



# Global Commodities nell'Era Trump: la Rivincita degli “Hard Assets”

Daniela Corsini, CFA

Rates, FX & Commodities Research

22 gennaio 2026

Documento basato sulle informazioni disponibili al 21 01 2026.

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni.

# Agenda

**1** Scenario macroeconomico e geopolitico

**2** Metalli Preziosi

**3** Metalli Industriali

**4** Petrolio

**5** Gas, Power e EU ETS

# Uno scenario complessivamente positivo. I rischi sono principalmente politici e geopolitici...

	Crescita annua del PIL				
	2023	2024	2025f	2026f	2027f
<b>United States</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>Euro Area</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>
Germany	-0.7	-0.5	0.3	0.9	1.4
France	1.6	1.1	0.9	1.0	1.2
Italy	1.1	0.5	0.5	0.8	0.8
Spain	2.5	3.5	2.9	2.3	1.8
<b>OPEC</b>	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>
<b>Eastern Europe</b>	<b>2.6</b>	<b>3.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>Latin America</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>
<b>Japan</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
<b>China</b>	<b>5.4</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>
<b>India</b>	<b>8.8</b>	<b>6.7</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>	<b>6.4</b>
<b>World</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>

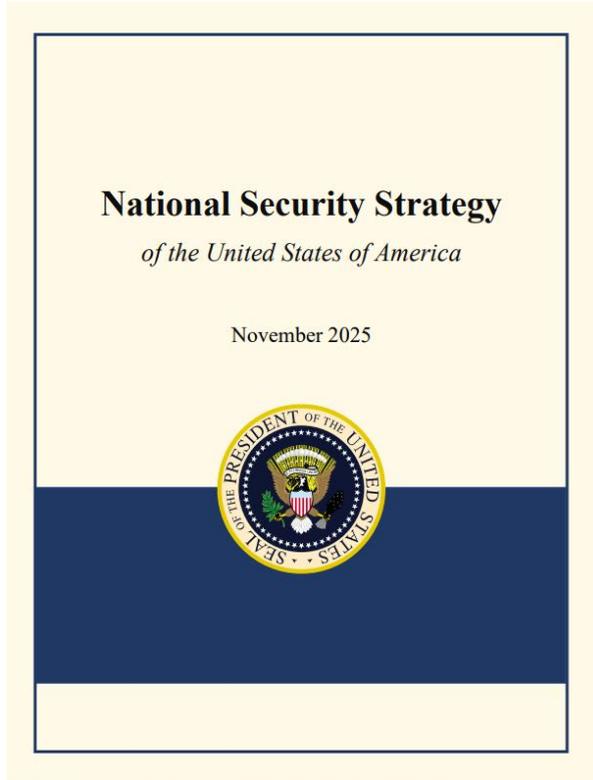
**Fed: due tagli da 25 pb**  
(probabilmente dopo giugno)  
verso il **3,25%** - limite superiore

**BCE: Escludendo nuovi shock,**  
tassi probabilmente invariati  
nel 2026

Un dollaro relativamente  
debole, in trading range nei  
prossimi trimestri.  
**EUR/USD** previsto a **1,18 in 6m,**  
**1,19 in 12m, 1,18 in 24m**

Nota: PPP aggregato in dollari costanti per OPEC, Europa orientale, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo – Research Department

# La 'Dottrina Donroe': «We will assert and enforce a 'Trump Corollary' to the Monroe Doctrine»:



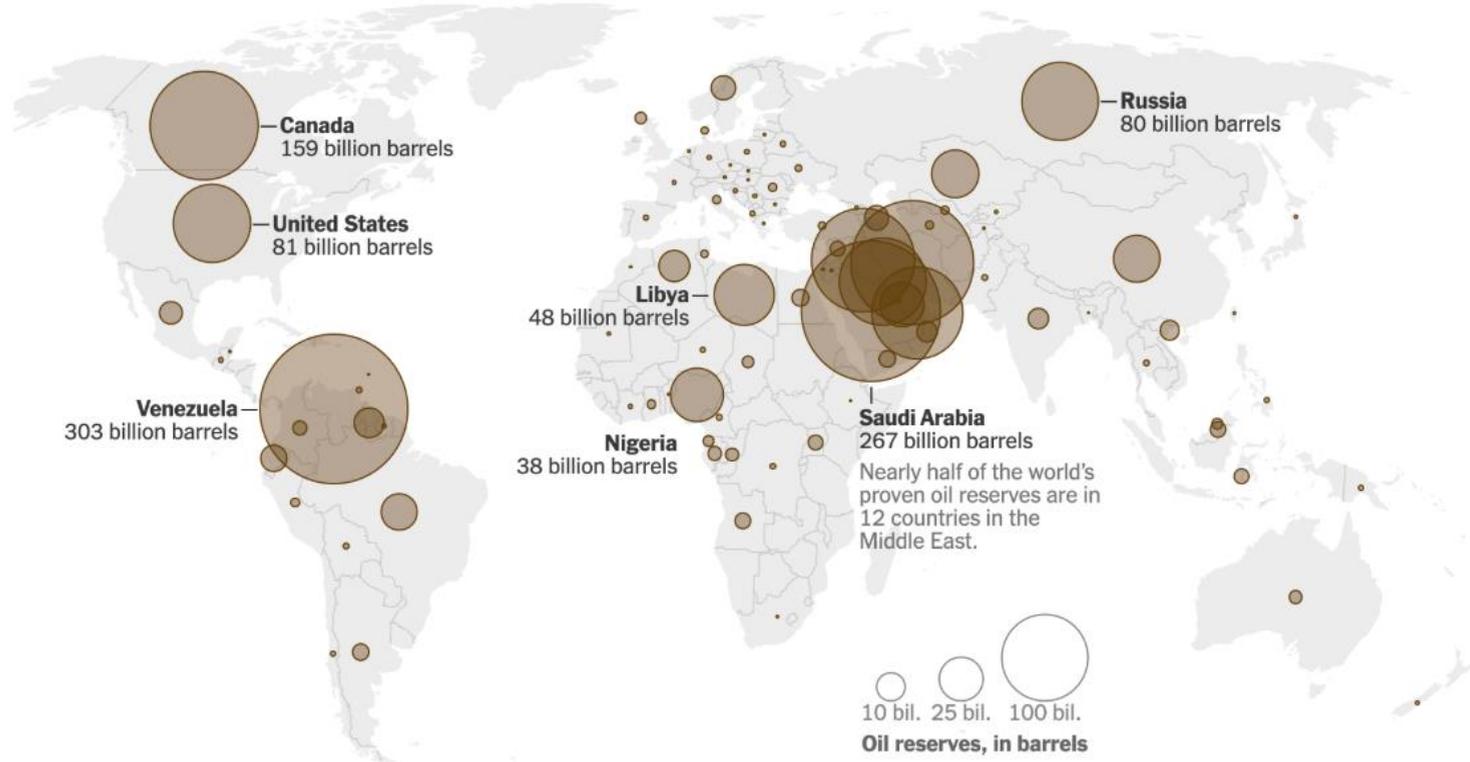
Fonte: <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/12/2025-National-Security-Strategy.pdf>



Fonte: Charles Sanders Peirce, 1879. Il Polo Nord è al centro, i continenti si allungano su quattro quadranti attorno ad esso.

# US & Venezuela: dalla “indipendenza energetica” al “predominio energetico”

Global proven oil reserves



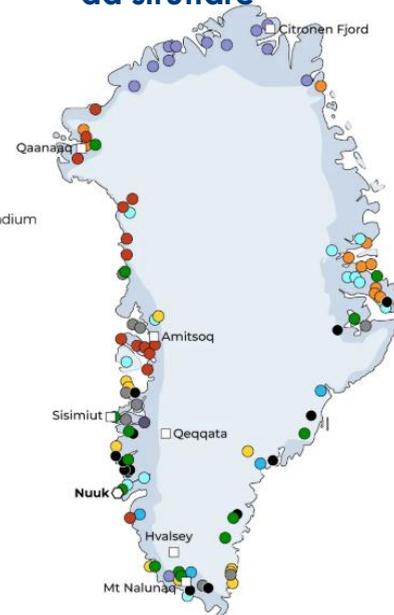
# Per gli USA, la Groenlandia è probabilmente una priorità strategica piuttosto che economica. L'UE potrebbe aver difficoltà a proteggerla da sola, ma potrebbe aumentare i contributi NATO al 5%

Basi militari nell'Artico. Includere la Groenlandia nel progetto Golden Dome proteggerebbe Washington DC

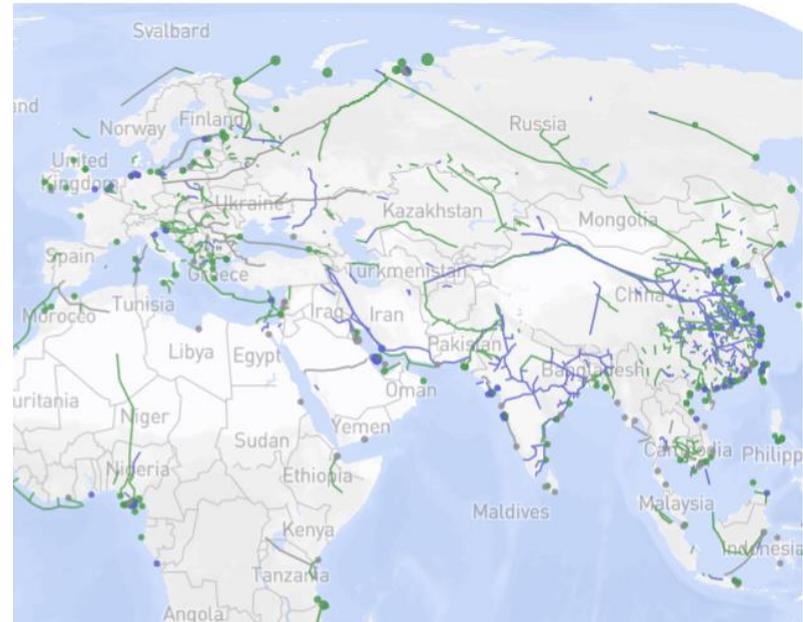
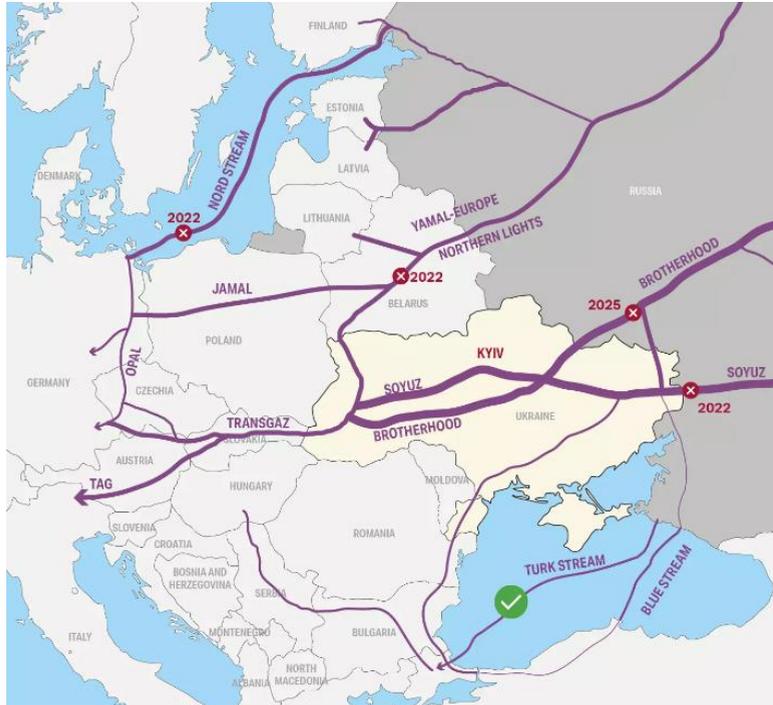
I giacimenti dell'isola contengono 24 delle 34 "critical raw materials" elencate dall'UE, ma sono estremamente difficili da sfruttare



