

Nuovi record per oro e argento in questo finale d'anno

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

Le aspettative di surplus di offerta petrolifera freneranno i prezzi energetici nel 2026, minacciati solo dalla mancata risoluzione del conflitto in Ucraina e dalle crescenti tensioni fra USA e Venezuela. Nonostante l'apparente tranquillità sui mercati europei del gas naturale, i primi mesi del prossimo anno potrebbero mettere sotto pressione il sistema energetico se i consumi dell'ultima parte dell'inverno 2025/26 innescassero una maggiore erosione delle scorte.

Metalli preziosi: outlook Neutrale e in consolidamento su livelli alti nel 2026

Le nostre stime restano prudenti e in linea col consenso della maggior parte degli analisti (Outlook Neutrale). Nel corso del 2026 prevediamo un consolidamento, i Metalli preziosi manterranno i guadagni del 2025, restando prossimi agli attuali massimi. La nostra cautela non va scambiata per negatività: detenere una quota di investimenti difensivi come oro o argento è coerente con una asset allocation preparata ad affrontare un mondo più frammentato e imprevedibile.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve, in attesa di maggiori rialzi futuri

Nel suo insieme, il comparto per il quale siamo più positivi nel 2026 è quello dei metalli industriali. Il prossimo, i mercati fisici di molti metalli registreranno probabilmente un deficit di offerta a causa degli scarsi investimenti degli ultimi anni. L'impossibilità di soddisfare i consumi in crescita si rifletterà sui mercati finanziari premendo al rialzo sulle quotazioni.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale, prezzi alti e stabili per cereali e coloniali

Proseguirà anche nel 2026 il consolidamento su livelli alti di cereali e soft commodity, senza escludere possibili maggiori rincari nel corso dell'anno. I raccolti dei principali cereali hanno raggiunto livelli record nel 2025; la vera sorpresa sono stati però i consumi mondiali che sono cresciuti più del previsto e saliranno anche il prossimo anno. Al contrario, i raccolti dei coloniali non hanno registrato volumi straordinari, la produzione è molto concentrata geograficamente e più soggetta a turbative esterne, rendendo il quadro previsivo per il 2026 meno generalizzabile.

■ Soft Commodity:

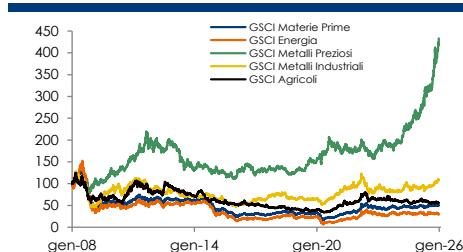
- **Cotone:** il surplus di offerta stimato per il 2026 consoliderà i prezzi intorno agli attuali livelli.
- **Zucchero:** il recupero delle quotazioni in atto potrebbe proseguire anche nel 2026.
- **Caffè:** si confermano le prospettive di prezzi solidi nel 2026 per entrambe le varietà.
- **Cacao:** il calo dei prezzi in atto può proseguire anche nel corso del 2026.

Performance degli indici commodity

	Valore 22.12.25	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.919,9	7,2	15,5	103,6
GSCI Energia	607,2	-4,6	2,2	128,6
GSCI Met. Preziosi	5.035,8	72,4	117,5	131,3
GSCI Met. Industriali	2.059,1	25,1	30,0	45,4
GSCI Prod. Agricoli	475,4	-7,7	-7,1	24,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su Bloomberg e previsioni di consenso al 22.12.2025

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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 22.12.2025 (salvo diversa indicazione).

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

23 dicembre 2025 - 12:17 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Mario Romani

Analista Finanziario

23 dicembre 2025 - 12:23 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Dic.	Nov.
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	-19,1	0,1
Brent	-16,8	-3,1
Gas naturale	9,1	44,5
Gasolio	-11,3	-7,4
Oro	68,3	27,5
Argento	132,2	21,4
Rame	36,0	2,4
Alluminio	15,3	7,0
Zinco	3,3	11,9
Nickel	-0,3	-7,7
Mais	-2,5	-2,7
Frumento	-6,5	-12,2
Soia	5,5	-22,8
Cotone	-7,0	178,2
Caffè Arabica	8,6	-15,6

Fonte: Bloomberg; Dati al 22.12.2025

Energia: Ucraina e surplus di offerta nel 2026 saranno centrali per il greggio

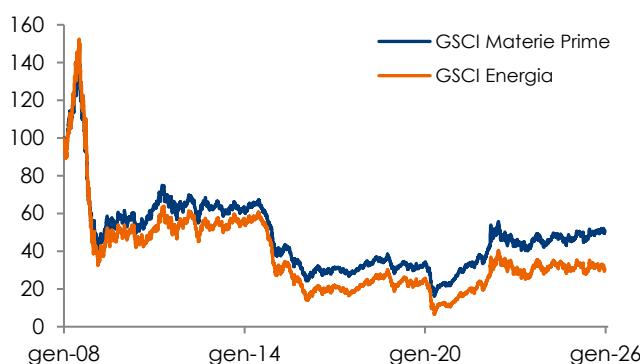
Le tensioni politiche subentrano alle commerciali. Se l'incertezza ha dominato il 2025, temiamo che anche il 2026 si aprirà con molti interrogativi irrisolti e che le variabili politiche saranno il principale elemento di influenza per i mercati. Ci attende una fase di profonde transizioni economiche e geopolitiche che porterà a una naturale preferenza per i beni tangibili come le materie prime. Nel nostro scenario, il rallentamento economico appare inferiore al previsto e solo in parte penalizzato dalle tariffe commerciali. Al contrario, i rischi geopolitici restano forti e rappresentano la vera minaccia per l'economia mondiale nel 2026. Le aspettative di surplus di offerta petrolifera freneranno i prezzi energetici, minacciati solo dalla mancata risoluzione del conflitto in Ucraina e dalle crescenti tensioni fra USA e Venezuela. Nonostante l'apparente tranquillità registrata sinora dai mercati europei del gas naturale, l'inverno è ancora molto lungo e il sistema energetico potrebbe rischiare di essere messo in crisi se un rialzo stagionale dei consumi innescasse una maggior erosione delle scorte. La percezione di minore visibilità sul futuro continuerà ad alimentare la volatilità dei mercati e la ricerca di beni rifugio, sostenendo le quotazioni dei metalli preziosi. Si rinforza inoltre l'idea di una diversa composizione dei fattori che influenzano i futuri consumi di metalli industriali. Accanto alla transizione energetica, propulsore della domanda negli ultimi anni, si affianca ora la richiesta strutturale che arriverà dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale. La domanda che ne deriverà troverà tuttavia un'offerta inadeguata, generando una pressione rialzista sui prezzi. Infine, cambiamento climatico e crescita demografica incideranno sui prodotti agricoli: ci attendiamo qualche sorpresa proprio dalla domanda di derrate alimentari, a nostro avviso forse sottostimata dai mercati, con conseguente maggior rincaro delle quotazioni degli alimenti.

L'OPEC+ conferma l'incremento di dicembre e la pausa fino a marzo. L'OPEC+ ha confermato l'ultimo incremento di offerta a 137.000 barili per dicembre, prima della pausa fino al 31 marzo 2026 (come già concordato il 2 novembre scorso), per i timori dell'imminente surplus di offerta. Gli otto paesi (Algeria, Iraq, Kuwait, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kazakistan, Oman e Russia) effettuano quindi l'ultima immissione, lasciando in vigore i restanti 1,24 milioni di barili di tagli volontari (su 1,65 milioni), a cui si sommano i 2 milioni in meno dell'intera OPEC+, per un totale di -3,24 milioni di barili tenuti ancora fuori dal mercato. Il Comitato Ministeriale Congiunto di Monitoraggio (JMMC) continuerà ad esaminare le condizioni del mercato petrolifero globale, segnalando il mancato rispetto delle quote. Infine, l'OPEC+ ha varato un nuovo meccanismo per valutare la capacità produttiva massima dei suoi membri, col fine di stabilire i nuovi valori da assegnare dal 2027, con un differente calcolo per quei paesi sottoposti a sanzioni (Russia, Iran e Venezuela). L'OPEC+ si riunirà ancora il 4 gennaio.

