 milioni di tonnellate da 1.286,58 milioni di tonnellate. Si prevede un aumento della produzione in Messico e nell'UE, parzialmente compensati dal calo in Egitto. Il consumo mondiale è stimato in rialzo a 1.296,54 milioni di tonnellate (da 1.289,36). Le importazioni mondiali sono previste in calo, raggiungendo 191,12 milioni di tonnellate (rispetto ai 193,20 milioni stimati in precedenza), mentre le esportazioni saliranno a 203,47 milioni di tonnellate da 201,71 milioni. Le scorte finali globali per il 2025/26 sono viste stabilizzarsi a 281,34 milioni, in linea col precedente dato di 281,40 milioni. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata in aumento di circa 3 milioni di tonnellate, a 1.576,13 milioni di tonnellate (da 1.572,93). Il consumo mondiale è atteso in crescita a 1.585,89 milioni di tonnellate, rispetto ai 1.576,40 milioni del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 247,31 milioni di tonnellate dai 244,72 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in marginale aumento a 310,80 milioni di tonnellate, rispetto ai 309,97 del mese di settembre. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025/26 è stata rivista al ribasso a 421,75 milioni di tonnellate, rispetto ai 425,87 milioni stimati nel report precedente. Le esportazioni globali sono attese in lieve aumento a 187,97 milioni di tonnellate (da 187,78 milioni), grazie a +0,5 milioni di tonnellate per il Brasile e +2,3 milioni per l'Argentina, in parte compensate dalle minori esportazioni per Stati Uniti e Ucraina. Analogamente, le importazioni mondiali sono stimate in minimale crescita a 186,41 milioni di tonnellate (contro i 186,21 milioni precedenti). Le scorte finali globali sono previste in calo di 2 milioni di tonnellate, raggiungendo i 121,99 milioni (da 123,99) a causa delle minori riserve per Argentina, Brasile, Stati Uniti, UE, Ucraina e India, in parte compensate da scorte maggiori in Cina.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.11.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	483,8	0,3	-5,3	-3,1	-6,0
Mais (\$ cent.)	423,5	9,3	-7,8	0,8	-7,6
Frumento (\$ cent.)	527,3	3,5	-2,8	-2,3	-4,4
Soia (\$ cent.)	1.124,8	9,3	6,1	14,4	12,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: prosegue il consolidamento dei prezzi di cereali e coloniali. Migliora il clima sul comparto agricolo visto il costante venir meno dell'incertezza sugli scambi mondiali, grazie alle

recenti intese commerciali stipulate (in particolare quella fra Washinton e Pechino) e all'inatteso cambio di approccio dell'amministrazione Trump che ha "ammorbidito" le tariffe su molte derrate alimentari importate negli Stati Uniti. Scongiurati anche i dubbi sui consumi legati a un possibile calo della domanda. Le minori tensioni sul commercio mondiale hanno contribuito al parziale miglioramento delle stime di crescita delle principali economie mondiali – che sono ancora attese rallentare ma in maniera contenuta – rasserenando il clima e fugando gran parte dei timori sull'eventuale calo della richiesta sia di cereali che di soft commodity. Un contesto che ci spinge a riaffermare la nostra previsione di consolidamento dei cereali lungo tutto l'orizzonte temporale. Nel lungo periodo, le preoccupazioni maggiori restano le conseguenze del cambiamento climatico, che rischia di gravare sui volumi e sulla resa dei raccolti, proprio nel momento in cui la domanda di alimenti si rafforza, spinta da uno scenario meno fosco e dall'espansione demografica. Al netto delle intese raggiunte, permane una certa pressione commerciale verso alcuni paesi emergenti, dove si coltivano gran parte delle varietà di merci coloniali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	423,5	426,0	430,0	450,0	456,4	460,0
Frumento (cent. \$)	527,3	520,0	540,0	555,0	565,0	580,0
Soia (cent. \$)	1.124,8	1.055,0	1.080,0	1.132,5	1.100,0	1.120,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	423,5	430	430	430	435	460
Frumento (\$ cent.)	527,3	530	540	560	565	610
Soia (\$ cent.)	1.124,8	1.050	1.050	1.100	1.100	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