- Copper
- Diamond
- Gold
- Graphite
- Iron ore
- Nickel
- Rare earth
- Titanium-Vanadium
- Tungsten
- Zinc



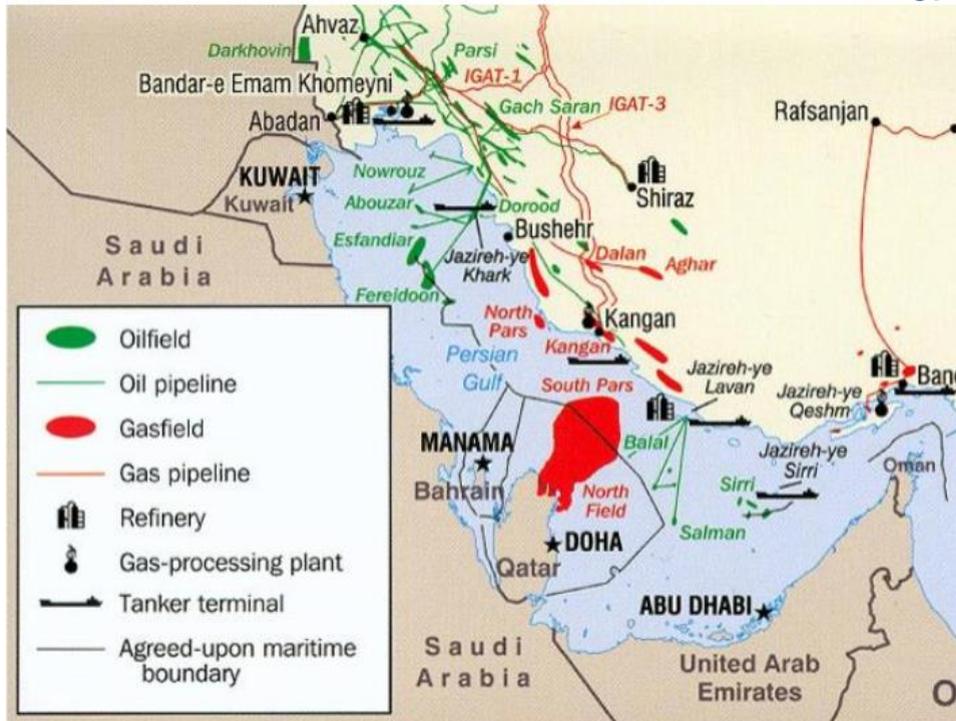
# Dopo l'invasione russa dell'Ucraina, la diversificazione e l'opzionalità diventano un obiettivo strategico. La Russia guarda a est e a nord. Il commercio marittimo aumenta



Fonte: the Bruegel Institute <https://www.bruegel.org/analysis/europe-urgently-needs-common-strategy-russian-gas> e Global Gas Infrastructure Tracker, Global Energy Monitor, <https://globalenergymonitor.org/projects/global-gas-infrastructure-tracker/tracker/>

# Il governo iraniano è più debole e più isolato, ma non è ancora emersa una robusta alternativa al regime

Iran's energy facilities



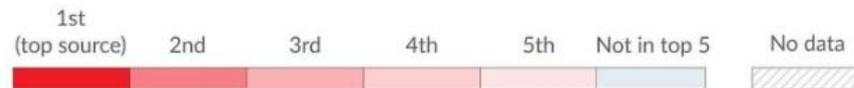
Fonte: US EIA; Institute for the Study of War, <https://understandingwar.org/>

# Una preoccupazione di lunga data: il commercio. La Cina ha seguito l'esempio occidentale, ma l'allievo ha superato il maestro

## Where China ranks among a country's import partners, 2024

Our World  
in Data

China's rank as a source of imports into each country. A rank of 1 means China is that country's largest source of merchandise imports, based on import value.



I paesi occidentali hanno sostenuto l'ingresso della Cina nel WTO nel 2001 sulla base dell'«engagement strategy». Si prevedeva che l'aumento delle importazioni di beni e servizi in Cina avrebbe favorito la diffusione di idee straniere oltre confine. L'interdipendenza economica avrebbe diffuso i valori democratici, l'apertura economica e finanziaria, lo Stato di diritto e ridotto il controllo statale in Cina.

Sappiamo che **queste aspettative non sono state pienamente soddisfatte, mentre sono aumentate le preoccupazioni riguardo all'enorme peso della Cina nel commercio globale, alla concorrenza sleale, ai sussidi statali** e alla mancanza di liberalizzazione politica.

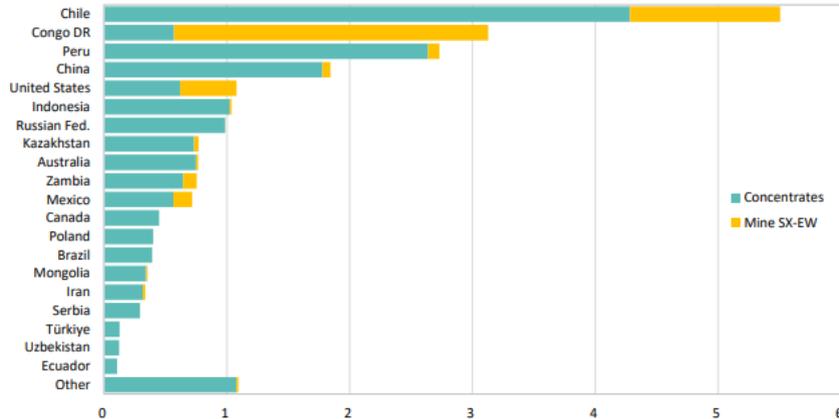
**Ora, l'amministrazione Trump vuole:**

- **Contenere l'influenza della Cina** ("impedire il dominio regionale di altri") e contribuire a riequilibrare l'economia cinese verso i consumi delle famiglie;
- Garantire la più ampia **adozione possibile della tecnologia e degli standard statunitensi**;
- **Proteggere il sistema finanziario e i mercati dei capitali** statunitensi, compreso lo **status di valuta di riserva globale del dollaro**;
- Garantire l'**accesso degli Stati Uniti ad asset chiave, catene di approvvigionamento critiche e snodi strategici**.

# Bessent: “prudent derisking” piuttosto che “decoupling”. Le supply chain sono altamente concentrate e vulnerabili a interruzioni e manipolazioni. Starà pensando al rame?

## COPPER MINE PRODUCTION BY COUNTRY, 2024

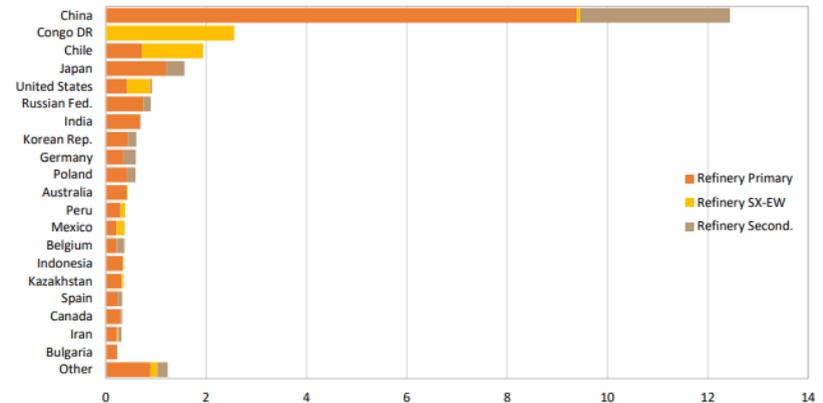
Million metric tonnes of copper  
Source: ICSG



In 2024, Chile remained the world's largest copper mine producer with an output of 5.5 million tonnes (24% of the global total). The Democratic Republic of Congo (DRC), which has shown strong growth in recent years, accounted for 14% and surpassed Peru (12%), becoming the second-largest producer.

## REFINED COPPER PRODUCTION BY COUNTRY, 2024

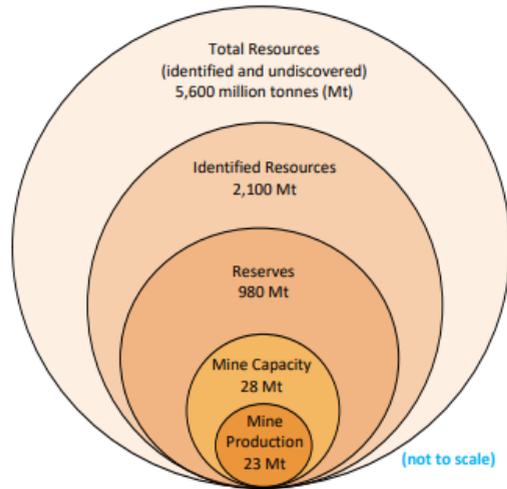
Million metric tonnes of copper  
Source: ICSG



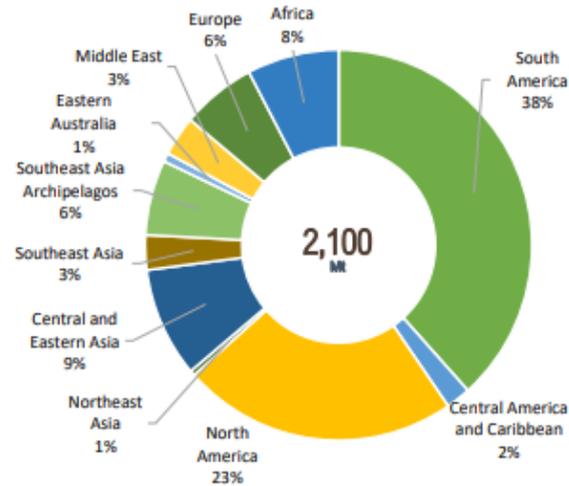
In 2024, China remained the world's largest refined copper producer with 12.4 million tonnes (Mt), representing 45% of the total global output, supported by both primary and secondary refining. The Democratic Republic of Congo ranked second with 2.6 Mt (9%), relying entirely on SX-EW, while Chile followed with 1.9 Mt (7%), combining primary refining and SX-EW.