Lo scenario sul mercato petrolifero del 2026 ruota attorno alle attese di surplus di offerta e alle evoluzioni delle trattative di pace in Ucraina. Non mutano infatti i due fattori che influenzano il mercato del petrolio nel prossimo anno. L'OPEC+ rallenterà gli aumenti produttivi nella prima parte del 2026, con l'obiettivo di non alimentare una situazione di probabile eccesso di offerta. Le attese di surplus probabilmente limiteranno comunque i rincari del greggio, minacciato solo dalla mancata soluzione del conflitto fra Russia e Ucraina e dalle recenti tensioni fra USA e Venezuela. L'evoluzione del contesto geopolitico sarà quindi determinante per stabilire la dimensione dell'eccesso di forniture nel prossimo anno, che sarà influenzato dalla strategia dell'OPEC+, dopo la pausa autoimposta fino al 31 marzo del 2026, e dalla rigidità con cui saranno implementate le sanzioni contro la Russia, al fine di obbligarla a sedersi definitivamente al tavolo delle trattative e porre fine seriamente al conflitto in Ucraina. Se le stime di sovraproduzione e di accumulo di scorte dovessero realmente verificarsi (l'IEA ha recentemente ridotto la sua previsione di surplus a 3,8 milioni di barili, dalla precedente ipotesi di 4,0 milioni), 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 tuttavia di difficile realizzazione, viste le stime di costante incremento dei consumi e la tenuta del ciclo economico mondiale. Per queste ragioni, stimiamo che il Brent possa oscillare intorno a una media di 63 dollari nel 2026 e 64 dollari nel 2027. Più in generale, riteniamo che i contratti petroliferi si muoveranno all'interno dell'intervallo 50-70 dollari il prossimo anno, una fascia di prezzo equilibrata che non creerebbe particolari disagi né ai produttori e men che

meno ai consumatori, contenendo i rincari della componente energetica all'interno degli indici di inflazione e rassicurando così le principali banche centrali nel prosieguo del loro processo di riduzione del costo del denaro.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

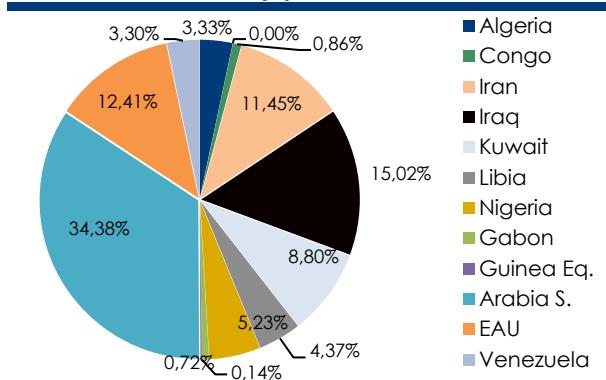
	Valore 22.12.25	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.919,9	7,2	15,5	103,6
GSCI Energia	607,2	-4,6	2,2	128,6
WTI (\$)	58,0	-19,1	-21,1	20,6
Brent (\$)	62,1	-16,8	-21,5	21,2
Gas Naturale (\$)	4,0	9,1	51,9	52,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Secondo il Monthly Oil Market Report (**MOMR**) di dicembre, 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 mb/g nel 2025 (+0,3 mb/g a/a, invariato) a 43,0 mb/g nel 2026 (+0,6 mb/g a/a, invariato). La produzione dei paesi non aderenti alla Declaration of Cooperation (DoC), ovvero quelli che non fanno parte dell'OPEC+, dovrebbe salire da 54,1 mb/g nel 2025 (+1,0 mb/g a/a, invariato) a 54,8 mb/g nel 2026 (+0,7 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 54,7 mb/g del mese scorso). Infine, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono diminuite di circa 32,0 milioni di euro, attestandosi a 2.833 milioni di euro complessivi, corrispondenti a 61,8 giorni di copertura della domanda futura. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di dicembre (**OMR**), ha rivisto al ribasso le sue stime di surplus di petrolio globale per il prossimo anno, dopo sei mesi consecutivi di revisioni al rialzo, portandole a 3,8 milioni di barili (dalla precedente ipotesi di 4,0 milioni). 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 invariata dalla 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 104,8 mb/g nel 2026 (+0,9 mb/g a/a, in rialzo da 104,7 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 ribasso dai 72,1 mb/g del mese scorso) e a 73,3 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g a/a, invariata rispetto allo scorso mese), 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 26,2 mb/g nel 2025 (-1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 26,1 mb/g del mese scorso) e a 25,6 mb/g nel 2026 (-0,6 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 25,5 mb/g del mese scorso). Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di dicembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che il consumo globale di petrolio aumenterà da 102,8 mb/g nel 2024 (in ribasso da 103,1 mb/g del mese scorso) a 103,9 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso rispetto a 104,1 mb/g di novembre) e a 105,2 mb/g nel 2026 (+1,3 mb/g a/a, invariato), segnando un nuovo record. Si stima che l'offerta non-OPEC aumenterà da 70,5 mb/g nel 2024 (invariato) a 72,5 mb/g nel 2025 (+2,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 72,4 mb/g del mese scorso) e a 73,7 mb/g nel 2026 (+1,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 73,6 mb/g), registrando anch'essa un nuovo record. L'offerta di greggio OPEC dovrebbe attestarsi in media a 27,1 mb/g

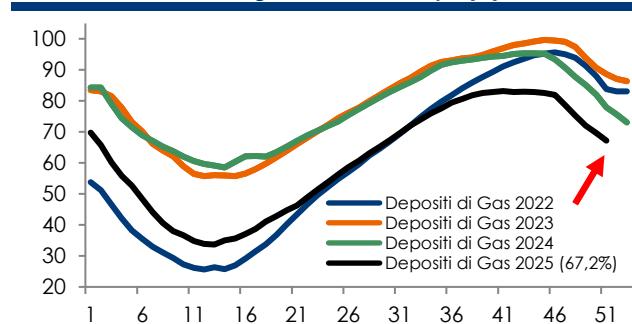
nel 2024 (invariata rispetto al mese scorso), per poi aumentare a 27,9 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 27,8 mb/g del mese scorso) e a 27,9 mb/g nel 2026 (+0,0 mb/g a/a, invariata). L'EIA ha ribadito di aspettarsi un incremento delle scorte di greggio l'anno prossimo a 3.076 milioni di barili da 2.919 milioni del 2025 (e relativo surplus straordinario di 2 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 30.11.2025

Dinamica delle scorte di gas annuali in Europa (%)

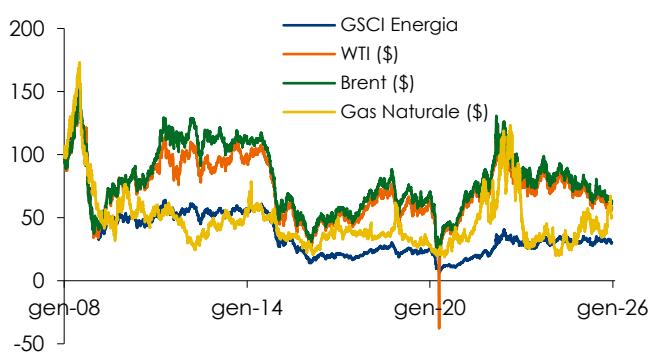


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati settimanali al 21.12.2025 (in ascissa è indicato il numero della settimana)

Il TTF (il gas europeo) resta stabile ma accelerano i consumi invernali. Finale d'anno all'insegna dei prezzi bassi per il TTF, benchmark europeo del gas naturale, le cui quotazioni hanno toccato il minimo dall'aprile 2024 nei primi giorni di dicembre. Nonostante la stagionalità invernale porti abitualmente a un rincaro del metano, le temperature medie sono state molto più calde del normale un po' in tutta Europa, restando sopra la media di periodo nelle principali città nordoccidentali. Il clima più mite ha ovviamente rallentato i consumi per il riscaldamento degli ambienti e per la generazione elettrica, a fronte di un'offerta che si è mantenuta adeguata. Le consegne di gas naturale liquefatto (GNL) nei porti europei hanno registrato nuovi record nel 4° trimestre 2025, mentre i flussi via tubo dalla Norvegia hanno subito solo limitate interruzioni. L'effetto combinato di una domanda inferiore alle previsioni e un'abbondante offerta ha permesso di limitare sinora l'erosione delle riserve che, come detto più volte, quest'anno partivano da livelli molto bassi di riempimento, ai minimi da quattro anni. I dati settimanali (21.12.2025) di Gas Infrastructure Europe (GIE) segnalano che le scorte europee sono vicine al 67,2% della capacità totale, inferiori alla media stagionale quinquennale del 79,6%. Solo nel 2021 i depositi erano stati più vuoti, con un riempimento pari solo al 60,7% nel medesimo periodo dell'anno. Agli attuali livelli, il sistema energetico europeo rischia di subire una forte pressione, e quindi i prezzi del TTF potrebbero rincarare molto rapidamente, se i consumi dovessero registrare un'impennata, a causa di un irrigidimento delle temperature, e se le forniture (via metanodotto o GNL) dovessero subire interruzioni significative. Nonostante le trattative in corso, la fine della guerra in Ucraina non ci appare così imminente. In aggiunta, la decisione europea di eliminazione delle importazioni di gas dalla Russia entro la fine del 2027 ha subito una forte accelerazione ed è totalmente scollegata dalle evoluzioni sul processo di pace. Infatti, l'Unione Europea ha proposto di eliminare le forniture di Mosca imponendo il divieto di nuovi contratti di acquisto già dall'inizio del prossimo anno; l'azzeramento delle importazioni di GNL russo sarebbe quindi effettivo per fine del 2026, mentre le importazioni di gas tramite gasdotto vincolate ad accordi di lungo termine dovranno cessare entro il 30 settembre 2027 (è prevista una possibilità di una proroga al 1° novembre, legata al riempimento dei serbatoi per le scorte invernali). La Russia pesa ancora per circa il 15% delle importazioni dell'Unione e rimane il secondo fornitore di prodotto liquefatto, dopo gli Stati Uniti. Se a livello europeo è possibile sopperire alla totale mancanza di gas russo tramite maggiori importazioni di GNL o incidendo ulteriormente sui consumi, a livello sistematico i nuovi divieti agli acquisti dalla Russia si tradurranno in una frenata dell'offerta mondiale, col risultato che l'eccesso di offerta previsto sui mercati potrebbe essere

