

Mensile Materie Prime
Si allentano le tensioni, ma resta qualche nube all'orizzonte
Energia: outlook Neutrale, il surplus di offerta del 2026 frenerà il petrolio

Le aspettative di surplus di offerta freneranno le quotazioni petrolifere, sollecitate al rialzo solo dalle nuove tensioni con la Russia. A nostro avviso, quotazioni petrolifere in area 60-65 dollari al barile rappresenterebbero livelli compatibili con attese di surplus più contenute e intorno a 1 milione di barili al giorno, un volume di prodotto facilmente gestibile dal mercato e non in grado di turbarne eccessivamente l'equilibrio. Gas europeo stabile ma l'inizio dei consumi invernali ha immediatamente inciso sulle scorte, partite da un livello inferiore alla media degli ultimi anni.

Metalli preziosi: outlook Neutrale da Mod. Positivo, prese di profitto diffuse

Il concreto ciclo di ribasso dei tassi da parte della Fed, i costanti record messi a segno da Wall Street e la sensazione di una maggiore imprevedibilità sul futuro sono tutti elementi che gravano ancora sullo scenario e che potrebbero ulteriormente sostenere i beni rifugio, come i Preziosi, e consentire all'oro di registrare anche nuovi massimi ma con una dinamica che sembra rallentare.

Metalli industriali: outlook ora Neutrale ma candidato a migliorare in futuro

E' probabile che i prezzi possano muoversi al rialzo nel 2026, con il rame stimato stabilmente a 11.000 dollari la tonnellata (possibili picchi fino a 12.500 dollari in caso di compressione dell'offerta); l'alluminio dovrebbe stabilizzarsi a ridosso dei 3.000 dollari come lo zinco, mentre il nickel resta candidato a una maggior volatilità, in un ampio range di oscillazione intorno ai 15.000 dollari, visto il deciso legame con le decisioni di politica economica dell'Indonesia.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale da Mod. Positivo, consolidamento dei prezzi

Confermata la nostra previsione di consolidamento lungo tutto l'orizzonte temporale, ad eccezione della soia, il cui andamento rialzista di breve è stato provocato dalle attese sull'accordo USA-Cina. Nel lungo periodo, le minacce maggiori restano le conseguenze del cambiamento climatico sui raccolti, proprio nel momento in cui la domanda di alimenti tornerà consistente, sorretta da uno scenario meno fosco e dall'espansione demografica.

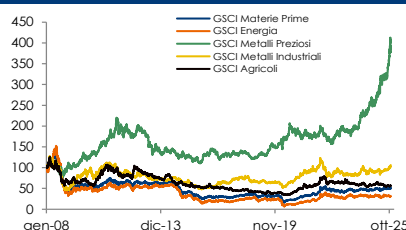
■ Soft Commodity:

- ☐ **Cotone:** il marginale surplus di offerta stimato per il 2026 non sembra incidere sui prezzi.
- ☐ **Zucchero:** nessun segnale di recupero (per ora) per le quotazioni dello zucchero.
- ☐ **Caffè:** permangono forti rischi al rialzo per i prezzi di entrambe le varietà.
- ☐ **Cacao:** frenato dall'aumento del prezzo in Costa d'Avorio e da raccolti abbondanti.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.10.25	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.914,4	7,1	8,5	135,1
GSCI Energia	631,5	-0,8	-3,2	203,7
GSCI Met. Preziosi	4.413,6	51,1	96,4	103,8
GSCI Met. Industriali	1.980,5	20,3	28,1	56,8
GSCI Prod. Agricoli	485,9	-5,6	-7,5	39,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su al 29.10.2025

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

30 ottobre 2025 - 15:00 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

30 ottobre 2025 - 15:05 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Ott.	Set.
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. Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2025	2024
WTI	-15,7	0,1
Brent	-13,0	-3,1
Gas naturale	-7,1	44,5
Gasolio	3,3	-7,4
Oro	50,8	27,5
Argento	63,8	21,4
Rame	27,5	2,4
Alluminio	13,1	7,0
Zinco	8,9	11,9
Nickel	0,2	-7,7
Mais	-5,3	-2,7
Frumento	-3,5	-12,2
Soia	8,2	-22,8
Cotone	-3,5	-15,6
Caffè Arabica	22,2	69,8

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 29.10.2025

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.10.2025 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il surplus di offerta impedirà l'eccessivo rincaro del petrolio

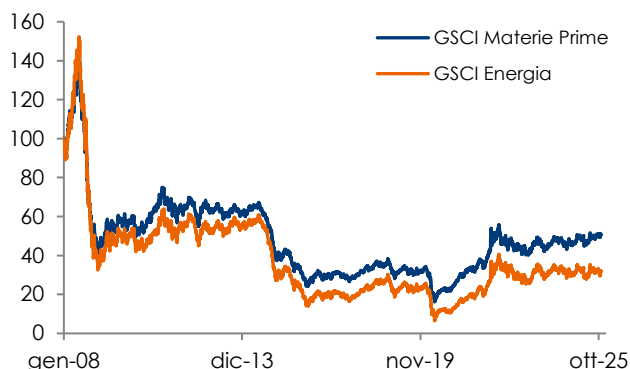
Si riaccendono le tensioni commerciali e lo scontro fra Stati Uniti, Cina e Russia. L'aumento dell'incertezza delle ultime settimane ha avuto un impatto negativo sul comparto delle materie prime, un asset class considerata "rischiosa" che viene penalizzata dagli investitori in caso di aumento dell'avversione al rischio. Le tensioni fra Stati Uniti e Cina e fra i presidenti Trump e Putin hanno riportato l'attenzione sia sulla guerra commerciale che sulla mancata risoluzione della questione in Ucraina. L'introduzione da parte di Pechino di una nuova serie di restrizioni sulle "terre rare", intese sia come materiale grezzo che come prodotto semilavorato o finito, che abbia cioè subito un qualsiasi processo di lavorazione cinese. Le società straniere avranno bisogno di un permesso delle autorità cinesi per esportare magneti che contengano almeno lo 0,1% di terre rare o che siano stati prodotti usando sue tecnologie. La Casa Bianca ha risposto con la minaccia di dazi al 100% (e poi al 155%) su tutti i prodotti cinesi in ingresso negli Stati Uniti e una stretta sull'export di software e alta tecnologica verso Pechino. Il tentativo di non sottostare al controllo della filiera delle terre rare da parte della Cina (circa il 70% dell'estrazione mondiale) ha visto anche la stipula di un nuovo accordo commerciale con l'Australia, di circa 9 miliardi dollari, per sbloccare investimenti e produzione di terre rare. Gli Stati Uniti dipendono per l'80% del loro fabbisogno dal gigante asiatico mentre i volumi reali della recente intesa con Sydney ammonterebbero a malapena a un 2-3% del fabbisogno. In questo senso, la mossa di Trump è parsa più un avvertimento al presidente Xi, in vista dell'incontro in Sud Corea. L'altro dossier aperto resta quello sull'Ucraina; la minaccia di sanzioni americane a carico di Rosneft e Lukoil, col fine di colpire le forniture di greggio russo verso l'India, nasconde in realtà un duplice obiettivo: persuadere gli indiani (e di rimbalzo anche i cinesi) a non acquistare da Mosca e aumentare la pressione verso il presidente Putin affinché torni al tavolo delle trattative. La conseguenza più recente è stata un recupero sia del comparto Energia (petrolio e gas) che dei Metalli Preziosi, tornati ad essere acquistati come asset difensivo dopo le fisiologiche prese di profitto, seguite ai massimi storici di oro, e ai record di argento, platino e palladio di inizio ottobre.

L'OPEC+ aumenta l'offerta di +137.000 barili giornalieri a novembre. L'Arabia Saudita, la Russia e altri sei membri dell'OPEC+ hanno deciso di aumentare la loro produzione di 137.000 barili al giorno a novembre, eliminando il medesimo ammontare di tagli volontari. Un aumento minimo che i produttori hanno giustificato con le stabili prospettive economiche globali e i solidi fondamentali del mercato petrolifero, a cui si somma il basso livello delle scorte. Una scelta prudente del Cartello che vuole evitare ulteriori pressioni ribassiste sui prezzi, depressi dalla minor domanda e da stime di forte surplus per la fine di quest'anno e per il 2026. In aggiunta, se è vero che formalmente da gennaio Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi, Kuwait, Kazakistan, Oman e Algeria hanno aumentato le loro quote di circa 2,5 milioni di barili al giorno, è pur vero che verificando i volumi, poco più del 60% è realmente finito sul mercato. Alcuni paesi stanno ancora compensando le precedenti sovrapproduzioni mentre altri faticano tecnicamente ad aumentare repentinamente la loro offerta. L'OPEC+ deciderà i livelli produttivi di dicembre il 2 novembre.