# Saranno necessari investimenti (e bassi tassi di interesse) per aumentare la resilienza lungo tutte le catene produttive

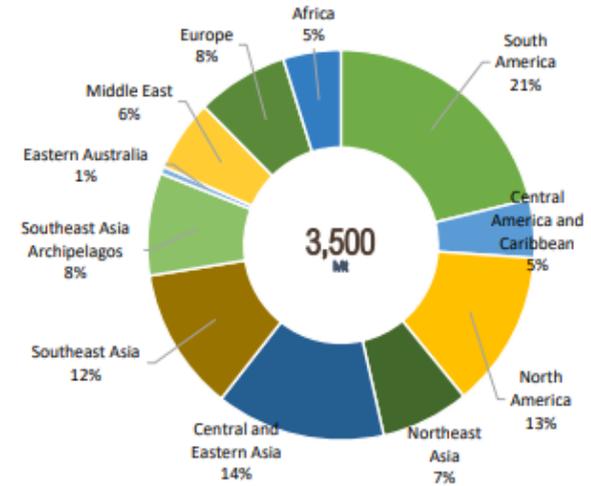
**2024 World Copper Reserves & Mine Production**<sup>1/</sup>  
(undiscovered resources not including deep sea nodules and land-based and submarine massive sulfides - contained copper)



**A. Identified Copper Resources, world total = 2,100 Mt**



**B. Undiscovered Copper Resources, World total = 3,500 Mt**



<sup>1/</sup> Assessment of Undiscovered Copper Resources of the World, 2015. Scientific Investigations Report 2018–5160 Version 1.2, Dec 2021. <https://pubs.er.usgs.gov/publication/sir20185160>

# Agenda

**1** Scenario macroeconomico e geopolitico

**2** **Metalli Preziosi**

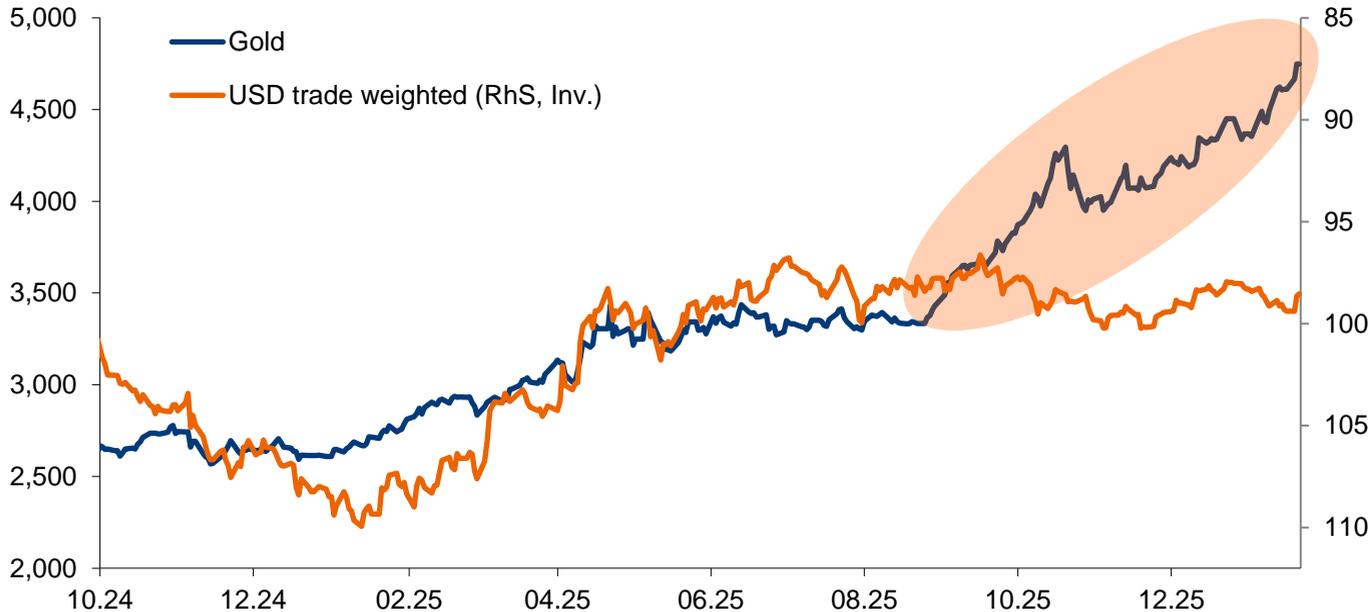
**3** **Metalli Industriali**

**4** **Petrolio**

**5** **Gas, Power e EU ETS**

# Inizialmente, l'oro seguiva il «debasement trade». Ora, sta principalmente scontando una transizione politica verso un territorio inesplorato e nuovi (dis)equilibri globali

Oro (USD/oncia) vs. USD pesato per il commercio (scala destra, invertito)

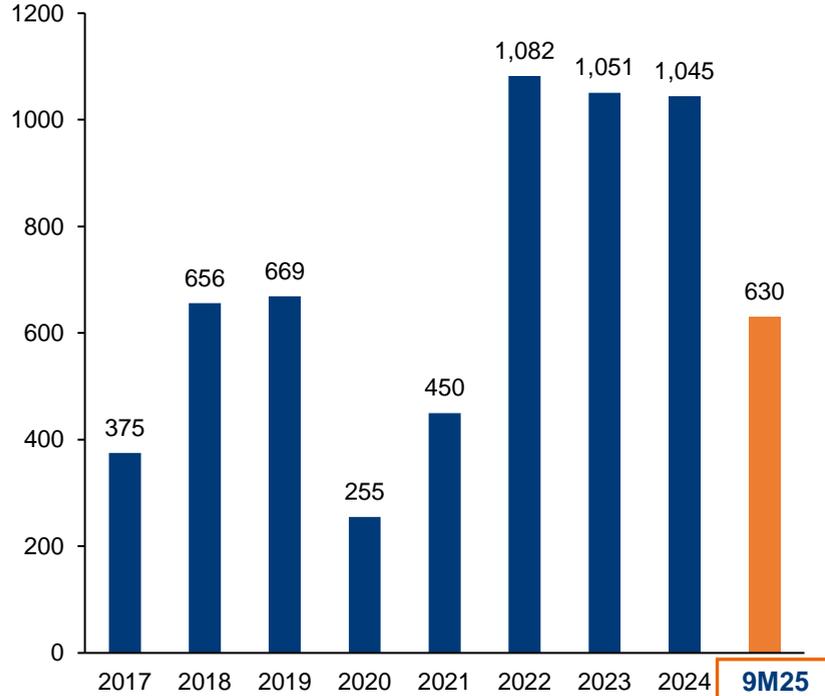


## Oro guidato da momentum trading da agosto 2025:

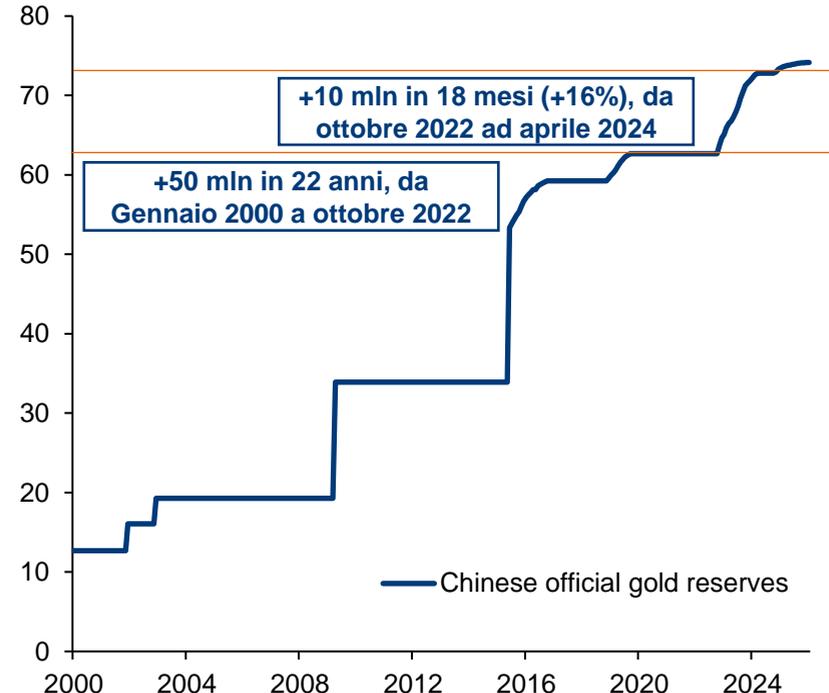
- 1) Dopo Jackson Hole, atteso un **calo dei tassi USA**;
- 2) In novembre 2025, una nuova Strategia di Sicurezza Nazionale USA: la «**Dottrina Donroe**»
- 3) Escalation delle tensioni geopolitiche e **eventi politici senza precedenti** (Venezuela, Colombia, Groenlandia, Iran...)
- 4) Gli **attacchi della Casa Bianca all'attuale consiglio della Fed** si intensificano in vista della nomina di un nuovo presidente.

# Le banche centrali stanno rallentando gli acquisti, ma non intendono interromperli

Acquisti di oro da parte delle banche centrali per riserve strategiche in tonnellate



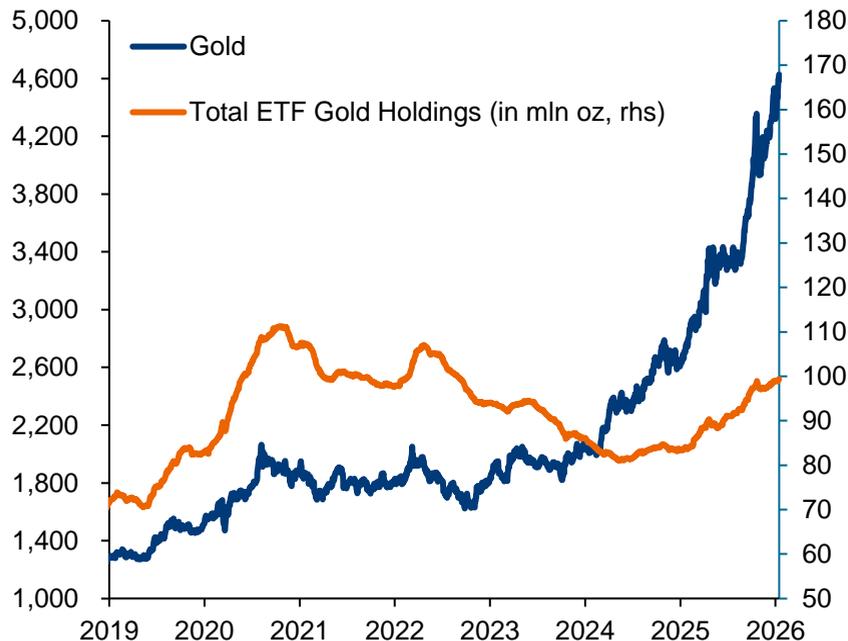
Oro detenuto (e dichiarato) dalla People's Bank of China (PBoC) in milioni di onces



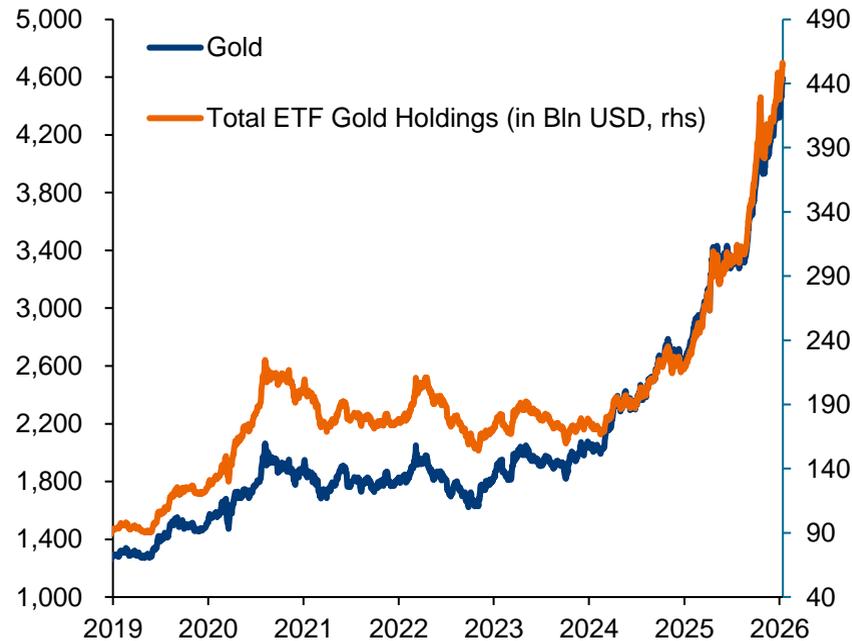
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, World Gold Council

# Gli investitori stanno accettando un maggior peso dell'oro nei portafogli, inseguendo protezione e un trend positivo

Oro in USD/oz e volume d'oro detenuti da ETF in milioni di onces (scala destra)



Oro in USD/oz e valore d'oro detenuti da ETF in miliardi di dollari (scala destra)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, World Gold Council