molto inferiore a quanto attualmente stimato. Per questi motivi, ci attendiamo una media di circa 34 euro per MWh nel 1° trimestre 2026, dovuta al picco stagionale dei consumi, nell'ultima parte dell'anno termico, e a una più rapida erosione delle scorte. Una volta superato l'inverno 2025/26, ci attendiamo che le quotazioni possano diminuire verso una media annuale di 30 euro nell'intero 2026, con una maggior pressione sui prezzi quando si dovranno rimpinguare i depositi per fronteggiare il prossimo inverno 2026/27.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.12.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	607,2	-5,3	-1,6	9,5	-4,6
WTI (\$)	58,0	-8,5	-15,3	-16,2	-19,1
Brent (\$)	62,1	-8,2	-13,2	-14,5	-16,8
Gas Naturale (\$)	4,0	39,0	7,2	8,5	9,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: le aspettative di eccesso di offerta e le trattative di pace in Ucraina freneranno le quotazioni petrolifere; gas europeo stabile ma i consumi invernali stanno erodendo le riserve. Immutati i temi che caratterizzeranno il comparto energetico il prossimo anno. Dopo la pausa nella rimozione dei tagli produttivi che si sono autoimposti i Paesi OPEC+, vedremo quale sarà la strategia adottata dai produttori dopo il 31 marzo 2026. L'elemento centrale resta la dimensione del surplus di offerta che realmente si concretizzerà nel 2026. 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. Di contro, la recente escalation delle tensioni fra Stati Uniti e Venezuela, che ha portato al blocco (deciso da Trump) delle petroliere in entrata e in uscita dal paese latino-americano, sta alimentando le preoccupazioni sull'offerta di greggio nell'area. Per queste ragioni confermiamo il nostro outlook Neutrale, contenendo le previsioni per i prezzi del petrolio su entrambi i contratti WTI e Brent. Lo scenario sul gas naturale, per il prossimo anno, dipenderà anche dagli effetti delle nuove regole adottate dall'Europa sul meccanismo di accumulo delle scorte e dal totale abbandono delle importazioni di metano da Mosca (gasdotto e prodotto liquefatto entro il 2027). Uno scenario che, rispetto alle analisi di qualche settimana fa, appare del tutto indipendente dall'eventuale sblocco della situazione in Ucraina. Confermiamo quindi i nostri target rialzisti per il prezzo del TTF (ma contenuti), viste le incognite che graveranno sul sistema energetico europeo il prossimo anno.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 1° trim.		2° trim.		3° trim.		Anno 2026	Anno 2027
	22.12.25	2026	2026	2026	2026	2026		
WTI (\$)	58,0	57,0	58,3	59,0	59,0	61,0		
Brent (\$)	62,1	60,0	60,0	61,1	61,0	64,0		
Gas Naturale (\$)	4,0	4,1	3,8	3,9	3,9	4,0		

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

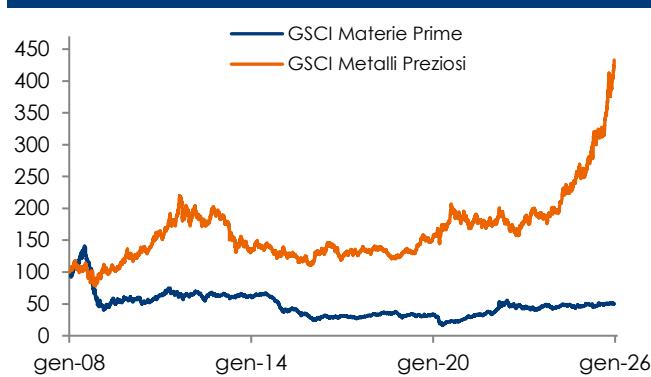
	Valore 1° trim.		2° trim.		3° trim.		Anno 2026	Anno 2027
	22.12.25	2026	2026	2026	2026	2026		
WTI (\$)	58,0	59,0	59,0	59,0	59,0	60,0		
Brent (\$)	62,1	63,0	63,0	63,0	63,0	64,0		
Gas Naturale (\$)	4,0	3,9	4,0	4,0	4,0	4,2		
TTF (€/MWh)	27,6	34,0	30,5	30,5	30,0	24,0		

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: cauti nel breve periodo, positivi nel medio-lungo

Si chiude un anno straordinario per i Preziosi, spinti al rialzo da una serie di fattori che in parte ritroveremo anche nel 2026. I Metalli preziosi hanno di nuovo accelerato al rialzo in questo finale di 2025 e l'oro ha rinnovato i suoi massimi storici superando i 4.400 dollari l'oncia. Tanti sono stati gli elementi che hanno guidato questa corsa, soprattutto le politiche commerciali ed economiche statunitensi, poco prevedibili e spesso contraddittorie, varate nei primi mesi della seconda amministrazione Trump, ma anche l'aumento dei rischi geopolitici in Medio Oriente, l'incertezza sull'evoluzione del conflitto in Ucraina, che ha messo in crisi anche la storica alleanza fra Stati Uniti ed Europa, e l'escalation delle tensioni fra Stati Uniti e Venezuela. Fattori politici a cui si sono sommati i timori per il rallentamento economico, i rischi di una "bolla finanziaria" dei listini azionari e il conseguente aumento della domanda di asset difensivi alternativi al dollaro e ai Treasury, come risultato anche di un processo (di lungo termine) di "de-dollarizzazione" che pervade tutto il mercato. Tutte queste preoccupazioni torneranno a riaffacciarsi periodicamente nel corso del prossimo anno, eccezion fatta per le tensioni commerciali, che sembrano essere già ora passate in secondo piano, e per l'aggressività dell'azione politico-economica dell'Amministrazione Trump. Pensiamo infatti che l'arrivo delle elezioni di Mid-term, il prossimo novembre, suggeriranno maggior prudenza e smusseranno le esternazioni del Presidente USA. I sondaggi attuali indicano un possibile arretramento dei Repubblicani sia alla Camera che al Senato e questo rappresenterebbe un problema per il proseguo dell'azione governativa. Questo diverso atteggiamento della Casa Bianca potrebbe favorire una maggiore propensione al rischio il prossimo anno, con la conseguenza di ridurre parzialmente l'appeal degli asset difensivi che potrebbero limitarsi a consolidare su livelli alti, di poco inferiori agli attuali massimi.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