Il mercato petrolifero resta guidato dalle attese di surplus. L'attenzione degli operatori del mercato petrolifero resta focalizzata sulla prospettiva di crescente surplus che potrebbe formarsi sul mercato, come conseguenza della strategia di incremento della produzione dell'OPEC+. Una larga fetta dei volumi aggiuntivi di greggio si è tramutata in consumo domestico, senza mai divenire una reale fornitura commercializzabile, confermando che l'effettiva maggior offerta, realmente confluita sul mercato negli ultimi mesi, è sempre stata al di sotto di quanto promesso. I dati restano però inequivocabili: l'offerta complessiva dell'OPEC+ è comunque cresciuta passando dal minimo di 40 milioni di barili giornalieri (mb/g) del 2024 agli stimati 42,5 mb/g per il 2025, il maggior incremento del post-Covid. Anche questo mese, IEA e EIA (rispettivamente l'Agenzia Internazionale dell'Energia e l'Agenzia statunitense) confermano di attendersi un surplus di offerta che potrebbe anche superare 1,5 milioni di barili giornalieri, il prossimo anno. Se le stime di sovrapproduzione e di accumulo di scorte dovessero realmente verificarsi, i prezzi di Brent e WTI scenderebbero fino a 50 dollari al barile nei prossimi due anni, una prospettiva che appare molto difficile da realizzare. L'andamento delle quotazioni delle ultime settimane lascia

trasparire che, al netto del timore di fondo di un eccesso di offerta, le tensioni geopolitiche, i rischi per le forniture (specie di India e Cina) e una domanda comunque robusta e in crescita impediscono un eccessivo storno dei prezzi petroliferi. 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

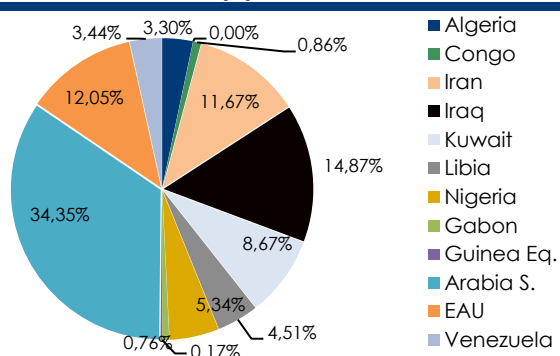
	Valore 29.10.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.914,4	7,1	8,5	135,1
GSCI Energia	631,5	-0,8	-3,2	203,7
WTI (\$)	60,5	-15,7	-26,5	69,0
Brent (\$)	64,9	-13,0	-25,8	73,3
Gas Naturale (\$)	3,4	-7,1	0,7	0,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel Monthly Oil Market Report (MOMR) di ottobre, 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, rivisto marginalmente al ribasso dai 106,6 mb/g dello scorso mese). La domanda di greggio rivolta all'OPEC+ è stimata in aumento da 42,5 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 (+0,4 mb/g su base annua, invariata rispetto al mese scorso) a 43,1 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, immutata rispetto alla stima precedente). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe aumentare da 54,0 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, invariato) a 54,6 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariato). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono scese di circa 500.000 barili, a 2.761 milioni di barili complessivi, corrispondenti a 60,2 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di ottobre (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. L'IEA prevede che la domanda globale possa crescere da 103,1 mb/g nel 2024 (invariata rispetto alle stime del mese scorso) a 103,8 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a, rappresentando ancora il ritmo più lento in 16 anni, escludendo il calo del 2020 dovuto all'impatto del Covid), rivista in marginale ribasso dai 103,9 mb/g di settembre. Per il prossimo anno, la domanda è stimata a 104,5 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g a/a, in marginale ribasso dai 104,6 mb/g dello scorso mese). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da una media di 70,4 mb/g nel 2024 (invariata) a 72,0 mb/g nel 2025 (+1,6 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 71,9 mb/g del mese scorso) e a 73,2 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 73,1 mb/g delle stime del mese scorso), guidata dai rialzi produttivi di Stati Uniti, Canada, Brasile, Argentina e Guyana. 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 26,2 mb/g nel 2025 (-1,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 26,3 mb/g del mese scorso) e a 25,4 mb/g nel 2026 (-0,8 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 25,6 mb/g della stima precedente). Per concludere, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di ottobre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 102,9 mb/g nel 2024 (invariato dal mese scorso) a 104,0 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 103,8 mb/g del mese scorso) e a 105,1 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, immutato 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,

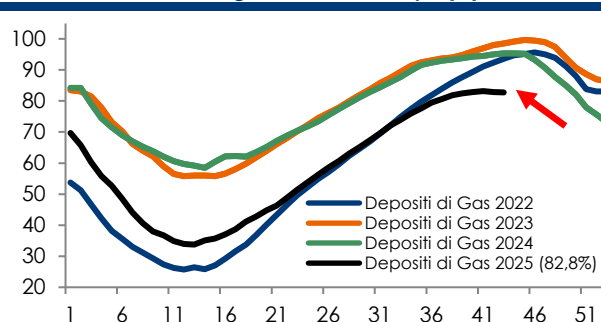
rivisto al rialzo dai 72,1 mb/g della precedente stima) e a 73,5 mb/g nel 2026 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 73,0 mb/g del mese scorso), segnando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 27,1 mb/g nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso), per poi aumentare a 27,8 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a, da 27,7 mb/g del mese precedente) e a 27,9 mb/g nel 2026 (+0,1 mb/g a/a, in rialzo da 27,8 mb/g del mese scorso). L'EIA ha ribadito di aspettarsi un incremento delle scorte di greggio, l'anno prossimo (e relativo surplus), come conseguenza dell'aumento della produzione dei Paesi OPEC+, segnalando però che anche lo scorso mese i produttori dell'Alleanza non hanno centrato i target assegnati, restando al di sotto dei livelli concordati.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.09.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

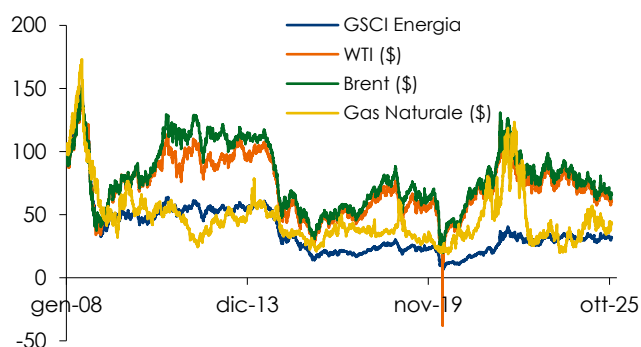


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 26.10.2025

Il TTF (il gas europeo) resta stabile mentre l'Europa si accorda per eliminare le forniture di metano russo entro il 2027.