# Il rally dell'oro è alimentato dai mercati finanziari: gli alti prezzi erodono la domanda in gioielleria

World Gold Council, fondamentali di domanda e offerta

	1Q24		1Q25		Y/y growth	2Q24		2Q25		Y/y growth	3Q24		3Q25		Y/y growth
<b>Total gold demand, in tons</b>	1,133		1,310		16%	977		1,079		10%	1,194		1,258		5%
<b>Jewellery consumption</b>	480	42%	380	29%	-21%	396	40%	341	32%	-14%	460	39%	371	30%	-19%
<b>Jewellery inventory</b>	58	5%	54	4%	-8%	22	2%	16	1%	-27%	87	7%	48	4%	-45%
<b>Bars and coin</b>	317	28%	325	25%	3%	275	28%	307	28%	11%	270	23%	316	25%	17%
<b>ETFs</b>	-113	-10%	227	17%	---	-7	-1%	171	16%	---	95	8%	222	18%	134%
<b>Central banks</b>	310	27%	244	19%	-21%	212	22%	167	15%	-21%	200	17%	220	17%	10%
<b>Technology</b>	80	7%	81	6%	0%	80	8%	79	7%	-2%	83	7%	82	6%	-1%
<b>Total gold supply, in tons</b>	1,194		1,206		1%	1,210		1,249		3%	1,276		1,313		3%
<b>Mine production</b>	853	71%	856	71%	0%	896.2	74%	909	73%	1%	957.6	75%	977	74%	2%
<b>Net producer hedging</b>	-9	-1%	5	0%	---	-20.4	-2%	-7	-1%	-65%	-6.5	-1%	-8	-1%	23%
<b>Recycled gold</b>	350	29%	345	29%	-1%	334.2	28%	347	28%	4%	324.8	25%	344	26%	6%
<b>OTC and other</b>	61		-104		---	233.0		170		-27%	82.1		55		-33%

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, World Gold Council

# Nel lungo termine, l'oro ha ampio spazio di rialzo

## Rapporto storico fra oro e azionario USA



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg

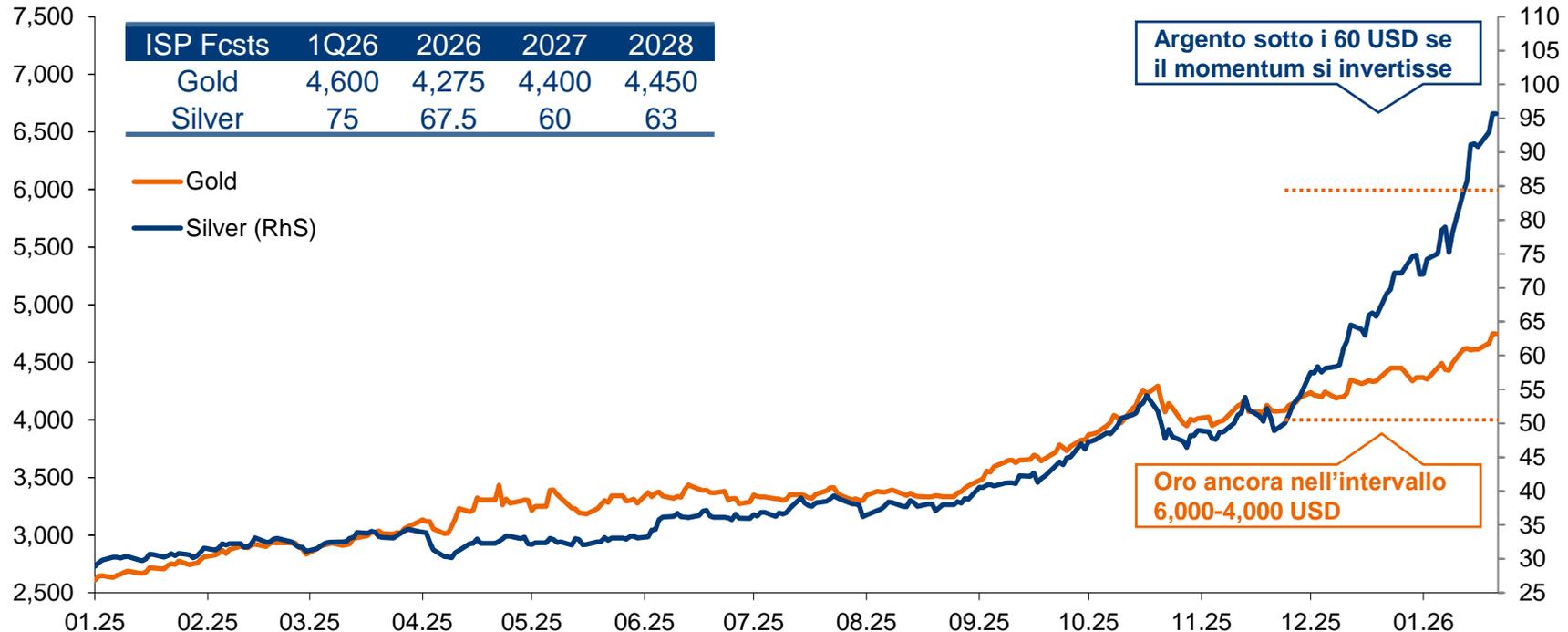
I principali rischi che gravano sullo scenario macroeconomico sono alimentati dalle politiche perseguite (o minacciate) dall'amministrazione Trump.

**Rispetto a pochi mesi fa, diversi fattori stanno ora avendo un impatto molto più rialzista sui prezzi dei metalli preziosi,** anche se non prevediamo che in termini relativi l'oro torni ai massimi degli anni '80. **Nel lungo termine,** potrebbero intensificarsi le pressioni per un'ulteriore **diversificazione verso l'oro.**

1. Deficit USA in espansione;
2. Attesa di ulteriori tagli da parte della Fed;
3. Preoccupazioni sull'indipendenza della Fed;
4. Inflazione relativamente elevata negli Stati Uniti;
5. Incertezza sui futuri equilibri commerciali e geopolitici;
6. Crisi della globalizzazione e fine dell'unipolarismo, rivalità tra Stati Uniti e Cina.

# Nel 1Q26, oro e argento puntano verso nuovi record. Una volta allentate le tensioni, consolideranno su livelli inferiori

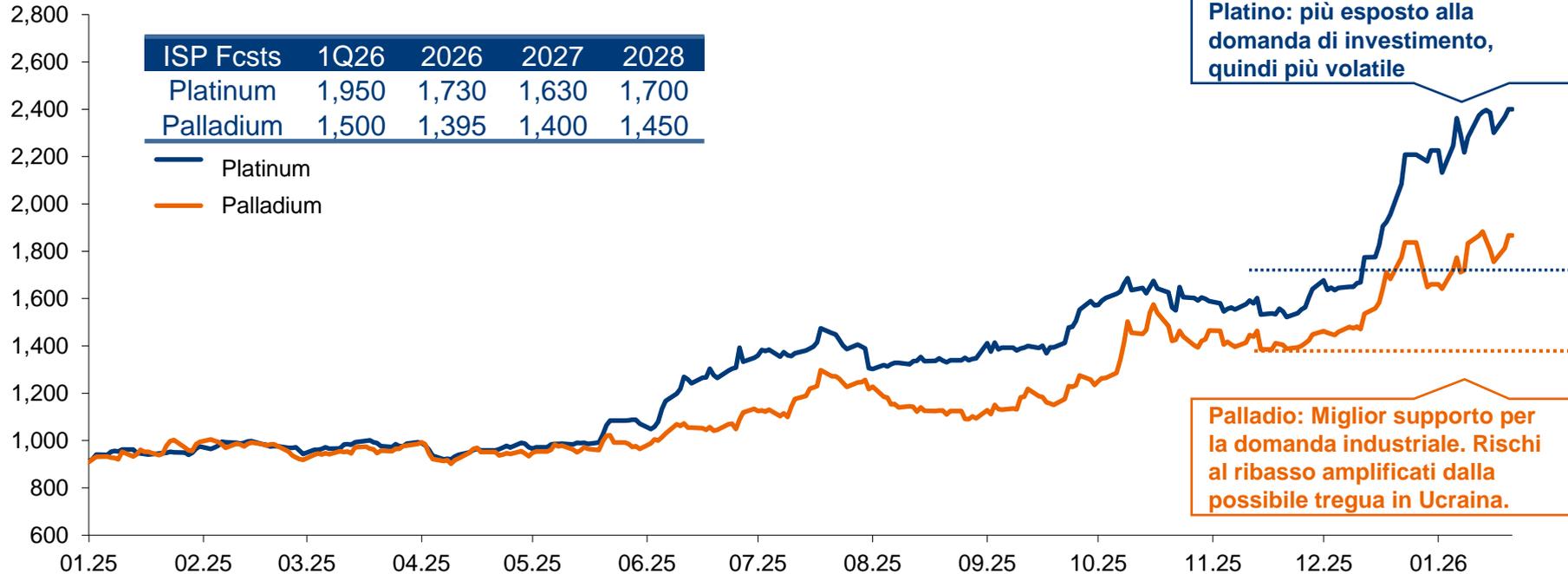
Prezzi spot di oro e argento in USD/oz



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg, stime  
Intesa Sanpaolo – Research Department

# Speculazione, sostituzione in gioielleria e nell'automotive guidano i rialzi di platino e palladio

Prezzi spot di platino e palladio in USD/oz



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg, stime Intesa Sanpaolo – Research Department

# Agenda

**1 Scenario macroeconomico e geopolitico**

**2 Metalli Preziosi**

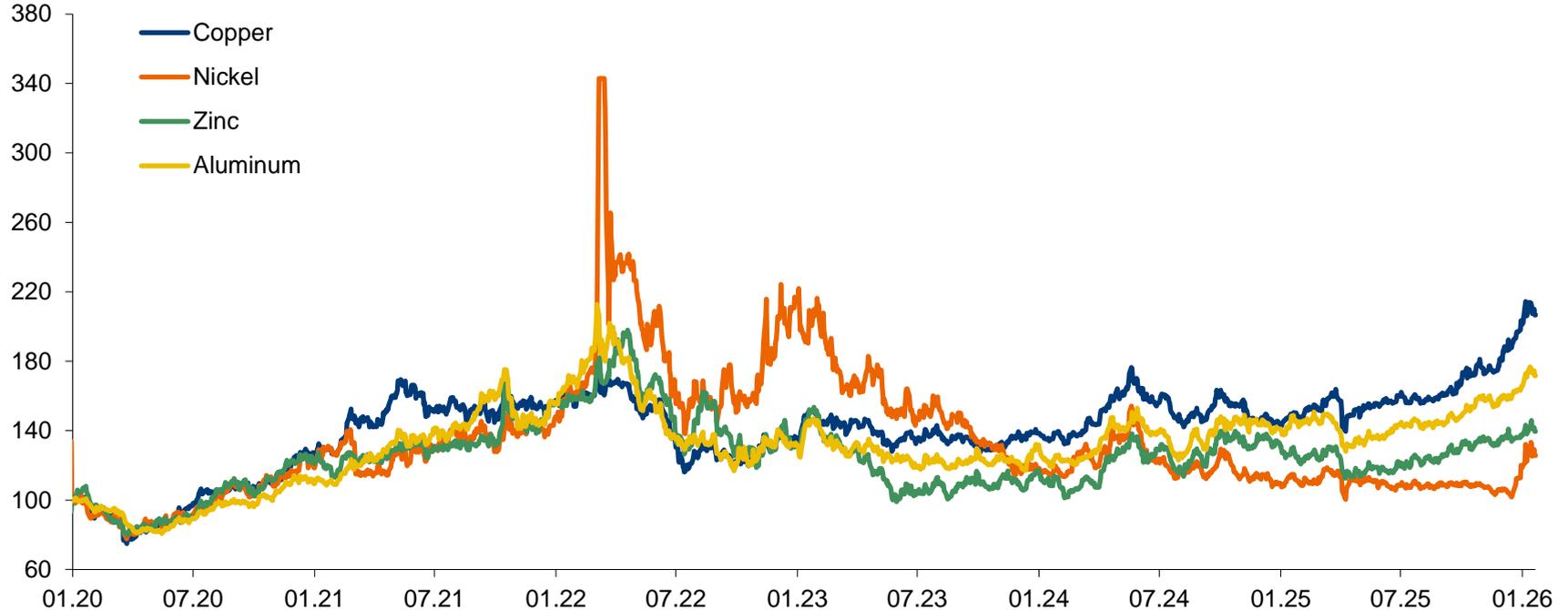
**3 Metalli Industriali**

**4 Petrolio**

**5 Gas, Power e EU ETS**

# Un inizio d'anno molto positivo per i metalli non ferrosi: le interruzioni all'offerta si sommano ai timori per i dazi USA