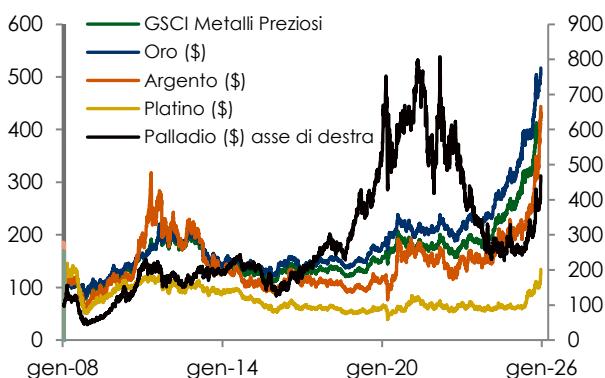
	Valore 22.12.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.919,9	7,2	15,5	103,6
GSCI Met. preziosi	5.035,8	72,4	117,5	131,3
Oro (\$)	4.438,6	68,3	116,2	137,0
Argento (\$)	68,6	132,2	183,6	167,5
Platino (\$)	2.069,0	127,8	111,9	103,7
Palladio (\$)	1.746,8	91,1	44,9	-25,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Al netto dell'inattesa fiammata rialzista di questo finale d'anno, ci aspettiamo possa seguire un consolidamento dei Preziosi poco distante dagli attuali massimi, nel 2026. L'oro, dopo aver registrato una performance straordinaria per tutto il 2025, aumentando il proprio valore del 65% e raggiungendo il suo record storico, ha frenato la sua corsa, che va interpretata come un rallentamento della dinamica e non come un'inversione strutturale del movimento. Nel nostro scenario per il 2026, caratterizzato da un'economia mondiale solo in marginale rallentamento, un'espansione monetaria particolarmente cauta e tensioni geopolitiche sperabilmente in calo, l'oro potrebbe scambiare attorno a una media di poco inferiore al massimo storico (prezzo medio di circa 3.945 dollari per 2026 e 4.100 dollari nel 2027). Al contrario, la straordinaria corsa dell'**argento** (oltre il 130% da inizio anno e nuovo record in area 70 dollari) lo candida ad una maggior frenata, registrando rendimenti inferiori rispetto all'oro nell'eventualità di possibili correzioni massimi (circa 57,5 dollari nel 2026 e 60 dollari nel 2027). Anche gli altri Metalli preziosi restano candidati a mantenere, nel corso del 2026, buona parte dei guadagni accumulati nel 2025, pur assestandosi in media su livelli inferiori agli attuali. Il prossimo anno il **platino** potrebbe scambiare ad un prezzo medio di circa 1.525 dollari, il **palladio** di 1.385 dollari. Entrambi i metalli

hanno seguito il rialzo dell'oro e sfruttato il processo di sostituzione: nel settore della Gioielleria il costo dell'oro ha favorito l'impiego del platino e nel comparto Auto il più conveniente palladio è stato preferito al platino, due effetti che potrebbero venir meno l'anno venturo.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.12.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	5.035,8	20,3	35,4	72,8	72,4
Oro (\$)	4.438,6	17,4	30,9	70,0	68,3
Argento (\$)	68,6	55,0	89,3	131,7	132,2
Platino (\$)	2.069,0	38,2	60,5	119,8	127,8
Palladio (\$)	1.746,8	42,6	62,3	87,3	91,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: ipotizziamo uno scenario di consolidamento su livelli alti nel 2026, ma ribadendo la sensazione che la dinamica rialzista stia comunque rallentando. Le nostre stime restano improntate alla prudenza e in linea col consenso della maggior parte degli analisti di mercato (Outlook Neutrale). Nel corso del 2026 prevediamo un consolidamento, i Metalli preziosi saranno in grado di mantenere buona parte dei guadagni registrati nel 2025, restando molto vicini agli attuali massimi. La nostra cautela non va scambiata per negatività: detenere una quota strutturale di investimenti difensivi come oro o argento nei portafogli è coerente con una asset allocation strategica, pronta ad affrontare un mondo più frammentato e imprevedibile. La performance del comparto sarà influenzata dall'evoluzione dello scenario geopolitico e macroeconomico, nonché dall'aumento della liquidità che le banche centrali, in primis la Fed, immetteranno sul mercato. Il ciclo monetario espansivo della Fed dovrebbe proseguire nel corso del 2026. Le tensioni geopolitiche resteranno persistenti anche il prossimo anno. L'incertezza della politica economica statunitense, le elezioni di Mid-term negli Stati Uniti e gli acquisti da parte delle banche centrali mondiali, seppur minori, sono tutti elementi che alimenteranno la domanda di beni rifugio. In conclusione, per i Metalli preziosi, i rischi che gravano sulle nostre previsioni sono sbilanciati verso l'alto. Non escludiamo infatti che, in particolare oro e argento, possano registrare nuovi record nel caso in cui lo scenario economico si deteriorasse maggiormente, obbligando Fed e BCE ad implementare politiche monetarie ancora più espansive, o in caso di nuova escalation delle tensioni geopolitiche.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.438,6	4.200,0	4.300,0	4.400,0	4.150,0	3.900,0
Argento (\$)	68,6	53,5	56,0	55,0	50,0	48,0
Platino (\$)	2.069,0	1.620,0	1.650,0	1.650,0	1.605,5	1.557,5
Palladio (\$)	1.746,8	1.400,0	1.380,0	1.350,0	1.312,0	1.161,9

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Oro (\$)	4.438,6	4.000	3.950	3.930	3.945	4.100
Argento (\$)	68,6	59,0	58,0	57,0	57,5	60,0
Platino (\$)	2.069,0	1.600	1.550	1.450	1.525	1.630
Palladio (\$)	1.746,8	1.420	1.380	1.360	1.385	1.400

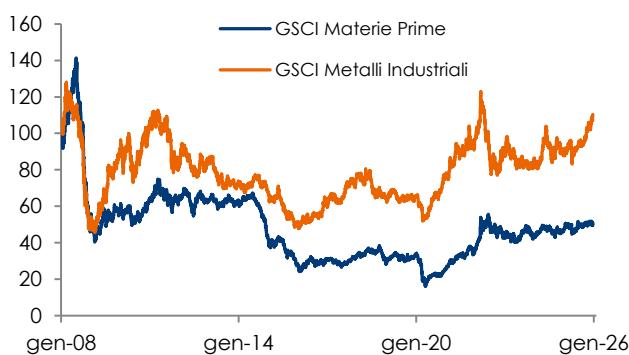
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: domanda in crescita e scarsità di offerta

Finale d'anno di consolidamento per i Metalli industriali che continuano a beneficiare del superamento delle tensioni commerciali e delle aspettative di aumento della domanda nei prossimi anni. In questo finale di 2025, i Metalli industriali stanno rafforzando la performance annuale (+25%) e riducendo lo svantaggio rispetto ad altri compatti, restando al secondo posto, battuti solo dallo straordinario rialzo annuale dei Preziosi (+72%). Confermiamo le nostre previsioni che ipotizzano un probabile rialzo dei prezzi nel 2026, concentrato più nella seconda parte dell'anno che nella prima, dove le distorsioni create dalla guerra commerciale scatenata da Trump influenzano ancora negativamente il mercato fisico. Ci attendiamo che continui la forte crescita della domanda mondiale per gli investimenti in elettrificazione, transizione energetica, e generazione di energia per soddisfare i fabbisogni di data center e investimenti in intelligenza artificiale, una prospettiva che, necessariamente, non potrà che alimentare la domanda di materiali per cavi, trasformatori e linee di trasmissione elettrica. L'offerta di molti metalli è però soggetta a limiti oggettivi. Come detto più volte, gli scarsi investimenti lungo tutta la filiera produttiva del settore (miniere, raffinazione e siderurgia) rappresentano il maggior elemento di rischio quando la domanda crescerà in maniera robusta. Una condizione che non potrà che generare una forte pressione rialzista sulle quotazioni del comparto.

Le scelte politiche influenzano le dinamiche di mercato. Se le tensioni commerciali del 2025 sono state il principale elemento distorsivo sui mercati fisici dei metalli, alimentando l'incertezza sul regime tariffario che gli Stati Uniti imporranno alle importazioni di questi prodotti ritenuti critici e strategici anche nel prossimo futuro, il 2026 rischia di essere caratterizzato dalle contromosse politiche che molti governi attueranno in risposta alle minacce americane. La scarsità di metalli potrebbe essere ulteriormente amplificata in alcune regioni se le decisioni politiche continueranno a segmentare i mercati fisici. Basti pensare alle limitazioni dovute alle sanzioni su metalli di origine russa, ma anche alla volontà di molti paesi occidentali di ridurre la propria dipendenza dalla Cina, particolarmente difficile da perseguire nel settore metallurgico a causa dell'indiscussa leadership di questo paese. Nel nostro scenario centrale, per tutti i principali metalli non-ferrosi ci attendiamo prezzi superiori ai livelli attuali su un orizzonte di 12 mesi oltre al probabile verificarsi di una diffusa scarsità di offerta, alimentata proprio dalle possibili decisioni politiche che i governi attueranno per proteggere o limitare la commercializzazione delle proprie risorse.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 22.12.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.919,9	7,2	15,5	103,6
GSCI Industriali	2.059,1	25,1	30,0	45,4
Rame (\$)	11.925,0	36,0	39,1	52,0
Alluminio (\$)	2.941,5	15,3	26,5	46,6
Zinco (\$)	3.051,6	3,3	17,9	11,3
Nickel (\$)	15.276,0	-0,3	-7,5	-9,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