Il TTF, il gas europeo, resta stabile nella fascia di prezzo 30-40 euro per MWh metabolizzando la decisione dello scorso 20 ottobre che ha visto i Ministri dell'Energia dei paesi dell'Unione Europea concordare di eliminare gradualmente le importazioni di gas dalla Russia entro la fine del 2027. La proposta della Commissione Europea, riguardante non solo il residuale metano via tubo ma anche il gas naturale liquefatto (GNL) proveniente dalla Russia, è stata giudicata efficace ma 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. A questa decisione si sono opposte soltanto Ungheria e Slovacchia, due paesi fortemente dipendenti dalle forniture energetiche di Mosca. Con il via libera dei Ministri dell'Energia, la questione passa ora al Parlamento Europeo che dovrebbe analizzare e approvare la proposta prima del nuovo anno. Con la stretta europea sul gas russo e i nuovi sforzi dell'amministrazione Trump per convincere il presidente Putin a tornare a trattare, l'autunno 2025 potrebbe diventare un punto di svolta non solo per la sicurezza del sistema energetico dell'Europa ma anche per il conflitto in Ucraina. Le scorte di gas in Europa, salite al ritmo più lento degli ultimi anni, si sono fermate poco sopra l'83% della capienza dei depositi. Il consumo per la generazione termica e il riscaldamento degli ambienti è già iniziato e questo ha immediatamente inciso sui livelli, iniziati a scendere in anticipo di oltre 3 settimane rispetto agli ultimi 4 anni. Per il gas naturale europeo inizia la stagione più critica, aggravata dall'assenza delle spedizioni russe attraverso l'Ucraina, dai livelli di riempimento degli stoccaggi ai minimi dal 2021 e dall'inevitabile incremento stagionale della domanda. 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 a rischio: se è vero che l'accordo con gli Stati Uniti garantisce forniture costanti, la logistica, le tempistiche e la lavorazione di questi approvvigionamenti stridono con l'immediatezza che caratterizza invece le forniture via gasdotto, specie ora che i flussi dalla Russia sono destinati ad azzerarsi, come conseguenza delle decisioni prese dall'Europa.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.10.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	631,5	-6,5	11,5	10,8	-0,8
WTI (\$)	60,5	-13,6	3,9	-11,8	-15,7
Brent (\$)	64,9	-11,4	2,9	-10,5	-13,0
Gas Naturale (\$)	3,4	10,9	1,5	18,7	-7,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: le aspettative di surplus di offerta freneranno le quotazioni petrolifere, sollecitate al rialzo solo dalle nuove tensioni con la Russia; gas europeo stabile ma l'inizio dei consumi invernali ha immediatamente inciso sulle scorte, partite da un livello inferiore alla media degli ultimi anni. I fattori che guideranno il comparto energetico nei prossimi trimestri appaiono chiarissimi. I produttori OPEC+ continueranno ad accelerare la rimozione dei tagli volontari all'offerta. L'attenzione di tutti gli operatori sul mercato petrolifero è rivolta al reale ammontare del surplus produttivo che si concretizzerà nel 2026. Una prospettiva che limiterà il rialzo dei prezzi del greggio ma generando effetti diversi a seconda dell'effettivo eccesso di offerta. Se si dovessero realmente sfiorare i 2 milioni di barili giornalieri in più, il prossimo anno, i prezzi del greggio sarebbe destinati a calare intorno ai 50-55 dollari, un'eventualità che ci appare veramente improbabile. A nostro avviso, quotazioni petrolifere in area 60-65 dollari al barile rappresenterebbero livelli compatibili con attese di surplus più contenute e intorno a 1 milione di barili al giorno, un volume di prodotto facilmente gestibile dal mercato e non in grado di turbarne eccessivamente l'equilibrio. Una prospettiva decisamente più coerente con le recenti stime espresse sulla futura domanda di petrolio che resterà robusta il prossimo anno. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Più insidioso lo scenario sul gas naturale: il cambio di regime adottato dall'Europa sulle riserve ha già ottenuto un primo risultato, ovvero aver fermato l'accumulo nei depositi poco sopra l'83%, il livello medio più basso degli ultimi anni. Un inizio di stagione invernale più freddo del solito ha immediatamente incrementato i consumi, avviando l'erosione delle riserve con un anticipo di almeno 2-3 settimane rispetto all'abituale. Il processo di totale abbandono delle forniture russe di metano (gasdotti e prodotto liquefatto) entro il 2027, promosso dalla Commissione Europea, ha innalzato il livello delle preoccupazioni dei principali gestori nazionali. Pur mantenendo dei target di prezzo rialzisti per il TTF (ma contenuti), non escludiamo che i rischi siano comunque più sbilanciati verso un ulteriore rincaro dei costi del metano, viste le tante incertezze che gravano sul sistema energetico europeo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	29.10.25	2025	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	60,5	60,0	57,4	58,3	59,9	65,0
Brent (\$)	64,9	63,0	61,0	61,3	62,5	67,0
Gas Naturale (\$)	3,4	3,8	4,1	3,6	3,9	4,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	29.10.25	2025	2026	2026	2026	2027
WTI (\$)	60,5	60,0	59,0	59,0	59,0	60,0
Brent (\$)	64,9	63,0	63,0	63,0	63,0	64,0
Gas Naturale (\$)	3,4	3,8	3,9	4,0	4,0	4,2
TTF (€/MWh)	31,7	36,0	34,0	30,5	30,0	24,0

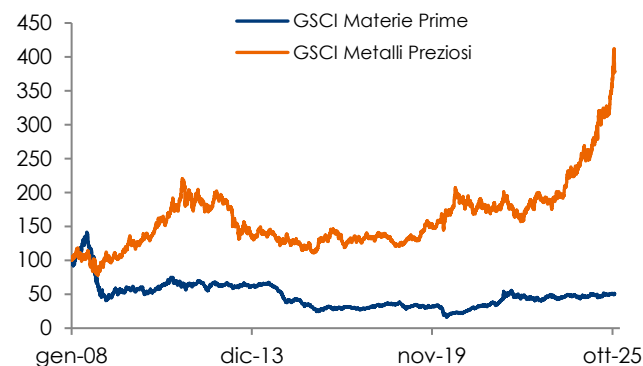
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: prese di profitto dopo la lunga corsa rialzista

Le minori preoccupazioni geopolitiche e sul commercio hanno favorito le prese di profitto sui

Preziosi. Il ribasso del mercato dei Preziosi delle ultime settimane ha interrotto bruscamente un rialzo che aveva visto sia l'oro che l'argento raggiungere nuovi massimi storici. Nonostante la recente riduzione del rischio a causa delle minori preoccupazioni geopolitiche, sul commercio e sulla solidità dei crediti concessi a famiglie e imprese, l'esposizione azionaria dei grandi operatori finanziari resta altissima e questo non consente di escludere la possibilità che uno storno delle borse inneschi una nuova domanda di investimenti difensivi. La stipula di moltissimi accordi commerciali ha ridotto la tensione provocata dal piano tariffario globale dell'Amministrazione Trump: questo ha consentito alle quotazioni dei mercati azionari di crescere, nonostante uno scenario di tensioni geopolitiche costanti. La fragile pace a Gaza ha consentito di abbassare, almeno temporaneamente, l'avversione al rischio sui mercati, mentre la riapertura del dialogo fra Stati Uniti e Cina allontana i rischi di una nuova escalation della guerra commerciale fra i due colossi economici. I Preziosi hanno beneficiato delle fortissime aspettative di taglio dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve statunitense entro la fine dell'anno; una volta che questa prospettiva si è fatta decisamente concreta, una parte delle posizioni è stata liquidata, capitalizzando i profitti. Pensiamo che il dollaro, che ha già sostanzialmente metabolizzato questa prospettiva, limiterà i ribassi (area 1,20 in media contro euro nei prossimi 6-12 mesi) tornando a intercettare parte dei flussi di investimento in uscita dall'oro e dagli altri metalli rari. Discorso analogo per il cosiddetto "debasement trade", in cui una parte degli investitori si sono ritirati dal debito sovrano e dalle valute dei paesi più a rischio in termini di deficit di bilancio per posizionarsi su asset più sicuri, benché non remunerativi. Non appena queste paure si sono affievolite e i flussi di liquidità sono tornati verso i principali titoli di stato, le quotazioni dei metalli ne hanno immediatamente risentito.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

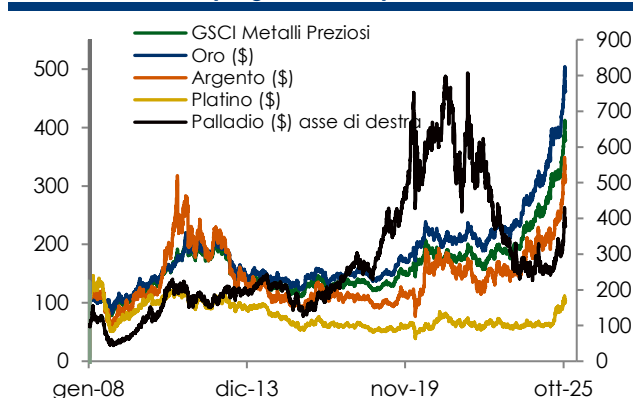
	Valore 29.10.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.914,4	7,1	8,5	135,1
GSCI Met. preziosi	4.413,6	51,1	96,4	103,8
Oro (\$)	3.994,9	50,8	99,9	112,6
Argento (\$)	48,1	63,8	106,2	103,3
Platino (\$)	1.597,8	75,9	70,7	88,5
Palladio (\$)	1.419,8	55,3	25,6	-35,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Dopo lo storno fisiologico ribadiamo lo scenario di forte consolidamento per il comparto dei Preziosi, sul finale d'anno. 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 in area 4.400 dollari l'oncia, ha stornato pesantemente, con ribassi violenti e rapidi che mai si erano visti nel recente passato. 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, le tensioni geopolitiche persistenti, l'incertezza sulla politica economica statunitense e gli acquisti massicci da parte delle banche centrali mondiali restano tutti elementi ancora in campo. Ci attendiamo che l'oro scambi attorno a una media di circa 3.900 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2025, portandosi poi mediamente intorno ai 3.800 dollari nel 2026. Uno scenario che tuttavia non esclude ulteriori possibili fiammate rialziste, che potrebbero spingere il metallo aureo a testare nuovi record storici. Discorso analogo per l'**argento** che, dopo il forte ribasso seguito ai record segnati a inizio mese,

potrebbe beneficiare dell'effetto di trascinamento generato dal possibile recupero dell'oro. Pensiamo che il **platino** possa limitarsi a consolidare nel breve, ancora sostenuto dalla domanda nel comparto della gioielleria, visto il fortissimo rincaro subito dall'oro che spinge la manifattura a ripiegare su metalli rari alternativi, per poi calare nel corso del 2026. Sempre ai margini di questo processo il **palladio** dovrebbe restare indietro rispetto agli altri metalli, penalizzato dal suo stretto legame col settore automobilistico, tuttora in crisi.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.10.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	4.413,6	21,0	21,9	41,0	51,1
Oro (\$)	3.994,9	21,1	20,7	43,3	50,8
Argento (\$)	48,1	27,6	47,2	42,0	63,8
Platino (\$)	1.597,8	17,8	64,8	57,5	75,9
Palladio (\$)	1.419,8	15,0	51,1	23,2	55,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: lo storno dell'oro non preclude un possibile recupero entro fine anno ma la sensazione che la dinamica sia in frenata si fa più evidente.