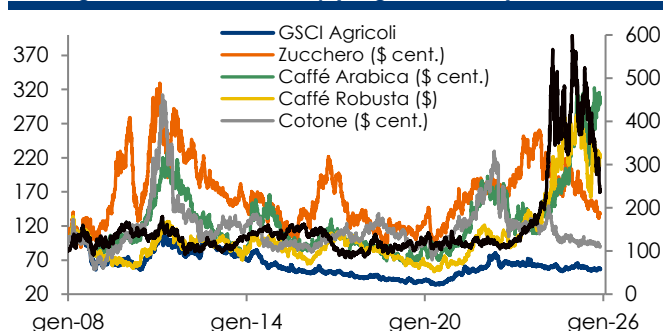
Calano le preoccupazioni sulle tariffe, dopo il raggiungimento di molte intese commerciali e il cambio di rotta dell'amministrazione Trump proprio verso alcuni alimenti come frutta, caffè, zucchero e cacao, esentati, o in procinto di esserlo, dai dazi precedentemente imposti. Una scelta obbligata dopo le numerose proteste per il rincaro di questi prodotti esotici, inevitabilmente provenienti da agricolture e paesi diversi dagli Stati Uniti e abitualmente consumati dagli americani. Questo cambio di strategia ha generato due conseguenze. La prima è quella di aver ridotto l'impatto negativo dovuto all'incertezza delle tariffe, assicurando sulla fluidità delle transazioni commerciali, col risultato di abbassare la pressione rialzista sulla maggior parte delle soft commodity. La seconda è quella di aver ripotato il focus degli operatori sui fondamentali specifici di ogni singola materia prima, con l'auspicio di ottenere una maggior efficacia analitica e previsiva.

Cotone: il marginale surplus di offerta stimato per il 2026 e lo stabile equilibrio fra domanda e offerta frenano i prezzi. Le quotazioni del cotone proseguono il loro debole movimento laterale rimanendo tra i 61 e i 66 centesimi di dollaro per libbra, negli ultimi mesi. Una dinamica che appare come il risultato del sostanziale equilibrio di mercato fra domanda e offerta e delle stime di modesto surplus per la stagione 2026. Le previsioni per il 2025/26, contenute nel WASDE di novembre, mostrano una produzione, un consumo, un volume del commercio e un livello delle scorte più elevati rispetto alle previsioni di settembre. La produzione globale di cotone è prevista in aumento di 2,4 milioni di balle, con aumenti di 1 milione di balle in Cina, circa 900.000 balle negli Stati Uniti e 500.000 balle in Brasile. Il commercio mondiale è visto crescere di 300.000 balle e il consumo di 50.000 balle. Le scorte iniziali sono aumentate di oltre 400.000 balle, riflettendo in gran parte la revisione dei dati commerciali relativi alla stagione 2024/25 effettuata in molti paesi produttori, così come le scorte finali globali sono viste salire di circa 2,8 milioni di balle, raggiungendo quota 75,9 milioni. Le recenti stime di ottobre, diffuse dall'ICAC (International Cotton Advisory Committee), indicano che le scorte finali di cotone a livello mondiale, in questo 2025, scenderanno al livello più basso dal 2012, a causa del forte calo in Cina. Tuttavia, i dati sulla domanda e sull'offerta globali per il 2026 rimarranno sostanzialmente in linea con le proiezioni del mese scorso: produzione mondiale a 25,43 milioni di tonnellate e consumo a 25,40 milioni di