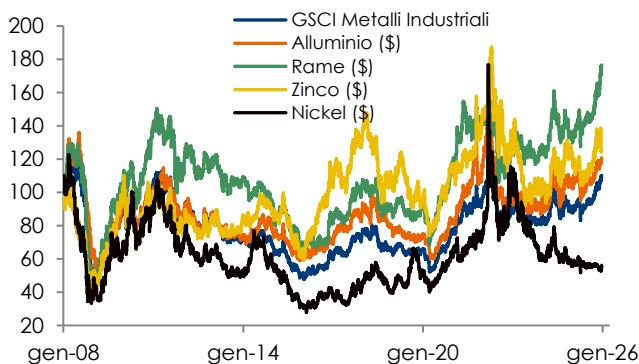
Rame: i prezzi consolidano vicino ai massimi storici, spinti dai rischi per le forniture e in attesa dell'aumento della domanda nel medio-lungo termine. Il rame ha toccato il suo massimo storico (a ridosso di 12.000 dollari) nel mese di dicembre, sempre in scia all'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, che ha attenuato il rischio per la crescita economica globale e rassicurato sugli scambi commerciali fra le due economie. Immutati i fattori critici sull'offerta; i blocchi di attività in diverse miniere, nel corso di tutto il 2025, hanno confermato la fragilità delle catene di

rifornimento e riaccesso i riflettori sulla reale disponibilità di offerta globale anche per gli anni futuri, sostenendo la pressione rialzista che già era presente, a causa della distorsione prodotta dai dazi sul mercato fisico. Gli ultimi dati diffusi dall'International Copper Study Group (ICSG) confermano come la crescita della produzione globale di rame raffinato continui a rallentare mentre, 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). Il risultato dato dalla sommatoria di un'offerta debole e una domanda robusta continuerà ad alimentare le aspettative di deficit di mercato nel 2026 (150.000-200.000 tonnellate), premendo al rialzo sulle quotazioni future.

Alluminio: prezzi stabili in uno scenario ricco di molte incognite. Nel 2026 le preoccupazioni legate a tariffe e dazi influenzano la dinamica dell'alluminio solo nella primissima parte dell'anno. Successivamente, gli operatori torneranno 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 una oggettiva sovraproduzione domestica, spingerà la Cina a contenere la sua offerta, in coincidenza però di un possibile aumento della domanda globale di alluminio. A nostro avviso, a influenzare gli equilibri di mercato di questo metallo, almeno nel medio-lungo periodo, sarà la strutturale scarsità dell'offerta che si scontrerà con consumi in crescita, generando una persistente pressione rialzista sui prezzi lungo tutto il prossimo anno e che sfocerà in un maggior rialzo poi nel 2027.

Zinco: confermiamo la prospettiva rialzista di medio-lungo periodo mentre si attende il consueto impatto delle chiusure cinesi per festività. Lo zinco registra la performance annuale positiva più bassa. Il movimento di recupero iniziato quest'estate è culminato coi massimi annuali di fine ottobre in area 3.400 dollari ed è poi andato via via esaurendosi. 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. Lo zinco (come argento, rame e alluminio) rischia di essere investito dalla domanda legata alle nuove applicazioni digitali, elettriche e basate sull'intelligenza artificiale. Una situazione che dovrà fare i conti con livelli estremamente bassi di scorte e offerta a livello globale, in particolare al di fuori della Cina, il cui mercato domestico resta invece in surplus produttivo. In prossimità del consueto rallentamento della siderurgia cinese che coincide con le chiusure legate alle festività del Capodanno Lunare, non cambiamo la nostra prospettiva di potenziale rialzo dei prezzi nel lungo periodo (2026 e poi 2027).

Nickel: le mosse dell'Indonesia resteranno il fattore dominante sul mercato fisico anche nel 2026. Temi immutati per il nickel anche nel 2026, le cui sorti resteranno indissolubilmente legate al comparto minerario e siderurgico dell'Indonesia, il paese che ne governa il mercato. Le stime per il 2026 indicano un persistente eccesso di offerta che frenerà 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) decise dal Governo indonesiano, gli investitori dubitano che tali provvedimenti vengano effettivamente attuati, limitando l'eventuale incidenza sui livelli dell'offerta. Il passato ha già dimostrato che le misure annunciate, che avrebbero teoricamente ridotto l'offerta globale di circa il 35%, non si sono in realtà concretizzate e non si sono tradotte in un'effettiva riduzione della produzione, mantenendo inalterata la pressione ribassista sul nickel. La frenata dei consumi e la sovraffollata 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

	22.12.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.059,1	14,4	18,0	24,5	25,1
Rame (\$)	11.925,0	19,6	23,4	33,8	36,0
Alluminio (\$)	2.941,5	11,5	13,6	16,4	15,3
Zinco (\$)	3.051,6	3,8	17,1	3,5	3,3
Nickel (\$)	15.276,0	-0,5	3,2	-0,1	-0,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'outlook di breve resta Neutrale ma la prospettiva di forte aumento della domanda e di scarsità di offerta, candida i Metalli industriali a un rialzo maggiore nel medio-lungo termine. Nel suo insieme, il comparto per il quale siamo più positivi nel 2026 è quello dei Metalli industriali. Il prossimo anno, i mercati fisici di molti metalli registreranno probabilmente un deficit di offerta a causa degli scarsi investimenti degli ultimi anni. L'impossibilità di soddisfare i consumi in crescita si rifletterà sul rialzo delle quotazioni. Tutti i principali metalli riteniamo registreranno prezzi superiori agli attuali su un orizzonte di 12 mesi, mentre si limiteranno a consolidare nei primi mesi del 2026, ancora penalizzati dalle distorsioni generate dai dazi USA. Pensiamo quindi che le quotazioni di gran parte dei metalli di base possano attraversare una probabile fase di debolezza a inizio anno, complice la stagionalità negativa che vedrà un calo dell'operatività in Cina, come conseguenza della festività del Capodanno Lunare, per poi riprendere il movimento rialzista di lungo periodo. Fra tutti i metalli, siamo più positivi su rame, alluminio e zinco perché maggiormente esposti ai temi dello sviluppo infrastrutturale e del crescente fabbisogno di energia. Al contrario, siamo più cauti sul nickel a causa dell'ormai cronico eccesso di offerta indonesiana sul mercato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	11.925,0	10.900	11.000	11.310	11.023	10.613
Alluminio (\$)	2.941,5	2.898	2.900	2.950	2.800	2.713
Zinco (\$)	3.051,6	3.000	2.950	2.900	2.875	2.756
Nickel (\$)	15.276,0	15.200	15.500	15.425	15.404	16.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

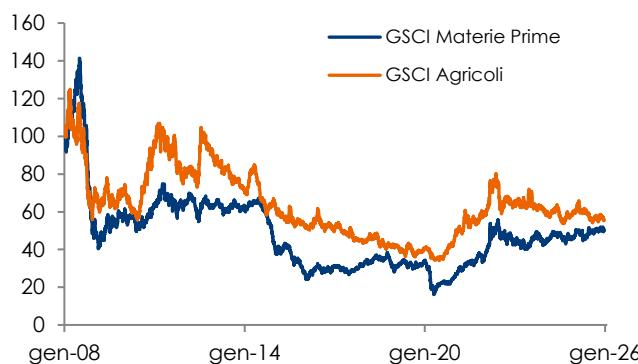
	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Rame (\$)	11.925,0	10.900	11.500	12.000	11.725	13.000
Alluminio (\$)	2.941,5	2.850	3.010	3.100	3.040	3.375
Zinco (\$)	3.051,6	3.000	3.200	3.300	3.260	3.600
Nickel (\$)	15.276,0	15.200	15.350	15.350	15.350	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: le sorprese potrebbero arrivare dalla domanda