Il nostro scenario di previsione passa a Neutrale, dopo il calo di tutto il comparto delle ultime settimane. Il concreto ciclo di ribasso dei tassi da parte della Fed, i costanti record messi a segno da Wall Street e la sensazione di una maggiore imprevedibilità sul futuro sono tutti elementi che gravano ancora sullo scenario e che potrebbero ulteriormente sostenere i beni rifugio, come i Preziosi, e consentire all'oro di tornare a registrare anche nuovi massimi ma all'interno di una dinamica che sembra rallentare. Anche lo scenario sul dollaro inizia a dar segni più concreti di cambiamento. Dopo che la valuta americana è stata la vera vittima dello scontro sui dazi – subendo in pieno i riflessi negativi delle politiche commerciali di Trump – il biglietto verde sembra aver metabolizzato la svolta espansiva della Fed, limitando i ribassi futuri. Questo è un elemento che potrebbe minacciare l'oro frenandone l'ulteriore spinta rialzista, costituendo il dollaro un investimento difensivo alternativo al metallo aureo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.994,9	3.800,0	3.800,0	3.900,0	3.900,0	3.393,6
Argento (\$)	48,1	43,5	44,0	43,8	44,5	38,8
Platino (\$)	1.597,8	1.500,0	1.550,0	1.460,0	1.450,0	1.420,0
Palladio (\$)	1.419,8	1.150,0	1.170,0	1.150,0	1.125,0	1.050,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	3.994,9	3.900	3.750	3.800	3.800	3.900
Argento (\$)	48,1	46,0	44,0	43,0	43,5	45,5
Platino (\$)	1.597,8	1.550	1.475	1.450	1.465	1.500
Palladio (\$)	1.419,8	1.300	1.200	1.145	1.175	1.200

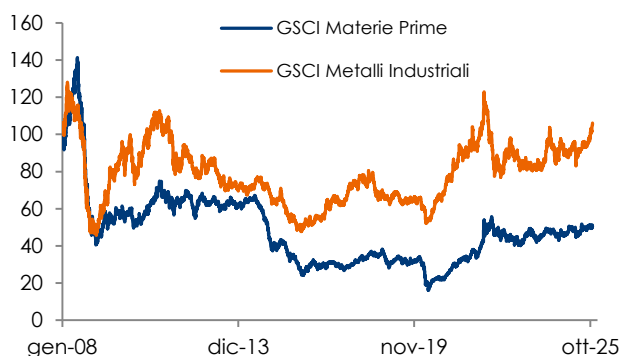
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: fra minori tensioni commerciali e aspettative sul futuro

Le minori tensioni commerciali e le attese di forte domanda nei prossimi anni sembrano migliorare lo scenario sui Metalli Industriali. Questo finale di 2025 vede i Metalli Industriali recuperare parte dello svantaggio rispetto ad altri comparti migliorando la performance da inizio anno (+20%), collocandosi al secondo posto, preceduti solo dallo straordinario rialzo dei Preziosi. E' probabile che i prezzi possano muoversi al rialzo nel 2026, con il rame stimato stabilmente intorno a 11.000 dollari la tonnellata (possibili picchi fino a 12.500 dollari in caso di compressione dell'offerta); l'alluminio dovrebbe stabilizzarsi a ridosso dei 3.000 dollari come lo zinco, mentre il nickel resta candidato a una maggior volatilità, in un ampio range di oscillazione intorno ai 15.000 dollari, visto il deciso legame con le decisioni di politica economica dell'Indonesia, responsabile di oltre la metà dell'offerta mondiale. Le prospettive positive sui Metalli si basano sulla robustezza della domanda globale, che ha resistito alla confusione generata dall'introduzione delle tariffe statunitensi, e ha tratto beneficio delle minori tensioni commerciali, seguite ai molteplici accordi stipulati dagli Stati Uniti. Cambiano i fattori che influenzeranno i consumi; accanto alla transizione energetica, motore della domanda di metalli negli ultimi anni e in prospettiva, emerge con forza il tema strutturale legato all'intelligenza artificiale, alla conseguente realizzazione di data center che genereranno una richiesta massiccia di tutti i principali metalli industriali, tra cui rame, alluminio, zinco, acciaio. Le stime di mercato indicano che il fabbisogno energetico legato allo sviluppo di queste tecnologie, entro il 2050, possa crescere di oltre 10 volte arrivando ad assorbire il 20% della domanda elettrica mondiale. Una prospettiva che, inevitabilmente, non potrà che alimentare la domanda di materiali per cavi, trasformatori e linee di trasmissione elettrica. Dal lato dell'offerta, come più volte ripetuto, gli scarsi investimenti strutturali in tutta la catena produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) continuano a rappresentare il principale elemento di rischio quando la domanda si riprenderà. L'incidente avvenuto a settembre nella miniera di Grasberg, in Indonesia (la più grande miniera di oro e la seconda miniera di rame al mondo), ha evidenziato la fragilità delle catene di approvvigionamento, mandando subito in crisi il mercato fisico e allarmando gli operatori sui rischi di deficit strutturale.

Cina: l'accordo commerciale con gli Stati Uniti e i dubbi sulla forza del ciclo economico. La Cina e gli Stati Uniti hanno raggiunto un accordo di massima sui dazi. Al termine degli incontri svolti nelle scorse settimane, i negoziatori hanno annunciato un'intesa preliminare che scongiura l'entrata in vigore di ulteriori tariffe sulle importazioni cinesi del 100%, con l'obiettivo nemmeno troppo celato di rasserenare il clima in vista dell'incontro fra i presidenti Xi Jinping e Trump in Sud Corea (durante il confronto è prevista anche una discussione sulla guerra in Ucraina e la pressione che Xi potrebbe esercitare sul presidente Putin). Se ai due leader spetta il compito di finalizzare politicamente l'intesa, saranno poi i tecnici a doverla invece riempire di contenuti. Al netto delle minori tensioni commerciali che comporta quest'accordo, scongiurando un'ulteriore escalation dello scontro fra le due potenze, i dettagli restano piuttosto scarni. Il rinvio delle limitazioni sulle terre rare e l'impegno cinese a un maggior acquisto di cereali e prodotti per l'agricoltura di matrice statunitense appaiono ancora piuttosto vaghi. Sullo sfondo restano i dubbi su quanto il ruolo, storicamente centrale della Cina, possa incidere sul comparto dei Metalli Industriali. La crescita economica della Cina ha registrato nel 3° trimestre 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, senza sorprendere eccessivamente il mercato che da tempo esprime molti dubbi sulla reale forza del ciclo cinese. A settembre la produzione industriale è cresciuta al massimo degli ultimi tre mesi, raggiungendo il 6,5% su base annua, in accelerazione rispetto all'aumento del 5,2% registrato in agosto e superando le previsioni pari a +5,0%. Le vendite al dettaglio hanno registrato invece un modestissimo recupero, il minore degli ultimi 10 mesi, attestandosi al +3,0% m/m rispetto al 3,4% di agosto, seppur in linea con le previsioni (+3,0%). Un dato che non è strettamente legato al comparto dei metalli ma che certifica come l'asfittica domanda interna fatichi a sostituire il calo delle richieste estere.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.10.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.914,4	7,1	8,5	135,1
GSCI Industriali	1.980,5	20,3	28,1	56,8
Rame (\$)	11.183,5	27,5	37,4	66,5
Alluminio (\$)	2.887,0	13,1	27,4	56,2
Zinco (\$)	3.215,5	8,9	30,6	27,4
Nickel (\$)	15.366,0	0,2	-16,9	1,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i prezzi consolidano su livelli già alti, supportati da aspettative di medio-lungo termine ancora positive.

Riassorbita la volatilità generata dalle politiche commerciali del presidente Trump, il calo delle tensioni ha ulteriormente spinto le quotazioni del rame, in deciso aumento da inizio anno. La vicenda legata al blocco della miniera di Grasberg, in Indonesia (la seconda per estrazione di rame al mondo), ha alimentato i dubbi sulle catene di rifornimento e sulla reale disponibilità di offerta globale, generando un'altra inconsueta pressione rialzista che si è sommata all'altrettanto anomala distorsione del mercato fisico, prodotta dai dazi. Gli ultimi dati diffusi dall'International Copper Study Group (ICSG) segnalano 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. I motivi di questa revisione sono legati ai ritardi e agli scarsi investimenti in diversi progetti minerari, a cui si sono sommate le interruzioni estrattive che hanno colpito i maggiori centri minerari al mondo in Cile, Perù e Congo, oltre alla stessa Indonesia. Al contrario, aumentano ancora le stime sulla futura domanda di rame, mutata nelle sue componenti: dal ruolo chiave nella transizione energetica (turbine eoliche o idriche, auto elettriche e infrastrutture di rete) ora l'attenzione è tutta rivolta all'utilizzo nel campo dell'intelligenza artificiale (IA) e all'impiego bellico, visti i nuovi piani di spesa militare. La domanda per reti elettriche è quella con le previsioni di maggior crescita. Tutti i settori elencati richiederanno enormi quantità di rame per i cavi delle infrastrutture necessarie. L'effetto combinato di un'offerta debole e una domanda robusta sta alimentando le aspettative di un nuovo deficit di mercato nel 2026 (150.000-200.000 tonnellate), secondo le ultime proiezioni dell'ICSG. Ci attendiamo che il rame possa 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.