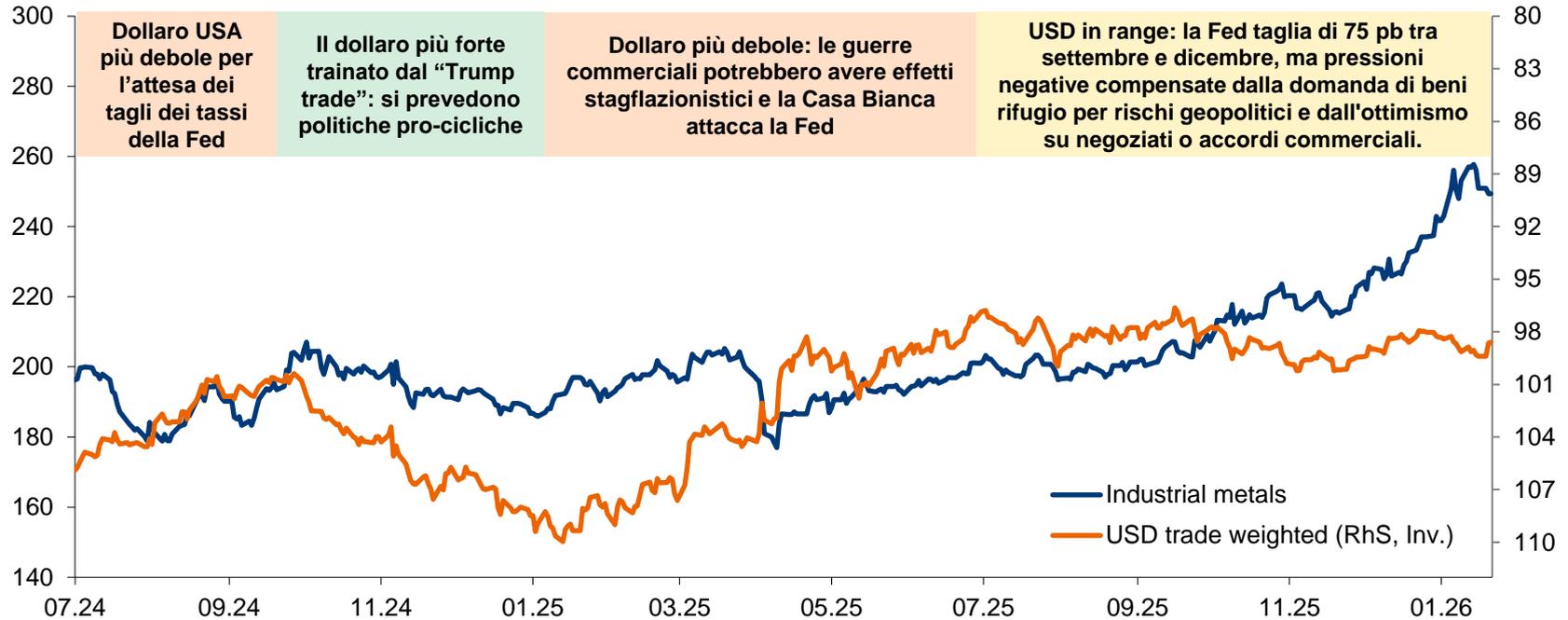
Performance di rame, nickel, zinco e alluminio (LME 3m, Dic. 2019 = 100)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# La correlazione negativa fra dollaro e metalli è più debole che in passato

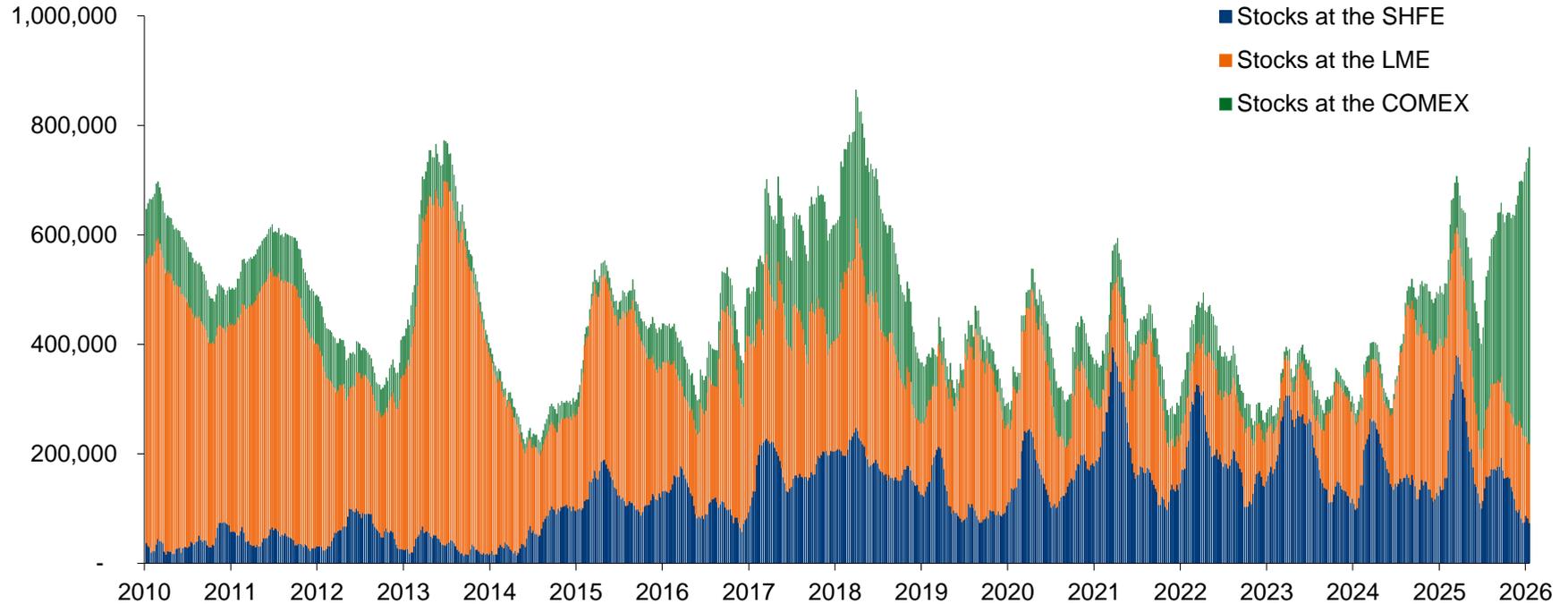
Indice dei metalli industriali e dollaro USA pesato per il commercio (scala destra, invertita)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Le tariffe USA stanno creando distorsioni nelle scorte mondiali

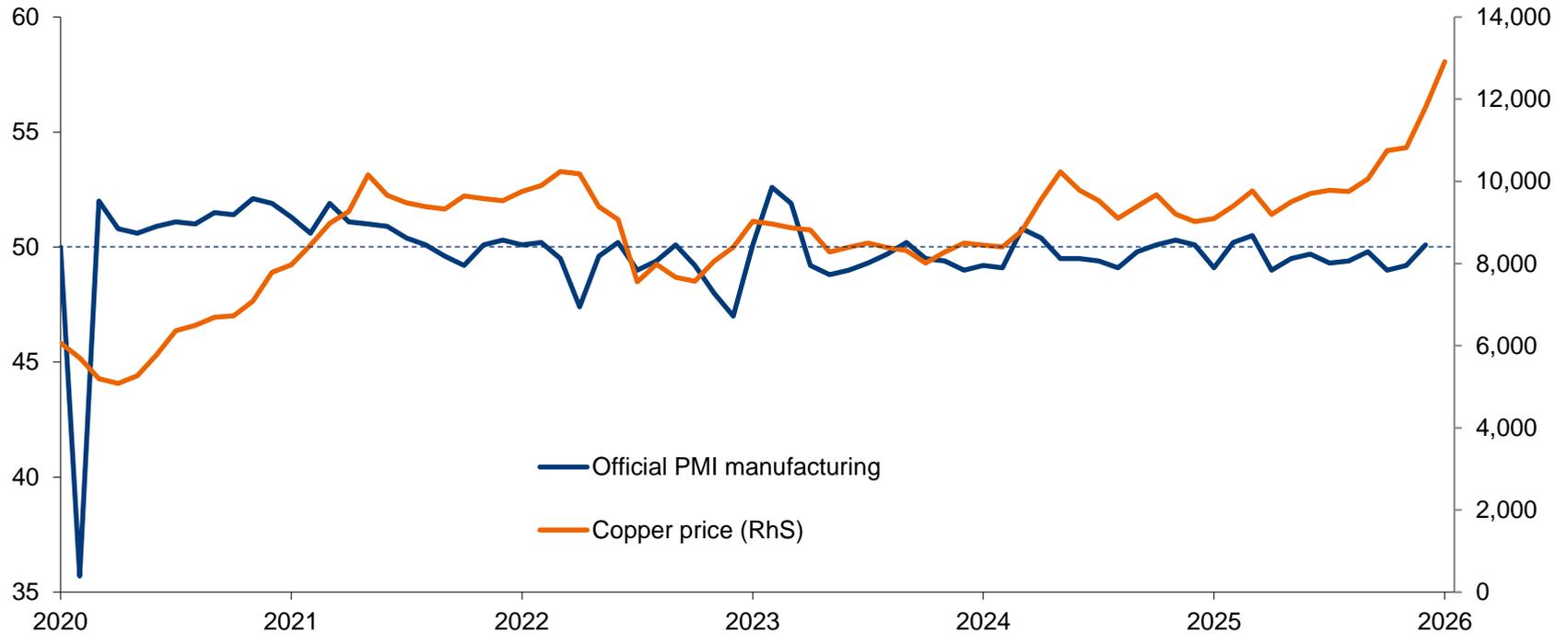
Scorte di rame nelle tre principali borse merci



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Il rame si è “disaccoppiato” dalla Cina?