Il comparto agricolo sta consolidando in questo finale d'anno; gli effetti del cambiamento climatico e la crescita demografica restano i fattori di lungo termine da monitorare, mentre la sorpresa potrebbe arrivare da un inatteso incremento della domanda. I prezzi delle derrate alimentari hanno registrato una sostanziale stabilità sulle principali piazze di scambio negli ultimi mesi e probabilmente chiuderanno l'anno confermando questa situazione. Fa eccezione ovviamente la soia, che ha visto un rincaro (contenuto) sulla scia dell'accordo stipulato fra Washington e Pechino. 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. Da allora Pechino aveva pressoché azzerato la dipendenza dal comparto agricolo USA riducendo, di conseguenza, la sua esposizione ad eventuali rappresaglie tariffarie. Il commercio di soia tra 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. Come già detto, questo è un periodo dell'anno in cui gli operatori valutano la resa delle colture e giudicano l'effettiva dimensione della produzione stagionale, vista la conclusione definitiva dei raccolti nell'emisfero settentrionale. Sul fronte commerciale sono decisamente calate le tensioni, complice anche la minor pressione statunitense verso i Paesi Emergenti fornitori di alimenti. Da metà novembre, infatti, anche in vista delle festività (e dei consumi) di fine anno, il presidente Trump ha deciso di abbassare i dazi sulle importazioni agricole, come zucchero, cacao, banane, caffè e pomodori, dopo che il Governo era finito sotto pressione, con i suoi stessi elettori scontenti per l'aumento dei prezzi proprio delle derrate alimentari. Non a caso, proprio per il ridursi delle tensioni commerciali e per l'abbondanza dell'offerta, in particolare di cereali, le quotazioni dei beni alimentari proseguono la loro stabilizzazione, come ribadito anche a dicembre dalla FAO. Continua anche il recupero delle soft commodity, prodotti di consumo considerati non primari che, in caso di crisi economica, ora decisamente meno probabile, sarebbero stati penalizzati nelle scelte di acquisto dei consumatori.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 22.12.25	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.919,9	7,2	15,5	103,6
GSCI Agricoli	475,4	-7,7	-7,1	24,3
Mais (\$ cent)	447,0	-2,5	-5,5	-0,1
Frumento (\$ cent.)	515,5	-6,5	-16,3	-18,1
Soia (\$ cent)	1.053,3	5,5	-19,0	-16,3
Cotone (\$ cent)	63,6	-7,0	-20,2	-16,5
Cacao	5.887,0	-49,6	36,6	132,2
Zucchero	15,0	-22,2	-27,3	3,1
Caffè (Arabica)	347,4	8,6	80,2	179,7
Caffè (Robusta)	3.866,0	-23,0	25,7	184,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari si contrae anche a novembre. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso leggermente (-1,2% m/m) anche a novembre (dopo il calo di ottobre) registrando una media di 125,1 punti, rispetto ai 126,4 punti dello scorso mese, segnando il terzo calo mensile consecutivo. Le diminuzioni degli indici dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari, della carne, dello zucchero e degli oli vegetali hanno superato l'aumento dell'indice dei cereali.

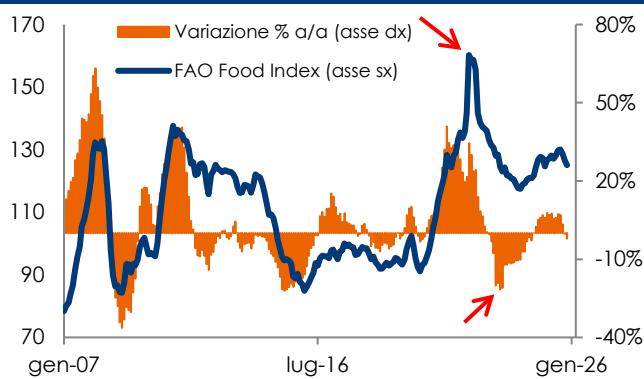
L'indice dei prezzi dei cereali è salito dell'1,8% rispetto a ottobre ma si trova ancora al di sotto del livello registrato l'anno scorso. I prezzi mondiali del grano sono cresciuti del 2,5%, nonostante prospettive di offerta generalmente abbondanti e previsioni di buoni raccolti in Argentina e Australia. I mercati del grano sono stati sostenuti dall'aumento dell'interesse cinese per le forniture dagli Stati Uniti, dalle preoccupazioni per le continue ostilità nella regione del Mar Nero, e dalle aspettative di riduzioni delle semine nella Federazione Russa. Anche i prezzi internazionali

del mais sono aumentati a novembre, per via di una domanda immutata per le forniture brasiliane e a causa delle piogge in Argentina e Brasile, che hanno rallentato il raccolto del granoturco. Incrementi delle quotazioni sono stati segnati anche da soia, orzo e sorgo. L'indice dei prezzi del riso è invece diminuito dell'1,5% a novembre, poiché la combinazione di buoni raccolti nell'emisfero settentrionale e di una minor domanda globale ha premuto al ribasso sulle quotazioni del riso Indica e anche di alcune altre varietà. **L'Indice dei prezzi degli oli vegetali** ha registrato una media di 165,0 punti a novembre, in calo di 4,4 punti (-2,6%) rispetto a ottobre, raggiungendo il livello più basso degli ultimi cinque mesi. La diminuzione riflette prezzi inferiori per l'olio di palma, di colza e di girasole, che hanno più che compensato un leggero aumento delle quotazioni dell'olio di soia. I prezzi internazionali dell'olio di palma sono scesi a novembre in gran parte a causa di una produzione superiore alle attese in Malesia. Nel frattempo, dopo diversi mesi consecutivi di aumenti, i prezzi dell'olio di colza si sono attenuati grazie alle prospettive positive di produzione globale, mentre le quotazioni dell'olio di girasole sono diminuite a causa dell'aumento stagionale delle forniture dalla regione del Mar Nero. I prezzi globali dell'olio di soia sono invece rimasti sostanzialmente stabili e sostenuti da una domanda robusta da parte del settore del biodiesel, in particolare in Brasile. Tuttavia, il calo dei prezzi del petrolio ha contribuito anche a ridurre i prezzi generali degli oli vegetali. **L'Indice dei prezzi della carne** è calato dello 0,8% m/m (pur restando al rialzo del 4,9% a/a). Il calo mensile è dovuto a prezzi più bassi della carne suina e del pollame, mentre le quotazioni della carne bovina sono rimaste sostanzialmente stabili e i prezzi della carne ovina sono saliti. La carne suina è scesa principalmente a causa delle quotazioni più basse nell'Unione Europea in un contesto di offerta abbondante e domanda contenuta, in particolare dalla Cina, dopo l'introduzione dei dazi all'importazione all'inizio di settembre. **L'Indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari** è diminuito del 3,1% a novembre. Nonostante questo calo, l'indice resta dell'1,7% sopra al livello dell'anno precedente. Tutte le componenti sono scese: burro e latte intero in polvere hanno registrato i cali più marcati, guidati da una maggiore disponibilità per l'esportazione e da una concorrenza più forte tra i principali fornitori; il latte scremato in polvere ha visto solo una moderata diminuzione, in un contesto di forniture abbondanti e limitato interesse all'acquisto. Infine, i prezzi del formaggio sono diminuiti ma di poco, poiché le forniture generalmente stabili di Unione Europea e Oceania sono state parzialmente compensate da una domanda comunque solida nei mercati asiatici e mediorientali. Per tale ragione, l'indice dei prezzi del formaggio è rimasto quasi il 10% al di sopra del livello di un anno prima. Infine, **l'Indice dei prezzi dello zucchero** è sceso del 5,9% rispetto a ottobre, il terzo calo mensile consecutivo, al livello più basso dal dicembre 2020, con la diminuzione che è stata determinata principalmente dalle aspettative di abbondanti forniture globali di prodotto raffinato. Nelle principali regioni di coltivazione del Brasile meridionale, la produzione di zucchero è rimasta forte nonostante il rallentamento stagionale della frantumazione della canna da zucchero e il minor utilizzo per la produzione di dolcificante a favore dei biocombustibili. L'inizio anticipato della raccolta indiana per il 2025/26, unito alle prospettive favorevoli del raccolto in Thailandia, ha ulteriormente rafforzato le prospettive positive per l'offerta globale di zucchero, ampliando ulteriormente la pressione al ribasso sui prezzi.