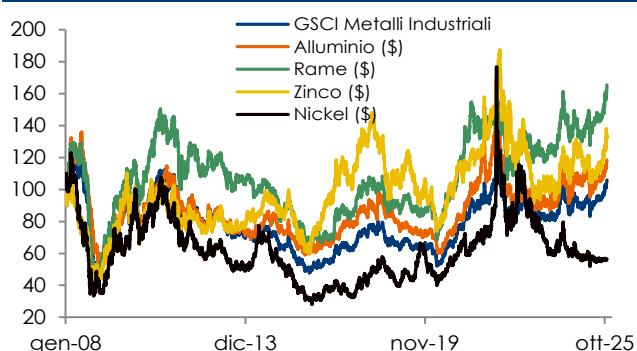
Alluminio: prezzi in rialzo ma resta un mercato con molte incognite. Metabolizzate dal mercato le conseguenze della politica commerciale dell'amministrazione Trump, gli operatori tornano a concentrarsi maggiormente sui fondamentali, con l'alluminio sostenuto dai prelievi di scorte e dai tagli produttivi dovuti all'alto costo dell'energia. Secondo i dati dell'International Aluminium Institute (IAI), la produzione globale di alluminio si è attestata a 12,884 milioni di tonnellate a settembre, in calo del 3,3% rispetto ai 13,321 milioni di tonnellate del mese precedente. Tra queste, la produzione cinese ha rappresentato la quota maggiore, con una produzione stimata di 7,95 milioni di tonnellate, seguita dall'Oceania con 1,424 milioni di tonnellate e da Africa e Asia (esclusa la Cina) con 1,207 milioni di tonnellate. Nel periodo considerato, la produzione di "allumina chimica" (ovvero la forma di alluminio semi metallica utilizzata per composti chimici e impieghi elettronici) ha raggiunto le 746.000 tonnellate, in calo rispetto alle 808.000 tonnellate del mese precedente; la produzione di "allumina metallurgica" (ovvero la forma fisica classica dell'alluminio) è stata di 12,138 milioni di tonnellate, anch'essa in calo rispetto ai 12,513 milioni di tonnellate di agosto. In attesa di capire meglio quanto sia stabile l'attuale equilibrio raggiunto sul mercato fisico dell'alluminio, la pressione che persiste sui prezzi dovrebbe consentire il consolidamento intorno agli attuali valori nel breve, rimandando un maggior rialzo al 2027.

Zinco: preoccupa la divergenza espressa dal mercato fisico fra Cina e resto del mondo.

Lo zinco è un elemento fondamentale nell'industria metallurgica, essendo largamente utilizzato per la produzione di acciaio galvanizzato, leghe metalliche e batterie. I principali produttori di zinco sono Cina, India e Stati Uniti, che insieme coprono gran parte della domanda globale. Anche lo zinco (come argento, rame ed alluminio) sarà investito dalla domanda legata alle nuove applicazioni digitali, elettriche e basate sull'intelligenza artificiale. Nel mese di ottobre le scorte sono su livelli estremamente bassi a livello globale, ovvero al di fuori della Cina, mentre all'interno del mercato cinese si registra un deciso surplus di produzione. Le riserve di zinco all'LME sono scese 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. Rispetto al livello di inizio anno (230.325 tonnellate), le scorte dell'LME hanno subito un calo di circa l'85%, scendendo al minimo degli ultimi due anni (febbraio 2023). Una situazione che sta alimentando una forte preoccupazione degli operatori sull'effettiva disponibilità dell'offerta. Al contrario, le scorte di Pechino sono aumentate a circa 162.000 tonnellate ad ottobre, in netto rialzo rispetto alle 100.000 tonnellate della prima metà dell'anno. Questo sta creando un'evidente anomalia fra le riserve all'estero, estremamente basse, e quelle in costante crescita in Cina. Il mercato globale sta esprimendo una pericolosa divergenza: una grave carenza di zinco nel mondo, a cui si contrappone un deciso surplus produttivo in Cina. Questa dinamica sul mercato fisico, nel breve, dovrebbe rallentare in vista delle stagionali chiusure della siderurgia cinese per le festività del Capodanno Lunare, lasciando però immutata la prospettiva di potenziale rialzo dei prezzi nel lungo periodo.

Nickel: le scelte dell'Indonesia influenzeranno il mercato fisico. Non mutano gli elementi che gravano sul mercato fisico del nickel, che resta sotto pressione 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. Ad inizio ottobre, l'International Nickel Study Group (INSG) ha previsto che il mercato fisico rimarrà in surplus per almeno altri due anni, raggiungendo le 209.000 tonnellate nel 2025, per poi salire a 261.000 tonnellate nel 2026, poiché la crescita della produzione, in particolare dall'Indonesia, continuerà a superare la domanda. L'INSG prevede che la domanda globale cresca a 3,82 milioni di tonnellate nel 2026, rispetto ai 3,60 milioni del 2025, mentre la produzione crescerà ancora più rapidamente, passando da 3,81 milioni a 4,09 milioni di tonnellate sempre l'anno prossimo. L'Indonesia, che rappresenta oltre la metà dell'offerta mondiale di nickel, resta il motore di questa espansione: la sua produzione continuerà ad aumentare nonostante gli sforzi del Governo per tenere sotto controllo il comparto e ridurre l'eccesso di capacità produttiva, date le forti preoccupazioni ambientali. Non cambia la dinamica del mercato: la sovracapacità e un eccesso di offerta rischiano di scontrarsi col rallentamento della richiesta, visto che alcune case automobilistiche hanno deciso di passare a batterie agli ioni di litio fosfato, più economiche, che non utilizzano il nickel, riducendone la domanda. La frenata dei consumi e la sovracapacità indonesiana rischiano di continuare a frenare le quotazioni anche il prossimo anno.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.10.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.980,5	12,8	20,9	14,0	20,3
Rame (\$)	11.183,5	15,3	22,6	17,3	27,5
Alluminio (\$)	2.887,0	11,0	20,3	10,4	13,1
Zinco (\$)	3.215,5	14,8	23,0	2,3	8,9
Nickel (\$)	15.366,0	2,3	-0,3	-2,8	0,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook di breve resta Neutrale mentre si rafforza l'idea che il comparto dei metalli sia candidato a un forte rialzo nel medio-lungo termine.

Lo scenario di breve resta caratterizzato da un equilibrio precario: ci attendiamo che per la fine di quest'anno e il 1° trimestre 2026 le quotazioni possano risentire delle distorsioni commerciali che comunque si sono verificate e che hanno generato l'anomalo accumulo di scorte negli Stati Uniti. La consueta stagionalità legata al Capodanno lunare cinese (il periodo festivo sarà dal 16 al 22 febbraio 2026) potrebbe portare volatilità e debolezza, visto il fermo di molte attività siderurgiche e la conseguente minor domanda di forniture. Nel medio-lungo termine il trend di fondo rimane improntato al rialzo, soprattutto a causa dello strutturale sotto investimento che grava nel settore minerario e nell'industria del riciclo dei metalli, due aspetti che alimentano i timori di un'offerta insufficiente a soddisfare una domanda stimata in forte crescita e legata soprattutto alle infrastrutture elettriche (transizione energetica, a cui si somma l'intelligenza artificiale). Per il settore manifatturiero la sfida è su investimenti e costi della materia prima, specie nei comparti dell'energia elettrica, dell'elettronica, dell'automobile e per le costruzioni. Per i governi invece il tema centrale sarà la sicurezza degli approvvigionamenti, coi metalli che diventano una risorsa strategica che va gestita "politicamente", stringendo accordi con quei paesi in cui risiedono i grandi produttori globali. Al contempo, però, la totale incertezza che grava sul comparto ci fa confermare nel breve il giudizio Neutrale, con previsioni di sostanziale consolidamento per tutti i principali metalli.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	11.183,5	9.999	9.835	9.950	10.300	10.281
Alluminio (\$)	2.887,0	2.650	2.630	2.650	2.640	2.685
Zinco (\$)	3.215,5	2.833	2.800	2.750	2.773	2.738
Nickel (\$)	15.366,0	15.425	15.850	16.000	15.984	16.495

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	11.183,5	11.000	10.800	11.500	11.700	13.000
Alluminio (\$)	2.887,0	2.900	2.850	3.010	3.040	3.375
Zinco (\$)	3.215,5	3.050	3.000	3.200	3.260	3.600
Nickel (\$)	15.366,0	15.350	15.200	15.350	15.350	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: la stagionalità di fine anno potrebbe agevolare il rialzo