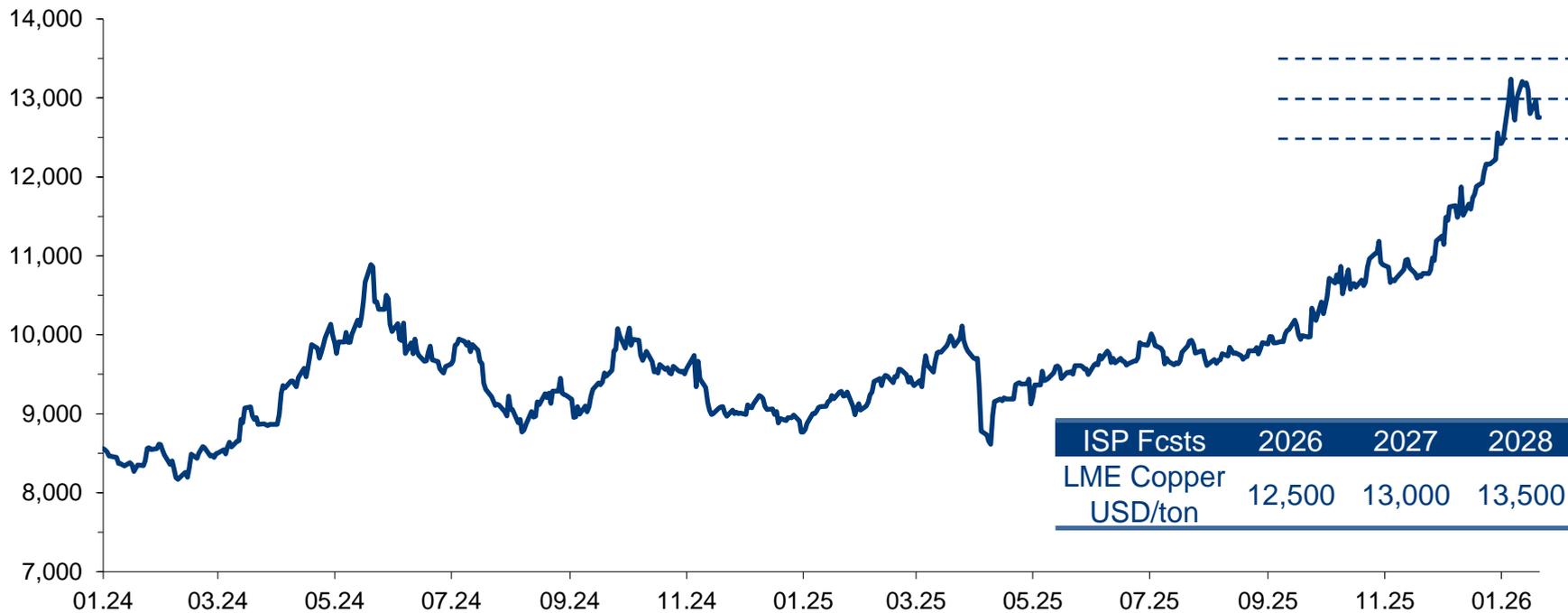
PMI manifatturiero cinese e prezzo del rame (scala destra)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

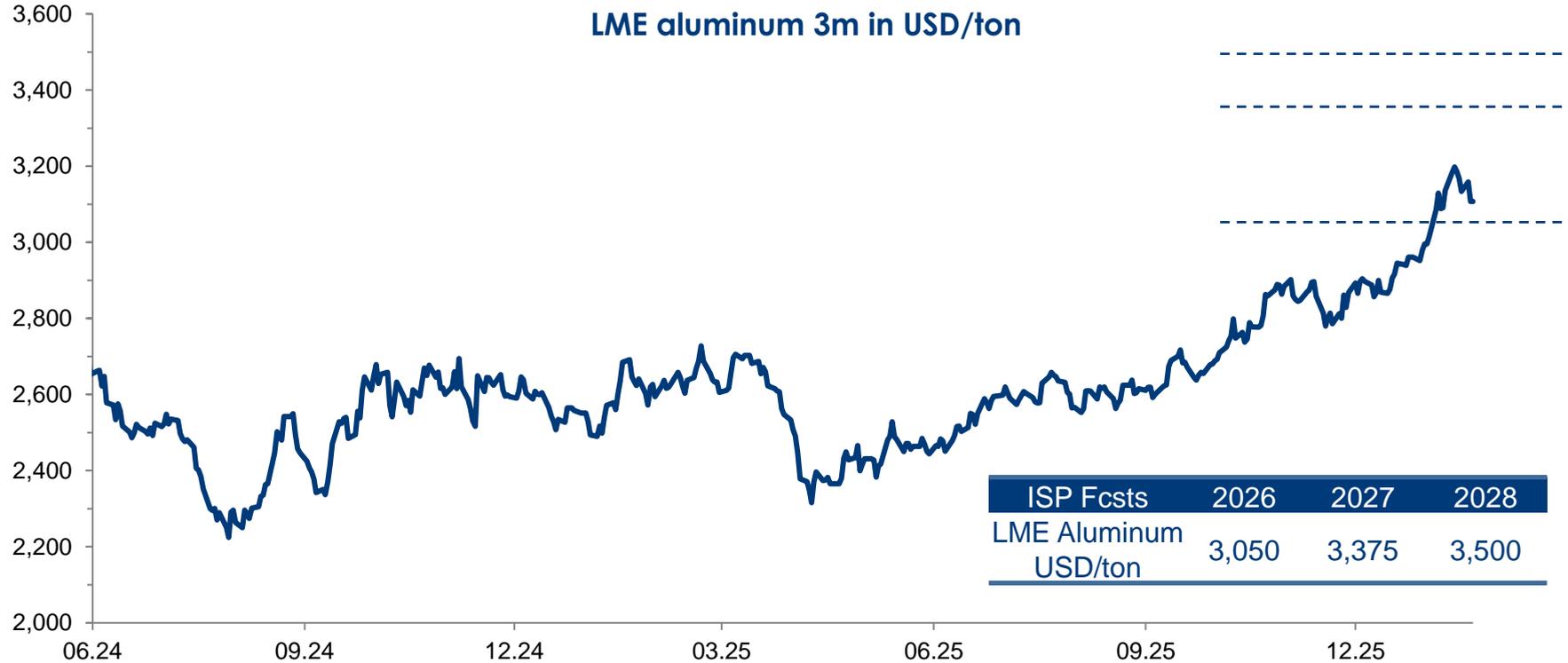
# Il rame sta ora prezzando la forza della futura domanda e la frammentazione geopolitica

LME copper 3m in USD/ton



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# L'alluminio trarrà vantaggio dalla domanda di Intelligenza Artificiale (AI) e dalla reindustrializzazione degli Stati Uniti



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Indonesia: nel 2025, il peggior freno ai prezzi del nickel; nel 2026, la principale preoccupazione per i consumatori

LME nickel 3m in USD/ton



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Stime Intesa Sanpaolo per i metalli preziosi e non ferrosi

## Stime Intesa Sanpaolo

		1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	2027	2028	2029	2030
<b>LME GOLD</b>	in USD/oz	4,600	4,300	4,100	4,100	4,275	4,400	4,450	4,475	4,500
	in EUR/gr	126.73	117.46	111.33	110.96	116.48	119.88	121.25	121.93	123.66
<b>LME SILVER</b>	in USD/oz	75.0	70.0	65.0	60.0	67.5	60.0	63.0	64.0	65.0
	in EUR/gr	2.07	1.91	1.77	1.62	1.84	1.63	1.72	1.74	1.79
<b>LME PLATINUM</b>	in USD/oz	1,950	1,800	1,670	1,500	1,730	1,630	1,700	1,750	1,800
	in EUR/gr	53.72	49.17	45.35	40.59	47.14	44.41	46.32	47.68	49.46
<b>LME PALLADIUM</b>	in USD/oz	1,500	1,400	1,365	1,315	1,395	1,400	1,450	1,500	1,550
	in EUR/gr	41.32	38.24	37.07	35.59	38.01	38.14	39.51	40.87	42.59
<b>LME COPPER</b>	in USD/ton	13,000	12,500	12,500	12,000	12,500	13,000	13,500	14,000	14,500
	in EUR/kg	11.14	10.62	10.56	10.10	10.59	11.02	11.44	11.86	12.39
<b>LME ALUMINUM</b>	in USD/ton	3,100	3,000	3,000	3,100	3,050	3,375	3,500	3,600	3,700
	in EUR/kg	2.66	2.55	2.53	2.61	2.58	2.86	2.97	3.05	3.16
<b>LME NICKEL</b>	in USD/ton	16,000	15,800	15,800	15,500	15,775	16,000	16,900	17,800	18,600
	in EUR/kg	13.71	13.42	13.34	13.05	13.37	13.56	14.32	15.08	15.90
<b>LME ZINC</b>	in USD/ton	3,250	3,250	3,350	3,510	3,340	3,600	3,750	3,900	4,000
	in EUR/kg	2.78	2.76	2.83	2.95	2.83	3.05	3.18	3.31	3.42
<b>EUR/USD</b>		1.17	1.18	1.18	1.19	1.18	1.18	1.18	1.18	1.17

Fonte: stime Intesa Sanpaolo – Research Department

# Agenda

**1 Scenario macroeconomico e geopolitico**

**2 Metalli Preziosi**

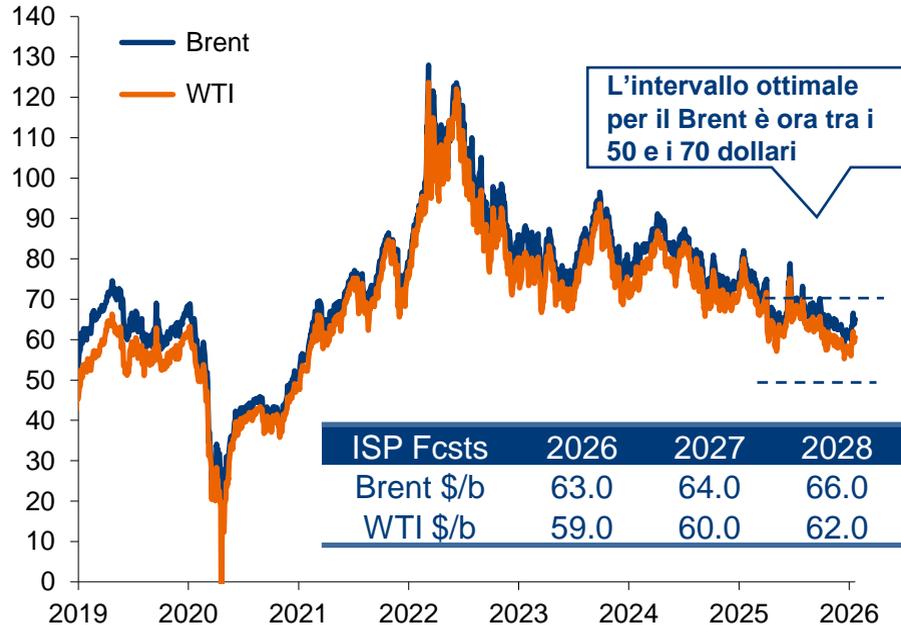
**3 Metalli Industriali**

**4 Petrolio**

**5 Gas, Power e EU ETS**

# Il greggio è tornato ai livelli pre-Covid, spinto al ribasso da un ampio surplus di mercato

Prezzi del greggio Brent e WTI in USD/barile



Scorte di greggio dell'OCSE, loro media quinquennale in mb, prezzo del Brent (scala destra, invertito)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Le stime di surplus variano. Quelle dell'IEA e dell'EIA sono preoccupanti

L'U.S. Energy Information Administration (EIA) stima che **il surplus sul mercato globale potrebbe aumentare da 2,6 mb/g nel 2025 a 2,8 mb/g nel 2026, per poi diminuire a 2,1 mb/g nel 2027. Si tratta di uno shock paragonabile alla crisi del Covid e alla rivoluzione dello shale oil.**

## US EIA, STEO JANUARY 2026

	World Demand	Non-OPEC Supply	US Supply	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude *	Market balance **
<b>2025</b>	103.7	72.6	13.6	5.8	27.9	25.3	2.6
<b>2026</b>	104.8	73.7	13.6	6.0	27.9	25.1	2.8
<i>y/y change</i>	<i>1.1</i>	<i>1.2</i>	<i>0.0</i>	<i>0.2</i>	<i>0.0</i>	<i>-0.3</i>	
<b>2027</b>	106.1	74.0	13.3	6.2	28.0	25.9	2.1
<i>y/y change</i>	<i>1.3</i>	<i>0.3</i>	<i>-0.3</i>	<i>0.2</i>	<i>0.1</i>	<i>0.8</i>	

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook (STEO).