FAO: nuovo rialzo della previsione per la produzione cerealicola mondiale per la stagione 2025/26. Nel Cereal Supply and Demand Brief di dicembre, la FAO ha rivisto al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali per la stagione 2025/26, attesa ora a 3.003,1 milioni di tonnellate da 2.989,6 milioni di novembre (+13,5 milioni di tonnellate). L'aumento è dovuto alle prospettive migliorate, guidate in particolare dall'Argentina, dove piantagioni più ampie del previsto e probabili rese record, supportate da condizioni meteorologiche favorevoli, dovrebbero tradursi in un raccolto senza precedenti. Anche le revisioni alla produzione di grano nell'Unione Europea e negli Stati Uniti d'America hanno contribuito alle prospettive più ottimistiche di questo mese. La produzione globale di cereali secondari (che include anche il mais) dovrebbe ora raggiungere 1.616,9 milioni di tonnellate dal precedente dato di 1.614 tonnellate (+2,9 milioni rispetto alla stima di novembre). La FAO ha aumentato le previsioni per la produzione di grano a 827,4 milioni di tonnellate, dalla stima di 819,2 milioni di tonnellate del mese scorso. La produzione mondiale di

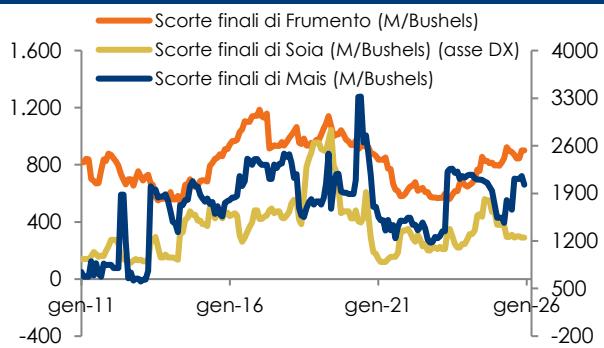
riso dovrebbe attestarsi a 558,8 milioni di tonnellate (quasi immutata da novembre) e rimanere sempre legata alle minori limitazioni alla commercializzazione di tutti i tipi di riso in India. Si prevede che il consumo di cereali, nel 2025/26, resti sostanzialmente invariato a 2.931 milioni di tonnellate dai 2.929,2 milioni di novembre, con un aumento del 2,1% a/a rispetto all'anno precedente. La previsione per l'utilizzo globale di cereali è solo leggermente aumentata rispetto al mese precedente, con l'utilizzo totale di cereali secondari nel 2025/26 marginalmente ridotto, poiché una revisione al rialzo dell'utilizzo di orzo per mangimi in Argentina è stata controbilanciata da lievi aggiustamenti al ribasso dell'utilizzo di mais per mangimi in Brasile e nell'Unione Europea. Le scorte globali di cereali sono viste crescere ancora entro la fine del 2026, raggiungendo il livello record di 925,5 milioni di tonnellate (916,3 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 31,4%, da 31,1%, in linea con lo scenario di offerta globale abbondante. Le nuove previsioni includono anche un aumento annuo del 3,3% per il commercio internazionale di cereali, che ora dovrebbe raggiungere i 500,6 milioni di tonnellate, dai 499,5 milioni stimati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2025)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

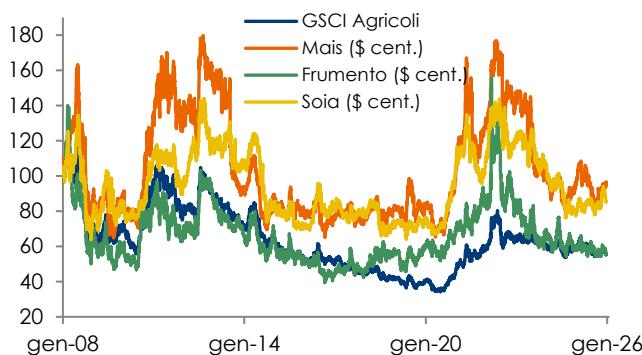


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2025)

WASDE: i report di dicembre risentono dello shutdown USA. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di dicembre, 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 837,1 milioni di tonnellate da 828,89 milioni, con incrementi diffusi per la maggior parte dei principali esportatori, tra cui Argentina, Australia, Russia e Canada. Il consumo globale è visto aumentare di 4,1 milioni di tonnellate, raggiungendo gli 822,7 milioni da 818,9 precedenti, principalmente grazie al maggiore uso per mangimi e usi residui da parte dei paesi citati. Il commercio globale è stimato in aumento a 218,7 milioni di tonnellate (da 217,21 mln), grazie alle maggiori esportazioni di Argentina, Australia e Canada, che compensano ampiamente le riduzioni di Turchia e Ucraina. Le scorte finali previste per il 2025/26 sono in crescita di 3,4 milioni di tonnellate, raggiungendo quota 274,9 milioni, da 271,43 milioni di tonnellate. La produzione globale di **mais** è scesa a 1.282,96 milioni di tonnellate da 1.286,23 milioni della stima precedente. Si prevede un calo per Ucraina, Canada, Nigeria, Indonesia e Senegal, parzialmente compensato da aumenti per UE, Russia e Zimbabwe. Il consumo mondiale è stimato in rialzo a 1.297,18 milioni di tonnellate (da 1.296,54 mln). Le importazioni mondiali sono scese a 190,7 da 191,12 milioni di tonnellate, mentre le esportazioni saliranno a 205,10 milioni di tonnellate da 203,47 milioni. Le scorte finali globali per il 2025/26 sono attese ridursi a 279,14 milioni da 281,34 milioni di novembre. La produzione 2025/26 di **cereali secondari** (orzo, sorgo, miglio, cereali misti e segale) è stimata in diminuzione a 1.575,82 milioni di tonnellate (da 1.576,13 mln). Il consumo mondiale è atteso in crescita a 1.588,11 milioni di tonnellate, rispetto ai 1.585,89 milioni.

del mese precedente. Le esportazioni sono riviste leggermente al rialzo a 249,7 milioni di tonnellate dai 249,27 milioni dello scorso report. Le scorte finali sono attese in marginale diminuzione a 309,6 milioni di tonnellate, rispetto ai 310,8 mln del mese di novembre. Per il mercato della **soia**, la stima relativa alla produzione mondiale per la stagione 2025/26 è stata rivista al rialzo a 422,54 milioni di tonnellate, rispetto ai 421,75 milioni stimati nel report precedente. Le esportazioni globali sono attese in lieve calo a 187,70 milioni di tonnellate (da 187,97 milioni). Analogamente, le importazioni mondiali sono stimate in minimale ribasso a 186,14 milioni di tonnellate (contro i 186,41 milioni precedenti). Le scorte finali globali di soia sono previste in aumento di 3,8 milioni di tonnellate, raggiungendo i 122,37 milioni (da 121,99 mln) a causa delle maggiori riserve in Brasile, UE, Sud-Est asiatico e Messico.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.12.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	475,4	-0,1	-4,0	-6,5	-7,7
Mais (\$ cent.)	447,0	4,9	6,6	-0,2	-2,5
Frumento (\$ cent.)	515,5	-1,0	-6,7	-4,6	-6,5
Soia (\$ cent.)	1.053,3	4,1	-0,5	8,6	5,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: proseguirà anche nel 2026 il consolidamento su prezzi alti di cereali e coloniali, senza escludere possibili maggiori rincari nel corso dell'anno. Si conferma il miglioramento del clima, sul comparto agricolo, in questo finale di 2025, visto il costante venir meno dell'incertezza sugli scambi mondiali, grazie alla solidità delle recenti intese commerciali stipulate (in particolare quella fra Washington e Pechino), a cui si è sommato il cambio di approccio dell'amministrazione Trump che ha "ammorbidito" le tariffe su molte derrate alimentari in arrivo dai Paesi Emergenti. Sull'orizzonte a dodici mesi è probabile che si verifichi un contenuto rialzo delle quotazioni di gran parte delle materie prime agricole, che beneficeranno della maggior liquidità iniettata dalle banche centrali, di tassi di interesse bassi in Europa e Stati Uniti e di un possibile e inatteso incremento della domanda. In questo 2025, i raccolti di frumento, mais e riso hanno raggiunto livelli record grazie alla miglior resa delle colture, nonostante alcune regioni abbiano sofferto di condizioni climatiche non ottimali. La vera sorpresa sono stati però i consumi mondiali: non solo sono cresciuti più del previsto, contrariamente ad attese di raffreddamento della domanda, ma in alcuni Paesi produttori hanno superato l'offerta disponibile, sorprendendo gli analisti. Per tali ragioni, manteniamo una visione positiva sulla futura domanda mondiale di cereali nel prossimo biennio, guidata dai consumi industriali, dalla produzione di mangimi animali (vista la crescita nel consumo di proteine) e dall'incremento demografico. Una prospettiva che, a nostro avviso, viene sottovalutata dal mercato.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (cent. \$)	447,0	455,0	460,0	450,0	458,0	461,5
Frumento (cent. \$)	515,5	540,0	545,0	560,0	565,0	580,0
Soia (cent. \$)	1.053,3	1.094,9	1.100,0	1.105,0	1.100,0	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Mais (\$ cent.)	447,0	430	430	440	435	460
Frumento (\$ cent.)	515,5	540	560	560	565	610
Soia (\$ cent.)	1.053,3	1.050	1.100	1.100	1.100	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

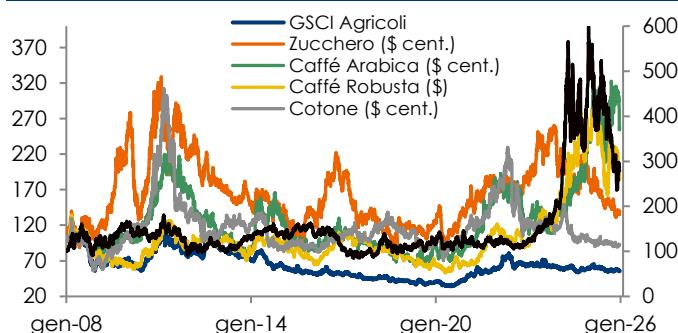
Soft commodity

Rispetto a quanto detto per i cereali, i raccolti dei Coloniali non hanno registrato volumi record quest'anno. La produzione di queste derrate alimentari è storicamente molto più concentrata geograficamente; i raccolti e i flussi commerciali sono stati maggiormente impattati non solo dalle anomalie metereologiche ma anche e soprattutto dalle distorsioni legate a interventi protezionistici, regolamenti ambientali, dazi e tariffe. Una situazione che ritroveremo anche nel 2026 ma probabilmente limitata solo ad alcune soft commodity, come lo zucchero, che potrebbe recuperare, al contrario del cacao, che dovrebbe invece rallentare.