Scongiurata la brusca frenata del ciclo economico che avrebbe potuto incidere sui consumi, il comparto agricolo consolida sul finale d'anno mentre il cambiamento climatico resta la principale minaccia nel lungo termine. I prezzi delle derrate alimentari hanno registrato, nelle ultime due settimane, un'inversione positiva sulle principali piazze di scambio, rispetto alla prima settimana di ottobre (debole) e in generale rispetto al lungo movimento di debolezza in atto da inizio 2025. Il rialzo recente, seppur molto graduale, potrebbe essere il preludio al tradizionale rally dei prezzi di novembre, il mese che, nell'emisfero settentrionale, vede concludersi definitivamente il raccolto estivo. Gli operatori tirano le somme sulla resa delle colture, sull'effettiva dimensione della produzione stagionale e si inizia a ipotizzare quale possa essere l'effettiva domanda di fine anno, in coincidenza con l'arrivo delle festività, calcolando i volumi delle spedizioni. Calano le tensioni commerciali sul comparto Agricolo (mentre non calano assolutamente in altri ambiti) dopo la stipula degli importanti accordi fra Stati Uniti, **Europa** e **Giappone**, due intese che annoverano al loro interno più di un capitolo riguardante le derrate alimentari. 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 in ottobre dalla FAO. L'intesa fra Stati Uniti e **Cina** allenta la tensione fra le due superpotenze economiche e sembra scongiurare un'imminente guerra commerciale a tutto campo. I dettagli forniti dell'accordo quadro annunciato dal Segretario al Tesoro Bessent sono ancora vaghi. La Cina si impegnerà per diversi anni ad acquistare soia statunitense e rinverrà di un anno la restrizione sulle terre rare, rivedendo nel frattempo la misura. Nell'incontro in Corea del Sud, Trump e Xi Jinping hanno finalizzato politicamente l'intesa commerciale annunciata negli scorsi giorni: saranno poi i tecnici a riempirla di contenuti più specifici nelle prossime settimane. Ribadiamo ancora una volta come però il contesto sia completamente cambiato: la Cina ha pressoché azzerato la dipendenza dal comparto agricolo statunitense, riducendo la sua esposizione ad eventuali rappresaglie americane in caso di mancata intesa, che rischierebbero di minacciare la stabilità dei mercati agricoli globali. Ancora una volta ribadiamo come invece **Canada**, **Messico** e molti altri paesi emergenti (specialmente il **Brasile**) restino i principali obiettivi delle tariffe di Trump, visti i volumi dell'export alimentare verso gli Stati Uniti. Il presidente Lula ha definito il suo primo incontro ufficiale con l'omologo statunitense (a margine del vertice dell'ASEAN, in Malaysia) proficuo e volto a risolvere le tante divergenze commerciali fra i due paesi. Le delegazioni di USA e Brasile continueranno a lavorare per trovare una soluzione su dazi e sanzioni; Lula ha auspicato che si possa iniziare con una sospensione delle tariffe per agevolare le negoziazioni, un'ipotesi che ha trovato anche il favore di Trump. 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.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.10.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.914,4	7,1	8,5	135,1
GSCI Agricoli	485,9	-5,6	-7,5	39,5
Mais (\$ cent)	434,0	-5,3	-9,3	8,9
Frumento (\$ cent.)	532,3	-3,5	-6,0	-11,1
Soia (\$ cent)	1.080,3	8,2	-15,8	2,2
Cotone (\$ cent)	66,0	-3,5	-20,4	-4,2
Cacao	6.044,0	-48,2	56,9	158,4
Zucchero	14,4	-25,1	-46,1	0,4
Caffè (Arabica)	390,7	22,2	142,7	273,5
Caffè (Robusta)	4.585,0	-8,6	79,6	248,4

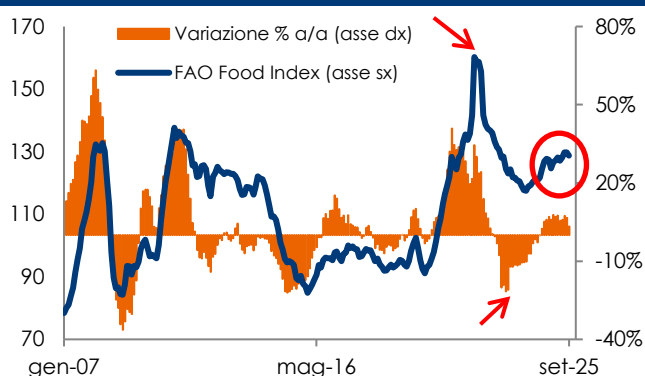
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è calato in settembre. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso leggermente a settembre registrando una media di 128,8 punti, rispetto ai 129,7 punti di agosto ma restando comunque in aumento del 3,4% rispetto al settembre del 2024. La contrazione dell'indice deriva dai cali dei prezzi dei cereali, dei latticini, dello zucchero e degli oli vegetali, che non hanno compensato l'aumento del costo delle carni. **L'indice dei prezzi dei cereali** è diminuito dello 0,6% rispetto ad agosto. I prezzi mondiali del grano sono diminuiti per il terzo mese consecutivo, a causa della debole domanda e della conferma di abbondanti raccolti nella Federazione Russa e in altri importanti paesi produttori in Europa e Nord America. Anche i prezzi del mais sono scesi, a causa delle previsioni di abbondanti forniture dal Brasile e dagli Stati Uniti, a cui si è sommata la sospensione temporanea delle tasse sulle esportazioni di cereali dall'Argentina che ha ampliato i volumi dell'offerta e depresso le quotazioni sul mercato. Tra gli altri cereali secondari, i prezzi mondiali sia dell'orzo che del sorgo sono aumentati (anche l'orzo è al terzo aumento mensile consecutivo). L'indice generico dei prezzi del riso è sceso dello 0,5%, trainato dal calo delle quotazioni dell'India dovute all'ampia offerta presente sul mercato e alla contestuale riduzione degli ordini di acquisto dalle Filippine e dall'Africa. **L'indice dei prezzi della carne** è aumentato ancora (+0,7%) raggiungendo un nuovo massimo storico (+6,6% a/a). L'aumento riflette l'incremento dei prezzi mondiali della carne bovina e ovina, mentre le quotazioni della carne suina e di pollame sono rimaste sostanzialmente stabili. In particolare, i prezzi della carne bovina hanno raggiunto un massimo storico, sostenuti dalla forte domanda degli Stati Uniti, dove le limitate scorte interne e il differenziale di prezzo favorevole hanno incoraggiato le importazioni dall'Australia e dal Brasile. Nell'Unione Europea, l'impatto dei nuovi dazi imposti dalla Cina sui prezzi all'esportazione della carne suina è stato limitato. Le quotazioni del pollame sono rimaste stabili, nonostante le restrizioni al commercio legate ai focolai di influenza aviaria. **L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito del 2,6% a settembre. Le quotazioni mondiali del burro nell'emisfero settentrionale sono scese del 7,0%, in parte a causa del calo della domanda di gelato. I prezzi del latte in polvere sono sensibilmente calati a causa della minore domanda dei consumatori e della forte concorrenza fra i principali produttori sul mercato, mentre i prezzi del formaggio si sono ridotti solo marginalmente. **L'indice dei prezzi degli oli vegetali** è diminuito dello 0,7%, poiché le quotazioni più basse dell'olio di palma (robuste scorte in Malesia) e di soia (grossi volumi di export dall'Argentina) hanno più che compensato gli aumenti dei prezzi dell'olio di girasole e di colza. Infine, **l'indice dei prezzi dello zucchero** è sceso del 4,1% rispetto ad agosto, toccando il livello più basso dal marzo del 2021. Il calo è dovuto alla produzione di zucchero, superiore alle aspettative, in Brasile e alle favorevoli prospettive sul raccolto di canna da zucchero in India e Thailandia, grazie alle abbondanti piogge monsoniche e all'espansione delle piantagioni che hanno migliorato le stime sui volumi di prodotto.

FAO: nuova stima al rialzo per la produzione cerealicola globale per la stagione 2025-26. Nel **Cereal Supply and Demand Brief** di ottobre, la FAO ha rivisto al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025-26, attesa ora a 2.971 milioni di tonnellate da 2.961 milioni di settembre (+10 milioni di tonnellate). L'aumento del 3,8% rispetto allo scorso anno rappresenta la maggiore crescita annuale dal 2013 ed è dovuto al generale incremento dei raccolti in quasi tutte le aree cerealicole ma in particolare (in ordine) per frumento (Australia), mais (USA) e riso (India). La produzione globale di cereali secondari (che include anche il mais) dovrebbe ora raggiungere 1.605 milioni di tonnellate dal precedente dato di 1.601 tonnellate (+4 milioni rispetto alla stima di settembre), con una crescita del 6% rispetto al 2024. L'incremento è legato al rialzo delle previsioni di resa generale per il Brasile, al buon raccolto di mais in Cina e Stati Uniti, che ha controbilanciato i cali di Europa e Messico, e alla crescita dell'orzo in Australia. La FAO ha aumentato le previsioni per la produzione di grano a 809,7 milioni di tonnellate, dalla stima di 804,9 milioni di tonnellate di settembre. La maggior parte dell'incremento è dovuta all'Australia, dove le piogge di luglio-agosto, dopo un inizio di stagione secco, hanno migliorato le aspettative su rendimento e quantità della produzione per il 2025. Anche le previsioni per l'Unione Europea e la Federazione Russa sono state riviste al rialzo. La produzione mondiale di riso dovrebbe attestarsi a 556,4 milioni di tonnellate (pressoché immutata da settembre: 555,4 milioni), sostanzialmente dovuta all'incremento di 1,6 milioni di tonnellate in India, che controbilancia le -0,6 milioni del