tonnellate. La recente debolezza dei prezzi del petrolio, causata dall'effetto combinato di attese di surplus e ipotesi di fine della guerra in Ucraina, ha leggermente abbassato i costi del poliestere, senza però alimentare un corposo effetto di sostituzione fra la fibra naturale e il filato sintetico. Si conferma dunque un quadro complicato e incerto sul mercato del cotone, che ci spinge a una stima di blando rialzo lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Zucchero: timidi segnali di recupero delle quotazioni in questo finale d'anno. Nelle ultime settimane abbiamo assistito al movimento di recupero dei prezzi dello zucchero che sono risaliti dal minimo annuale registrato a inizio novembre di 14 dollari. Il movimento è iniziato sulle indiscrezioni in arrivo dall'India, col Ministero dell'Alimentazione che ha dichiarato di valutare l'ipotesi di aumentare il prezzo dell'etanolo utilizzato per la miscelazione della benzina. Una scelta che potrebbe incoraggiare gli zuccherifici indiani a dirottare la canna da zucchero verso la produzione di etanolo anziché verso quella del dolcificante, riducendo così le forniture disponibili e rincarando il prezzo sui mercati globali. Ha sortito il medesimo effetto anche una seconda dichiarazione del Ministero indiano che intende consentire ai produttori di esportare solo 1,5 milioni di tonnellate di zucchero nella stagione in corso, un volume al di sotto delle precedenti stime di 2 milioni. L'India ha introdotto un sistema di quote per le esportazioni di zucchero già dalla stagione 2022/23, dopo che le piogge tardive avevano inciso pesantemente sul raccolto e limitato le forniture domestiche. A frenare i rincari sui mercati internazionali sono poi arrivate le recenti valutazioni dell'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), che ha ribadito la sua previsione di surplus di 1,625 milioni di tonnellate di zucchero per quest'anno, dopo il deficit di 2,916 milioni di tonnellate registrato lo scorso anno. L'ISO ha confermato che l'eccesso di offerta dipende dall'aumento della produzione in India, Thailandia e Pakistan. Ad agosto, l'ISO aveva previsto un deficit di sole 231.000 tonnellate per la campagna di commercializzazione in corso; le nuove stime sono quindi decisamente superiori alle precedenti. L'ISO prevede inoltre una crescita del +3,2% annuo della produzione globale che dovrebbe raggiungere 181,8 milioni di tonnellate nel 2026. Dello stesso avviso anche la CONAB, l'agenzia agricola brasiliana, che lo scorso 4 novembre ha aumentato la sua stima sulla produzione di zucchero brasiliana per il 2025/26 a 45 milioni di tonnellate, rispetto ai precedenti 44,5 milioni. UNICA (Brazilian Sugarcane and Bioenergy Industry Association) ha confermato che la percentuale di canna da zucchero macinata per la produzione di dolcificante nella seconda metà di ottobre è aumentata al 46,02%, rispetto al 45,91% dello stesso periodo dell'anno scorso, un altro segnale della grande abbondanza di offerta da parte di uno dei principali produttori mondiali. Ancora una volta si riconferma quindi un quadro complicato per i fondamentali dello zucchero che non prelude però un recupero dei prezzi, seppur modesto, lungo tutto il nostro orizzonte temporale.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.11.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	483,8	0,3	-5,3	-3,1	-6,0
Cotone	62,4	-5,4	-5,6	-14,7	-8,7
Cacao	4.999,0	-37,2	-48,8	-43,6	-57,2
Zucchero	14,9	-9,1	-13,8	-29,5	-22,6
Caffè (arabica)	414,2	6,2	14,7	34,3	29,5
Caffè (robusta)	4.559,0	-6,3	-3,8	-8,5	-9,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: si rafforzano le prospettive di prezzi alti per entrambe le varietà di caffè. Prosegue la risalita dei prezzi del caffè iniziata dal mese di settembre. Un movimento originato dalle minori aspettative sui volumi dei raccolti per i principali produttori mondiali, a causa delle condizioni climatiche avverse e dei dazi imposti dal presidente Trump sulle importazioni americane dal

Brasile, solo recentemente rimodulati al ribasso. Proprio quest'ultimo evento ha rallentato il rialzo in atto da alcune settimane ma certamente non può ancora incidere sul processo di erosione delle riserve di caffè, registrato negli ultimi mesi alle principali borse merci, che ha alterato l'offerta sui mercati, proprio a causa dell'imposizione delle tariffe americane. La decisione americana difficilmente potrà riequilibrare l'insieme di elementi che invece rischiano di sostenere ancora le quotazioni di entrambe le varietà di caffè. Se il rinvio dell'Unione Europea di altri 12 mesi dell'EUDR (l'insieme di regole volte a contrastare l'approvvigionamento di alimenti provenienti da paesi che tollerano la deforestazione) consentirà a torrefattori e importatori di caffè di avere più tempo per adeguare la loro filiera produttiva, permane un forte rischio di contrazione dell'offerta. La questione meteorologica resta il principale problema che incide sui volumi e sulla qualità dei raccolti. Le forti piogge hanno ritardato la raccolta nelle piantagioni di Robusta in Vietnam. Somar Meteorologia, il principale centro meteo in Brasile, segnala che le piantagioni di Arabica del Minas Gerais hanno ricevuto solo 19,8 mm di pioggia nelle scorse settimane, ovvero solo il 42% della media storica, col rischio che il volume e la qualità zuccherina dei chicchi di caffè sia inferiore alle attese. L'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO), lo scorso 7 novembre, ha segnalato che le esportazioni globali di caffè per l'attuale campagna di commercializzazione (ottobre 2025-settembre 2026) sono calate dello 0,3% a/a nel mese di ottobre, attestandosi a 138,658 milioni di sacchi. Infine, ribadite le stime ufficiali sulla produzione brasiliana da parte di CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), pubblicate a inizio settembre e ribadite nelle scorse settimane. Il raccolto complessivo 2025/26 è visto in calo di 471.000 sacchi rispetto ai dati di maggio, a 55,2 milioni di sacchi (da 55,7 milioni), ma in aumento dell'1,8% rispetto al 2024/25. La produzione di Arabica è fissata a 35,15 milioni di sacchi, con un calo dell'11,2%. Quella di Robusta, invece, potrebbe raggiungere il livello senza precedenti di 20,1 milioni di sacchi, con un aumento del 37,2%. Il significativo taglio nella stima della produzione di Arabica (-1,83 milioni di sacchi) è dunque solo parzialmente compensato dalla revisione al rialzo della produzione di Robusta (+1,4 milioni di sacchi). I dubbi sui reali volumi del raccolto in Brasile e i bassi livelli delle scorte, al netto della parziale rimozione dei dazi statunitensi, dovrebbero comunque consentire ai prezzi di restare mediamente alti e intorno ai livelli attuali.