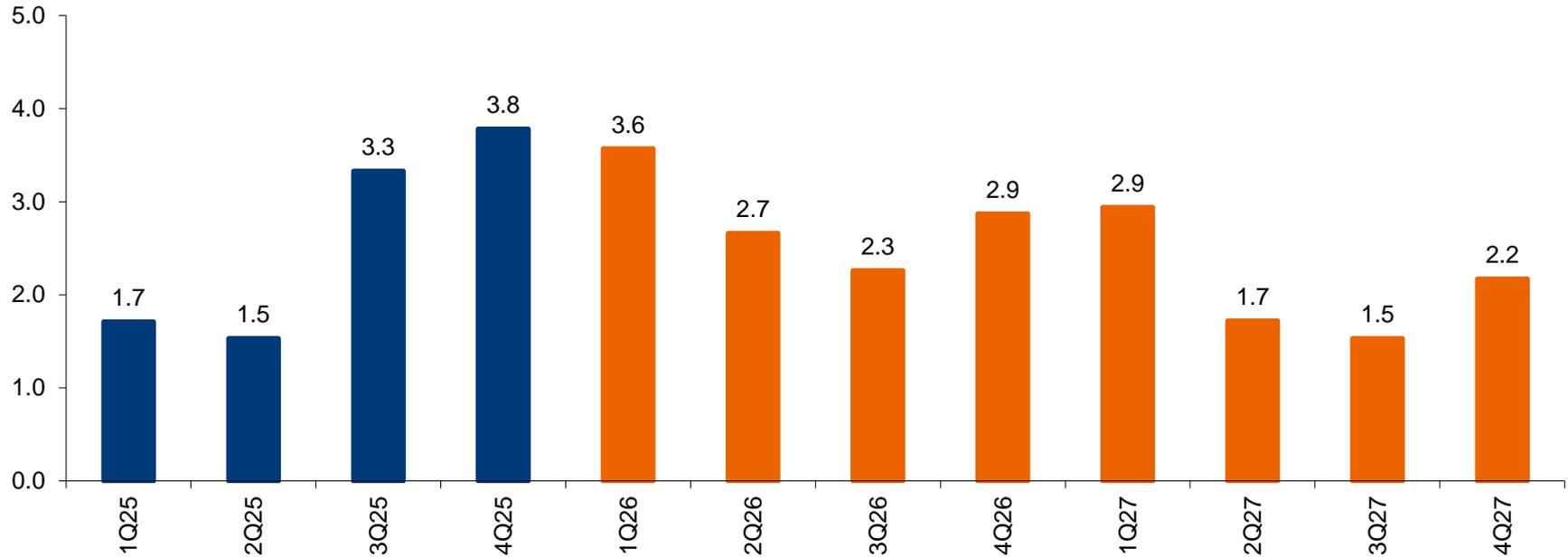
\* "Call on OPEC crude = World Consumption - Non OPEC Supply - OPEC LNG supply"

\*\* "Market balance = OPEC

crude supply - Call on OPEC crude"

# US EIA e IEA stimano che l'attuale surplus sarebbe il più ampio dal 2014-15, in media annua

U.S. EIA, stima del bilancio di mercato in mb/d



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati EIA

# Le stime sono caratterizzate da una eccezionale variabilità

IEA, OMR JANUARY 2026	World Demand	Non-OPEC Supply	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude	Market balance
2025	104.0	72.1	5.6	27.6	26.3	1.3
2026	105.0	73.3	5.9	29.5	25.8	3.7
y/y change	1.0	1.2	0.3	1.9	-0.5	

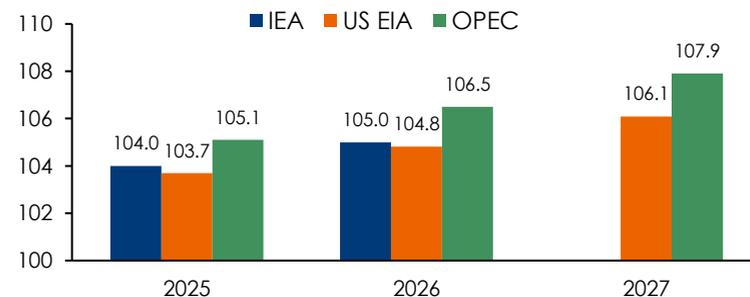
  

US EIA, STEO JANUARY 2026	World Demand	Non-OPEC Supply	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude	Market balance
2025	103.7	72.6	5.8	27.9	25.3	2.6
2026	104.8	73.7	6.0	27.9	25.1	2.8
y/y change	1.1	1.2	0.2	0.0	-0.3	
2027	106.1	74.0	6.2	28.0	25.9	2.1
y/y change	1.3	0.3	0.2	0.1	0.8	

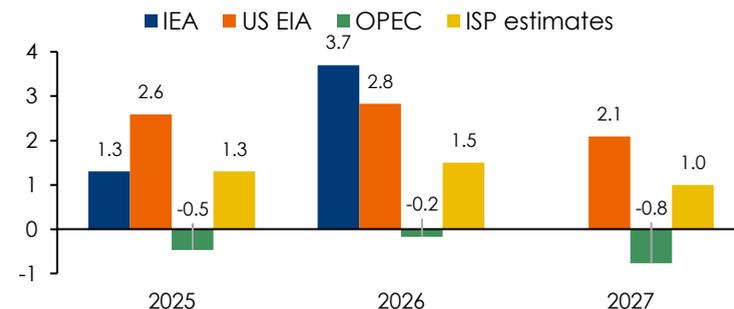
  

OPEC, MOMR JANUARY 2026	World Demand	Non-DoC Supply	DoC LNG Supply	DoC Crude Supply	Call on DoC crude	Market balance
2025	105.1	54.2	8.7	41.9	42.4	-0.5
2026	106.5	54.8	8.8	42.8	43.0	-0.2
y/y change	1.4	0.6	0.1	If flat Dec25 output	0.6	
2027	107.9	55.4	8.9	42.8	43.6	-0.8
y/y change	1.3	0.6	0.1	If flat Dec25 output	0.6	

## Stime di domanda mondiale in mb/g



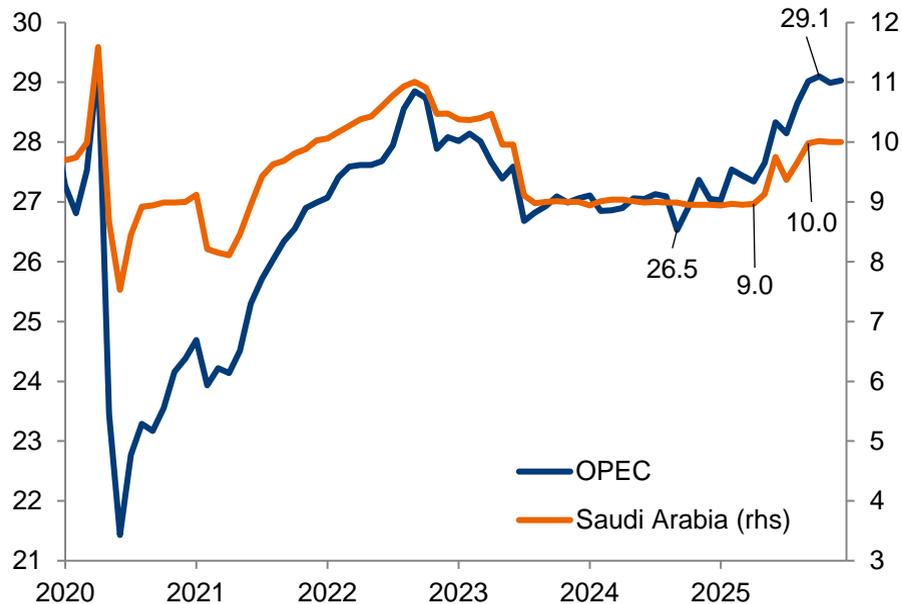
## Stime di bilancio di mercato in mb/g



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati EIA, IEA, OPEC

# L'OPEC ha aumentato la propria produzione di oltre 2,5 mb/g in 14 mesi. Ora, i target potrebbero rimanere stabili

Produzione totale di greggio nei paesi OPEC e in Arabia Saudita (scala destra) in mb/g



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I membri dell'OPEC+ hanno aumentato l'offerta, anche se in misura inferiore a quanto dichiarato a causa della sovrapproduzione passata.

**Una prima tranche di tagli volontari alla produzione pari a 2,20 mb/g**, in vigore dal novembre 2023 (attuata solo da 8 paesi: Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria, Oman) **è stata gradualmente eliminata tra aprile e settembre 2025, più rapidamente del previsto** (il ritmo degli aumenti è cresciuto da +138 kb/g in aprile a +411 kb/g nei mesi successivi).

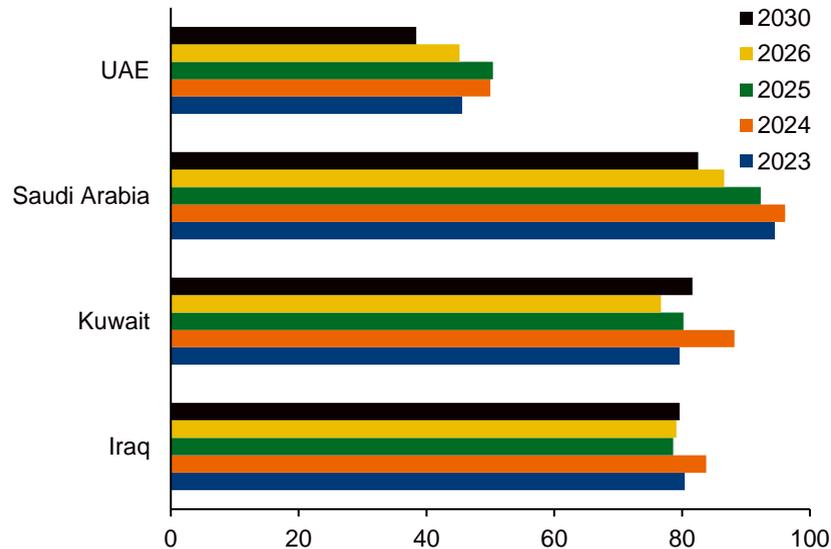
**Un'ultima tranche pari a 1,65 mb/g** in vigore dall'aprile 2023 **è stata ridotta tra ottobre e dicembre 2025** a un ritmo mensile di +137 kb/g. **Gli aumenti sono stati sospesi nel 1T26.**

**I tagli obbligatori pari a 2,00 mb/g in vigore dal 2020 dovrebbero proseguire almeno fino al 31.12.2026.**

# Da quando Trump è al potere, l'OPEC+ si concentra su priorità politiche più ampie, non sui fondamentali né sui vincoli di bilancio

La maggior parte dei paesi MENA richiede **elevati prezzi di breakeven**. Per l'**Arabia Saudita**, il FMI stima **92 dollari nel 2025**, 87 dollari nel 2026 e 83 dollari ancora nel 2030.