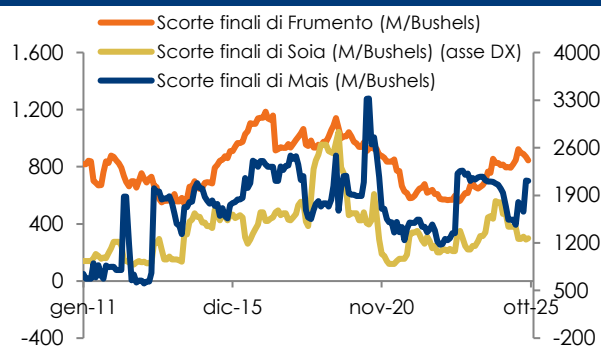
raccolto in Pakistan. Si prevede che il consumo mondiale di cereali, nel 2025/26, possa salire a 2.930 milioni di tonnellate dai 2.922 milioni di settembre, con un aumento del 2% rispetto all'anno precedente, trainato dal maggiore utilizzo di mais e orzo nei processi alimentari industriali, e che le forniture di granoturco saranno destinate all'alimentazione animale nei principali paesi produttori zootecnici (Brasile e Stati Uniti). Le scorte globali di cereali sono viste crescere ancora entro la fine del 2026, raggiungendo il livello record di 900,2 milioni di tonnellate (898,7 milioni il dato precedente). Sulla base delle nuove previsioni, il rapporto tra scorte e consumo di cereali a livello globale nel 2025/26 dovrebbe confermarsi al 30,6%, in linea con lo scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento annuo del 2,5% per il commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 497,1 milioni di tonnellate, dai 493,4 milioni stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



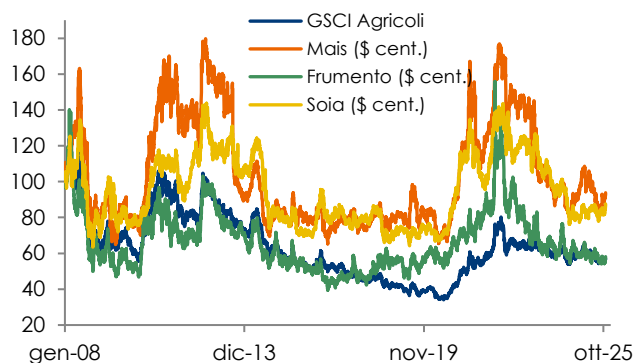
Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2025)

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.10.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	485,9	3,6	-5,4	-0,4	-5,6
Mais (\$ cent.)	434,0	10,8	-7,1	5,5	-5,3
Frumento (\$ cent.)	532,3	1,6	3,8	-7,2	-3,5
Soia (\$ cent.)	1.080,3	11,6	4,4	10,6	8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: fuggiti i timori di calo della domanda come conseguenza del rallentamento economico, prosegue il consolidamento dei prezzi di cereali e coloniali. Con il venir meno di parte dell'incertezza sugli scambi mondiali, grazie alle recenti intese commerciali stipulate, resta complicato stimare con precisione quali saranno gli effetti sui prezzi delle principali granaglie. Una situazione che, se da un lato continua ad invitare alla cautela, dall'altro non ha impedito a tutto il comparto Agricolo di consolidare a dispetto di uno scenario che appariva comunque carico di incognite. 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 fuggendo gran parte dei timori sull'eventuale calo della domanda sia di cereali che di soft

commodity. Un contesto che ci consente di riaffermare la nostra previsione di consolidamento dei cereali lungo tutto l'orizzonte temporale. Nel lungo periodo, le minacce maggiori restano le conseguenze del cambiamento climatico, che rischia di incidere sui volumi e sulla resa dei raccolti, proprio nel momento in cui la domanda di alimenti torna a farsi consistente, sorretta da uno scenario meno fosco e dall'espansione demografica. Al netto delle intese raggiunte, continuiamo a sottolineare che la maggior pressione commerciale resta indirizzata verso molti paesi emergenti, dove si coltivano gran parte delle varietà di coloniali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	434,0	420,0	430,0	432,5	443,0	460,0
Frumento (cent. \$)	532,3	520,0	540,0	548,5	565,0	597,5
Soia (cent. \$)	1.080,3	1.012,5	1.015,0	1.063,0	1.100,0	1.150,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	434,0	430	430	430	435	460
Frumento (\$ cent.)	532,3	530	540	560	565	610
Soia (\$ cent.)	1.080,3	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, ma non calano le tensioni geopolitiche: un quadro che però non sta impedendo ai prezzi di quasi tutte le soft commodity di recuperare. La forte riduzione dei timori sulla crescita economica globale ha contribuito a fugare i dubbi sulla futura domanda di derrate alimentari considerate "voluttuarie", come appunto i coloniali, consentendo una robusta stabilizzazione dei prezzi. In aggiunta, la stagionalità di fine anno, legata all'incremento dei consumi per le festività, sta iniziando ad esercitare una certa pressione rialzista sulle quotazioni. L'altro tema chiave è quello legato alla regolamentazione dei prodotti che deriverebbero da deforestazione indiscriminata, come segnalato dall'ONU. Un invito che l'Europa ha tramutato in una direttiva molto stringente, la **EUDR** (EU Deforestation-free Regulation), nello specifico, che ha lo scopo di ridurre la cosiddetta "deforestazione incorporata", un termine tecnico che fa riferimento all'importazione di beni primari, tra cui cacao, caffè, carne bovina, soia, olio di palma, legno e gomma che avrebbe, a monte, il disboscamento di vaste aree per far spazio a piantagioni, allevamenti o miniere. Alle aziende è richiesto di mappare digitalmente le proprie catene di approvvigionamento, verificando che per la produzione non siano stati sfruttati terreni deforestati dopo il 2020, o che non siano state modificate delle foreste in modo non sostenibile. Il rinvio e la rimodulazione dei termini stringenti di questa normativa potrebbero togliere un po' di pressione alle quotazioni di molti coloniali.

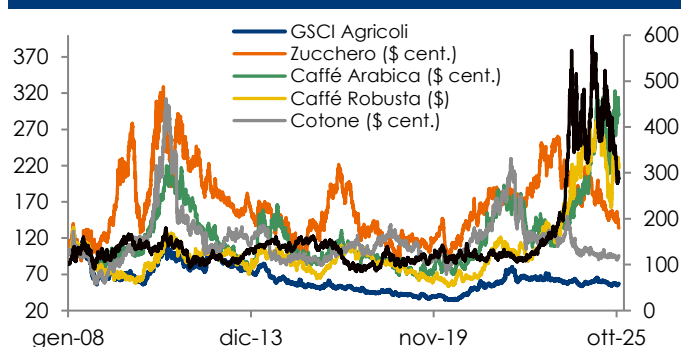
Cotone: il marginale surplus di offerta stimato per il 2026 non sembra turbare l'andamento laterale dei prezzi.

I prezzi del cotone continuano il loro movimento laterale rimanendo insolitamente stabili, scambiati tra i 65 e i 69 centesimi di dollaro per libbra da inizio anno. Tale dinamica è dovuta in larga parte al sostanziale equilibrio di mercato fra domanda e offerta e alle stime di leggero surplus per la stagione 2026 piuttosto contenute. In aggiunta, il ruolo dominante della Cina e la capacità di esportazione del Brasile sono due elementi che hanno rafforzato la sensazione che il conflitto commerciale abbia avuto un impatto marginale sui prezzi. Poiché la Cina consuma più cotone di quanto ne produce, da tempo ha sostituito gli Stati Uniti come suo maggiore fornitore con il Brasile, che da solo è ampiamente in grado di soddisfare le richieste di importazione di Pechino. Lo shutdown in corso negli Stati Uniti ha impedito la pubblicazione del consueto report mensile WASDE a cura del Dipartimento dell'Agricoltura americano. 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 volatilità dei prezzi del petrolio, causata dall'effetto combinato di attese di surplus e nuove tensioni geopolitiche,