Cotone: il marginale surplus di offerta stimato per il 2026 e una riduzione dell'uso industriale, unito all'aumento delle scorte, manterranno i prezzi intorno agli attuali livelli. Il nostro scenario sul cotone per il 2026 prevede un consolidamento del prezzo medio intorno ai 66 centesimi, una dinamica che appare come il frutto del sostanziale equilibrio di mercato fra domanda e offerta e delle stime di modesto surplus per la prossima stagione 2026. La produzione globale è stimata in calo di quasi 300.000 balle, riflettendo principalmente una superficie e una produzione inferiori in Africa Occidentale, parzialmente compensate da un raccolto maggiore negli Stati Uniti. Il commercio globale è calato di 250.000 balle sia a causa della contrazione delle produzioni trattabili sui mercati che della revisione effettuata sui volumi degli scambi commerciali di alcuni paesi. Le scorte iniziali, le esportazioni e le importazioni rimangono invariate, mentre le scorte finali globali sono aumentate di poco più di 40.000 balle, con il rapporto scorte/consumo che rimane al 64%. 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. I dati sulla domanda e sull'offerta globali per il 2026 vedono una produzione mondiale a 25,43 milioni di tonnellate e consumi 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 consolidamento lungo tutto l'orizzonte di previsione.

Zucchero: il recupero delle quotazioni potrebbe proseguire nel 2026. 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 per tornare intorno ai 15 dollari, in questo finale d'anno. A favorire il rialzo dei prezzi le notizie 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, con la conseguenza di incoraggiare gli zuccherifici a dirottare la canna da zucchero verso la produzione di etanolo anziché verso quella del dolcificante. I maggiori volumi destinati alla produzione di biocarburanti a scapito della raffinazione per uso alimentare anche in Brasile, uniti ai persistenti limiti indiani alle esportazioni, dovrebbero consentire alle quotazioni dello zucchero di estendere il recupero anche al prossimo anno. L'India ha recentemente annunciato quote inferiori alle attese di prodotto commerciabile: solo 1,5 milioni di tonnellate di zucchero nella stagione in corso, rispetto alle precedenti stime di 2 milioni. Nelle ultime stime pubblicate a novembre, l'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO) ipotizza che la stagione 2025/26 si chiuda con un surplus di 1,625 milioni di tonnellate, dopo il deficit di 2,916 milioni di tonnellate registrato lo scorso anno. Tuttavia, la stessa ISO ha sottolineato che queste stime sono da ritenersi ancora preliminari, in quanto c'è ancora tempo perché eventi climatici sfavorevoli impattino negativamente sui raccolti. In aggiunta, l'eccesso di offerta previsto appare decisamente troppo modesto per compensare la scarsità di prodotto registrata in precedenza. Ancora una volta si riconferma quindi un quadro complicato per i fondamentali dello zucchero che non preclude però la nostra prospettiva di recupero dei prezzi, seppur contenuto, per tutto il prossimo anno.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.12.25	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	475,4	-0,1	-4,0	-6,5	-7,7
Cotone	63,6	-1,4	-0,5	-8,4	-7,0
Cacao	5.887,0	-15,4	-30,4	-50,8	-49,6
Zucchero	15,0	-1,7	-6,9	-23,2	-22,2
Caffè (arabica)	347,4	-5,4	8,9	6,9	8,6
Caffè (robusta)	3.866,0	-14,1	-0,5	-22,8	-23,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: si rafforzano le prospettive di prezzi solidi anche nel 2026. Le nostre previsioni sul caffè indicano un moderato rialzo delle quotazioni nel corso del 2026, che lasci spazio poi a una progressiva correzione negli anni successivi. La normalizzazione dell'assetto tariffario dovrebbe sbloccare maggiori volumi di esportazione verso gli Stati Uniti, migliorando l'offerta mondiale e contribuendo a un moderato rialzo delle scorte presso le principali borse merci, pur senza turbare gli equilibri di domanda. Le stime preliminari indicano che la stagione in corso potrebbe essere complessivamente positiva per le rese sia in America Latina che nel Sud-Est asiatico, ma questo non preclude l'ipotesi che l'Arabica ritocchi al rialzo i propri massimi storici all'inizio del 2026, se le condizioni metereologiche saranno tali da rischiare di compromettere un raccolto che, nelle prime stime, sembrerebbe avere volumi e rese soddisfacenti. Al contrario, è improbabile che la Robusta si riavvicini ai precedenti massimi; sono troppo ampie le stime di offerta abbondante proveniente, in particolare, dal Sud-Est asiatico. Nel nostro scenario, per l'Arabica prevediamo quotazioni in area 390 centesimi di dollaro nel 1º trimestre 2026; ci attendiamo successivamente un calo verso una media annua di circa 385 centesimi nel 2026 e 380 centesimi nel 2027. Per la Robusta stimiamo invece un generale rialzo medio intorno a 4.000 lungo tutto il 2026 ma senza registrare nuovi massimi.

Cacao: il calo dei prezzi può proseguire anche nel 2026. Finale d'anno all'insegna della debolezza per il cacao, che non ha beneficiato nemmeno dei classici consumi stagionali legati alle festività. Alla modifica del prezzo minimo garantito per i coltivatori in Costa d'Avorio e Ghana, che aveva depreso le quotazioni del cacao in ottobre, si sono sommati gli scarsi consumi di novembre, rafforzando la dinamica ribassista in atto. Esprimiamo una previsione di maggior debolezza per il cacao all'interno del comparto dei Coloniali, poiché il processo di ribilanciamento del mercato dovrebbe continuare. Dopo la crisi del 2023-2024, culminata con gli eccessi di prezzo che hanno sbilanciato il mercato fisico, le quotazioni del cacao hanno iniziato a diminuire, pur mantenendo una volatilità molto elevata. Come conseguenza di questa situazione, i consumi hanno subito una notevole contrazione, pur reagendo con molti trimestri di ritardo al rincaro dei prodotti, mentre dall'altro lato l'offerta mondiale è migliorata grazie a condizioni metereologiche più favorevoli e allo stimolo economico varato dai governi dei principali paesi produttori africani. L'industria dolciaria ha visto cambiare la sua principale preoccupazione, che è passata dalla certezza e dalle dimensioni delle forniture, alla qualità delle forniture stesse. Gli alti prezzi degli ultimi anni hanno infatti distorto il mercato e spinto coltivatori e intermediari ad aumentare i volumi a scapito della qualità delle fave raccolte. La percentuale di scorie e prodotto di basso livello è così notevolmente aumentata nei carichi consegnati ai porti. Per questo motivo, nonostante ci attendiamo che le quotazioni continuino a scendere anche il prossimo anno, difficilmente rientrano ai livelli pre-crisi.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	63,6	67,2	67,3	67,8	70,0	69,9
Cacao	5.887,0	5.686	5.506	5.433	6.325	6.800
Zucchero	15,0	15,4	15,5	16,0	17,0	17,0
Caffè (Arabica)	347,4	385,2	384,0	377,5	338,0	380,0
Caffè (Robusta)	3.866,0	3.975	3.748	3.498	3.305	3.850

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 22.12.25	1° trim. 2026	2° trim. 2026	3° trim. 2026	Anno 2026	Anno 2027
Cotone	63,6	65	65	65	66	67
Cacao	5.887,0	5.400	5.200	5.020	5.130	4.700
Zucchero	15,0	15,0	15,5	16,0	15,8	17,0
Caffè (Arabica)	347,4	390	380	380	385	380
Caffè (Robusta)	3.866,0	4.050	3.995	3.995	4.010	3.850

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate: tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Previous Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrade	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 formatasi 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 fra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza fra 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 26.11.2025.

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.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo ([https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html](http://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html)), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca ([https://www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione Analisti

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Monica Bosi