Cacao: il calo dei prezzi può essere contrastato solo dai consumi stagionali di fine anno. Dopo che la modifica del prezzo minimo garantito per i coltivatori in Costa d'Avorio e Ghana aveva depresso le quotazioni del cacao in ottobre, c'è stata un'ulteriore accelerazione al ribasso nelle ultime settimane, coi prezzi che sono scesi ai minimi da 2 anni, depressi da una nuova serie di fattori specifici. Il primo elemento è inerente all'offerta con le aspettative di un raccolto abbondante in Africa Occidentale che stanno impattando sui prezzi. I rapporti dei coltivatori in Costa d'Avorio segnalano il buono stato di salute delle piante di cacao, mentre il recente clima secco ha contribuito all'essiccazione delle fave già raccolte, riducendone l'umidità e amplificando la qualità e la resa una volta lavorate. Anche i coltivatori del Ghana sottolineano come il clima favorevole stia consentendo ai baccelli di cacao di svilupparsi più rapidamente, facendo ben sperare sul volume e sulla qualità del raccolto. Il secondo elemento riguarda il rinvio dell'EUDR, il regolamento introdotto dall'Unione Europea per contrastare la deforestazione nei Paesi Emergenti da cui il mercato continentale si approvvigiona (cacao, caffè, soia, zucchero). Procrastinare di un anno l'entrata in vigore di questi vincoli attenua le preoccupazioni relative all'offerta di prodotti agricoli in arrivo da Africa, Indonesia e Sud America, dove le regole ambientali vengono violate, col risultato di ridurre la pressione sui prezzi. Nella stessa direzione anche la diminuzione delle tariffe sull'importazione di cacao effettuata da Trump, col fine di ridurre i costi per il consumatore americano. Il terzo elemento riguarda invece le attese di indebolimento della domanda, mentre si moltiplicano gli allarmi lanciati dalle principali sigle che riuniscono le aziende dell'industria dolciaria. Dall'Europa, all'Asia al Nord America si teme un forte ridimensionamento degli stagionali consumi in vista delle festività di fine anno, un timore che sta portando gli operatori del settore a limitare gli acquisti di materia prima che abitualmente si registrano in questo periodo. L'aumento dei consumi di fine anno in concomitanza delle festività, benché sia atteso essere inferiore rispetto al passato, dovrebbe comunque consentire un recupero dei prezzi in questo finale di 2025.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	62,4	67,0	70,0	70,3	70,0	71,0
Cacao	4.999,0	6.200	5.700	5.950	6.500	5.850
Zucchero	14,9	16,7	17,1	15,5	17,8	17,6
Caffè (Arabica)	414,2	350,0	320,0	340,0	296,5	330,0
Caffè (Robusta)	4.559,0	4.425	4.000	3.350	3.463	4.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.11.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	62,4	65	65	65	65	66
Cacao	4.999,0	6.200	5.700	5.400	5.300	4.700
Zucchero	14,9	15,0	15,0	15,5	15,8	17,0
Caffè (Arabica)	414,2	400	390	380	385	380
Caffè (Robusta)	4.559,0	4.700	4.500	4.300	4.325	4.300

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 formata 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 30.10.2025.

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) 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