ha mantenuto alti i costi del poliestere, frenando il consueto 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 consolidamento lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Zucchero: nessun segnale di recupero (per ora) per le quotazioni dello zucchero. Prosegue il ribasso dei prezzi, complice anche una stagionalità fino ad ora non favorevole, ma che con l'arrivo delle festività di fine anno potrebbe mutare, rianimando parzialmente i consumi. Come segnalato dalla FAO, i prezzi globali delle materie prime alimentari hanno registrato un calo a settembre, trainati proprio dalla diminuzione dei prezzi dello zucchero (e dei prodotti lattiero-caseari). Il calo è stato determinato dalla produzione di zucchero superiore alle attese in Brasile, derivante da grandi volumi di frantumazione e dall'aumento dell'uso della canna da zucchero per la produzione di dolcificante nelle principali regioni di produzione del Paese. La pressione ribassista è stata alimentata anche dalle prospettive di raccolto favorevoli in India e Thailandia, a seguito delle abbondanti piogge monsoniche e dell'espansione della superficie delle piantagioni. L'Europa rappresenta forse il mercato dello zucchero maggiormente in crisi: i prezzi sono arrivati ai livelli più bassi degli ultimi tre anni, complici i consumi in calo, l'aumento della produzione in arrivo dal Sud America, sommati a politiche ambientali che finiscono per scoraggiare le importazioni. Uno dei fattori che proprio recentemente è mutato è quello legato al consumo di etanolo in India; il blocco dell'approvvigionamento di petrolio russo, come conseguenza delle tensioni con la Casa Bianca (l'India, insieme alla Cina, è uno dei pochi paesi autorizzati a rifornirsi da Mosca), sta già aumentando la richiesta domestica di etanolo e, conseguentemente, potrebbe deviare parte della produzione di canna da zucchero, con il possibile effetto di rincarare i prezzi del dolcificante. Una situazione che potrebbe mutare anche a causa delle nuove tensioni fra Stati Uniti e Russia che hanno favorito il recente rincaro delle quotazioni petrolifere. Ancora una volta si riconferma quindi un quadro di tensione sui fondamentali dello zucchero che potrebbe preludere a un recupero dei prezzi ma di cui, per ora, non si percepisce alcun segnale.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.10.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	485,9	3,6	-5,4	-0,4	-5,6
Cotone	66,0	0,2	0,4	-5,6	-3,5
Cacao	6.044,0	-26,5	-33,9	-16,8	-48,2
Zucchero	14,4	-12,3	-17,4	-35,1	-25,1
Caffè (arabica)	390,7	31,8	-5,3	57,5	22,2
Caffè (robusta)	4.585,0	37,1	-12,6	4,4	-8,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: permangono forti rischi al rialzo per i prezzi di entrambe le varietà. I prezzi del caffè sono tornati a salire nelle ultime settimane. Dallo scorso agosto, le quotazioni dell'Arabica, varietà coltivata principalmente in Brasile, sono aumentate di circa il 40%, mentre quelle sulla qualità Robusta, varietà in arrivo soprattutto da Vietnam e Indonesia, sono cresciute di circa il 37%. Un rialzo alimentato soprattutto da aspettative inferiori per i raccolti dei principali produttori mondiali, a causa delle pessime condizioni climatiche e dei dazi imposti dal presidente degli Stati Uniti Trump sulle importazioni americane dal Brasile. In aggiunta, il calo delle scorte brasiliane, al livello più basso dal 2020, come recentemente comunicato, ha messo in allarme il mercato che ora teme un deficit di offerta. Contemporaneamente, Trump ha minacciato di imporre tariffe anche sulla Colombia, l'altro grande esportatore di caffè. La questione meteorologica è attualmente il problema più stringente che incide sui volumi e sulla qualità dei raccolti, mentre il fatto che l'Unione Europea ha rinviato di 12 mesi i termini stringenti dell'EUDR consentirà a

torrefattori e importatori di caffè di avere più tempo per adeguare la tracciabilità e i controlli della loro filiera globale di approvvigionamento, togliendo un po' di pressione ai prezzi. Costi per la materia prima più elevati, specie in vista delle tradizionali festività di fine anno che portano ad un aumento dei consumi, potrebbero far risalire i prezzi finali per i consumatori. La stima ufficiale sulla produzione brasiliana di CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), pubblicata a inizio settembre resta per ora quella più affidabile ed è stata rivista al ribasso di 471.000 sacchi rispetto a quella comunicata a maggio. Il raccolto 2025/26 è ora stimato in 55,2 milioni di sacchi (da 55,7 milioni), con un 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). Come sempre è accaduto, i dati ufficiali di CONAB tendono tradizionalmente a sottostimare i volumi reali a causa di diversi criteri di calcolo e della forte pressione delle lobby dei produttori locali. Questa incertezza sul raccolto del primo produttore al mondo di caffè, le difficoltà di approvvigionamento, i dazi statunitensi e i bassi livelli delle scorte potrebbero generare elevati livelli di volatilità nei prossimi mesi e mantenere i prezzi, comunque, mediamente alti intorno a quelli attuali.

Cacao: la modifica del prezzo medio garantito in Costa d'Avorio e le attese di raccolti abbondanti rischiano di frenare i prezzi il prossimo anno.

La modifica del prezzo garantito per i coltivatori in Costa d'Avorio è l'elemento che ha maggiormente influenzato le quotazioni del cacao, scese ai minimi annuali (area 6.000 dollari) all'inizio del mese di ottobre. Il principale produttore mondiale di cacao al mondo ha deciso di aumentare il prezzo statale garantito a 2.800 franchi ivoiriani (circa 5 dollari statunitensi) al chilogrammo a partire dal 1° ottobre, un livello che da un lato migliora la redditività dei coltivatori ma dall'altro ha suscitato più di una perplessità fra gli esportatori e gli acquirenti finali che lo hanno definito come insolitamente alto. L'aumento ha scoraggiato le società esportatrici (gli intermediari) dal fornire fondi anticipati agli acquirenti per facilitare la sottoscrizione di contratti di fornitura e garantirsi così la vendita anticipata del prodotto. Una procedura che viene abitualmente implementata verso la fine della stagione del raccolto in Africa Occidentale, favorendo il rapido acquisto delle forniture e la veloce spedizione del prodotto grezzo via nave verso i mercati finali. In aggiunta, la qualità del raccolto ivoiriano (ma anche di quello del Ghana, l'altro principale coltivatore mondiale) appare più scarsa rispetto alla media, confermando una tendenza verificatasi anche la scorsa stagione. Acquirenti e compagnie di trasporti hanno visto con sospetto il fatto che oltre 50.000 tonnellate di fave di cacao siano state già immagazzinate prima della nuova stagione, probabilmente proprio in previsione dell'aumento dei prezzi, con l'intento di coglierne il massimo beneficio ma a dispetto di una qualità piuttosto bassa. Tuttavia, i principali operatori globali dell'industria alimentare/dolciaria stanno rifiutando queste forniture, proprio a causa delle dimensioni ridotte delle fave che hanno un basso contenuto di grassi di cacao e un'elevata acidità, caratteristiche che ne abbassano decisamente la resa, compromettendone l'impiego nei prodotti finiti. L'International Cocoa Organization (ICCO), nel suo bollettino di settembre, ribadisce come l'attuale correzione ribassista dei prezzi del cacao sia in gran parte attribuibile a un miglioramento delle prospettive del raccolto globale per la stagione 2025/26. Il rischio di un'altra flessione della produzione si è attenuato, diventando uno scenario meno probabile. L'aumento della produzione in Ecuador è un elemento da monitorare; i prezzi domestici, determinati dal mercato, hanno permesso agli agricoltori di ottenere la giusta remunerazione stimolando gli investimenti nella coltivazione del cacao. Le rese sono stimate in 800 kg per ettaro, superano la media dell'Africa Occidentale. La produzione si aggira attualmente intorno alle 570.000 tonnellate e, in condizioni stabili, nei prossimi anni si potrebbe arrivare a 600.000 tonnellate. Le abbondanti precipitazioni e condizioni meteorologiche generalmente favorevoli durante il terzo trimestre del 2025 hanno migliorato le prospettive di raccolto in Costa d'Avorio e Ghana. Sebbene l'aumento della produzione previsto sia modesto, contribuisce a rafforzare la prospettiva di un mercato ben fornito. L'aumento del prezzo garantito agli agricoltori di Costa

d'Avorio e Ghana aumenterà la produttività. Sebbene si preveda un surplus di produzione globale per la stagione 2025/26, questo non sarà determinato esclusivamente dall'aumento della produzione ma anche dal fatto che la domanda di cacao si è indebolita negli ultimi anni e fatica a riprendersi. I consumi di fine anno, che stagionalmente aumentano in concomitanza delle festività, dovrebbero evitare un eccessivo ribasso dei prezzi, in questo finale di 2025, rimandando la debolezza nella seconda parte del 2026.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,0	67,0	70,0	70,3	70,0	69,9
Cacao	6.044,0	7.200	7.000	6.900	7.000	6.800
Zucchero	14,4	17,0	17,8	17,5	17,8	18,5
Caffè (Arabica)	390,7	350,0	320,0	340,0	296,5	330,0
Caffè (Robusta)	4.585,0	4.580	4.200	3.600	3.725	4.600

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 29.10.25	4° trim. 2025	1° trim. 2026	2° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	66,0	65	65	65	65	66
Cacao	6.044,0	6.200	5.700	5.400	5.300	4.700
Zucchero	14,4	15,0	15,0	15,5	15,8	17,0
Caffè (Arabica)	390,7	400	390	380	385	380
Caffè (Robusta)	4.585,0	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 24.09.2025.

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 separatezza 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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