## Prezzi di Fiscal Breakeven in USD/b per selezionati paesi OPEC...



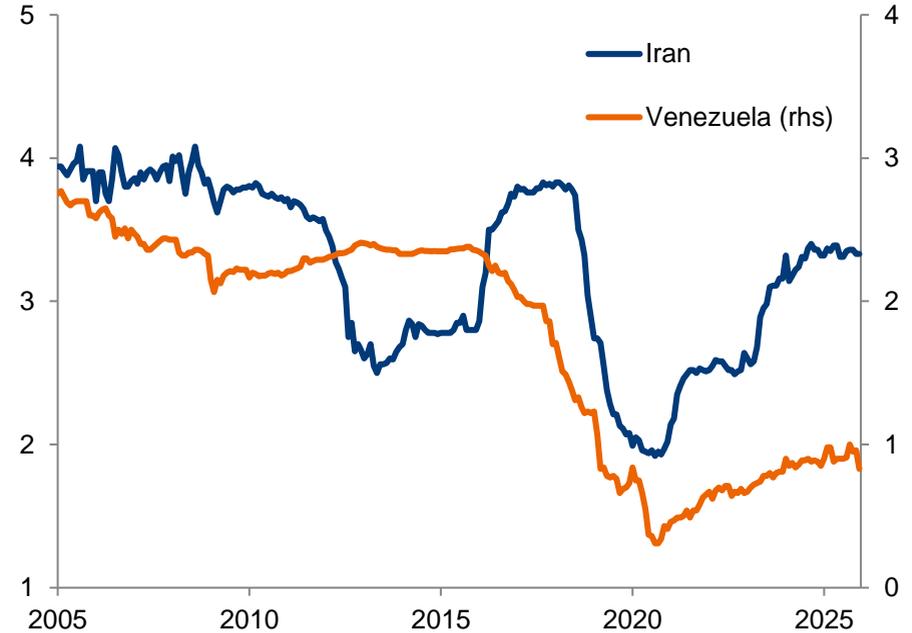
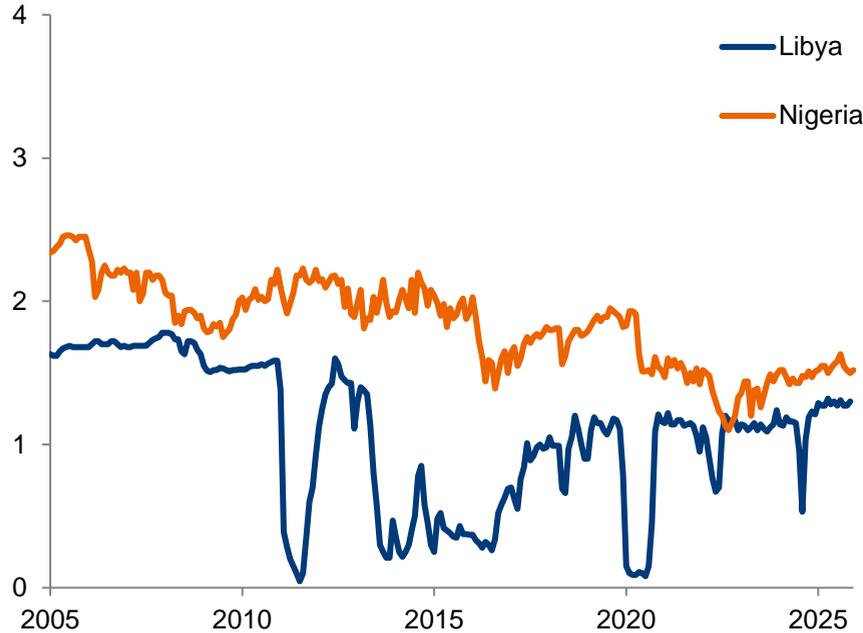
## ...e produttori dell'area MENA

	Fiscal Breakeven Oil Prices							
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2030	
Algeria	111	113	104	156	157	142	120	
Bahrain	132	132	138	161	137	139	167	
Iran	119	123	123	138	163	165	133	
Iraq	54	69	80	84	79	79	80	
Kuwait	87	82	80	88	80	77	82	
Libya	52	64	66	74	67	63	61	
Oman	77	55	54	54	57	54	42	
Qatar	48	49	50	47	45	43	38	
Saudi Arabia	83	89	95	96	92	87	83	
United Arab Emirates	53	47	46	50	50	45	38	

Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati IMF Regional Economic Outlook Middle East and Central Asia, 05.2025

# È probabile che la produzione aumenterà ulteriormente in Venezuela: +1 mb/g in 12 mesi, secondo le nostre stime.

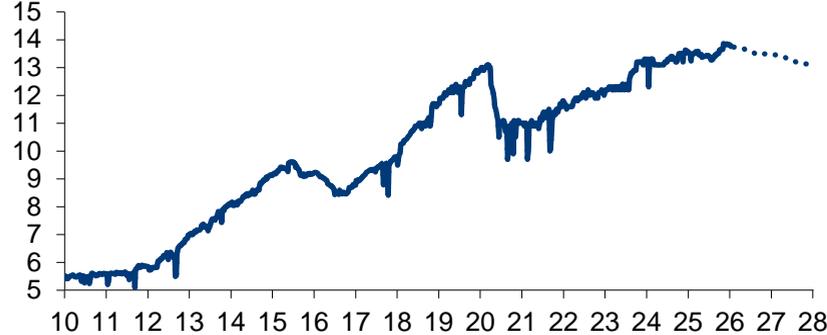
Produzione di greggio in Libia, Nigeria, Iran, Venezuela in mb/g



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Il picco dello shale USA è probabilmente alle spalle...

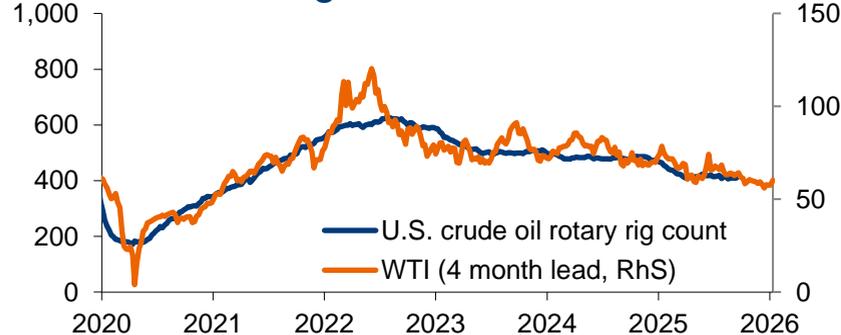
Produzione di greggio degli Stati Uniti, in mb/g



Nonostante i progressi tecnologici, il picco dello shale negli Stati Uniti è probabilmente alle spalle: secondo le previsioni dell'EIA, la produzione ha raggiunto un record di 13,87 mb/g nel 4T25, e dovrebbe **diminuire a 13,13 mb/g nel 2° semestre del 2027**.

**Anche le esportazioni USA dovrebbero diminuire a 3,1 mb/g nel 2026, dai 3,2 mb/g del 2025.** Un netto contrasto con le previsioni precedenti che prevedevano una crescita continua delle esportazioni verso nuovi record.

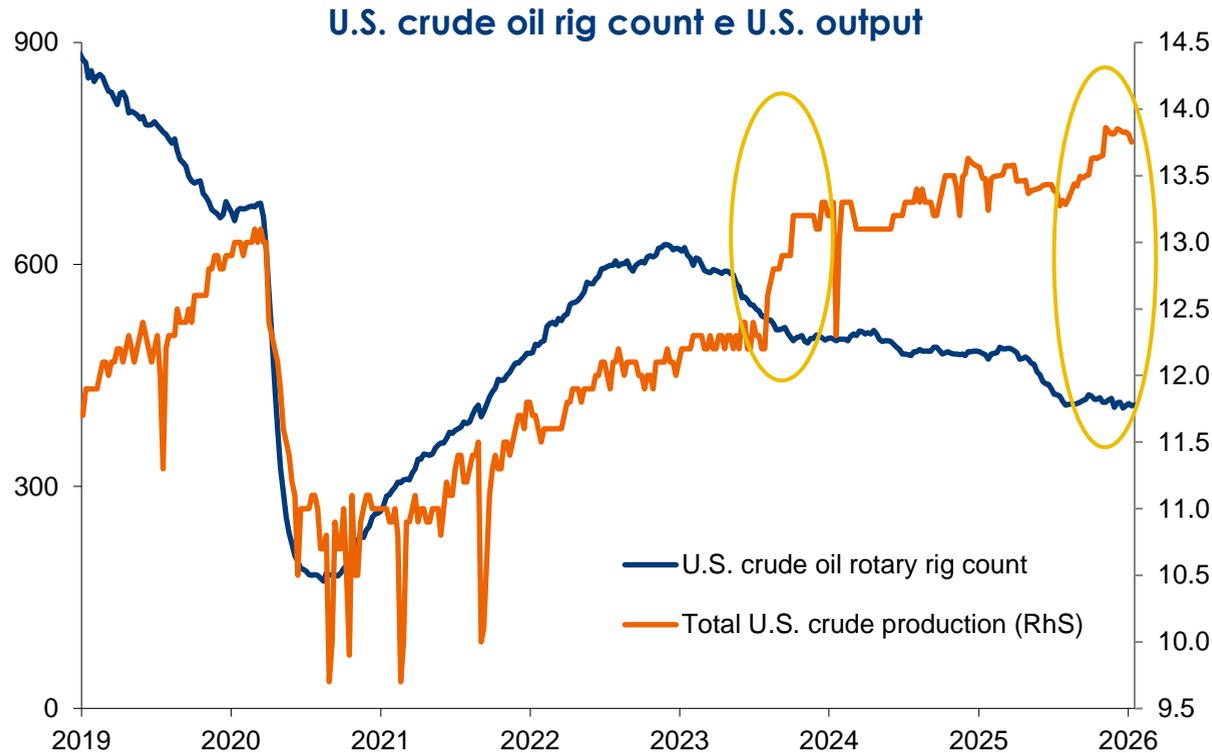
U.S. oil rig count e Prezzo del WTI



I prezzi del WTI sono solitamente un indicatore anticipatore del numero di impianti di trivellazione, una proxy delle attività di estrazione. Finora, **i bassi prezzi realizzati e previsti hanno determinato un calo delle trivellazioni** e potrebbero scoraggiare nuovi investimenti nell'upstream.

Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, U.S. EIA, Baker Hughes

# ...sebbene i progressi tecnologici aumentino la produttività

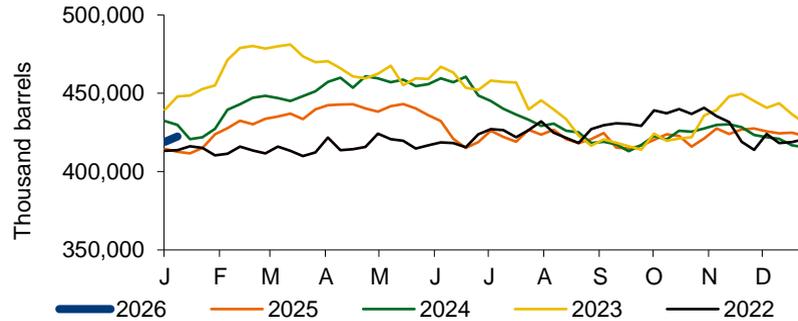


**Nel 2023, i produttori di shale** sono riusciti ad aumentare la produzione nonostante il calo degli oil rig count, **sfruttando i pozzi perforati ma non completati (DUCS)**. Con la diminuzione del numero di questi pozzi a basso costo, **nel 2025** i produttori hanno applicato **nuovi sviluppi tecnologici per perforare pozzi più lunghi, aumentare la produttività e i volumi.**

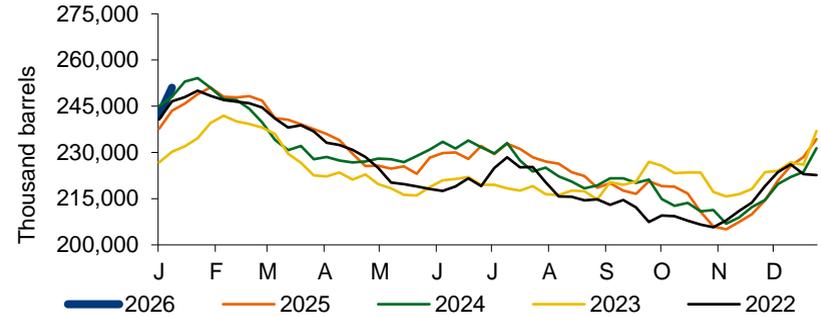
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, U.S. EIA, Baker Hughes

# Scorte commerciali USA vicine alla media stagionale

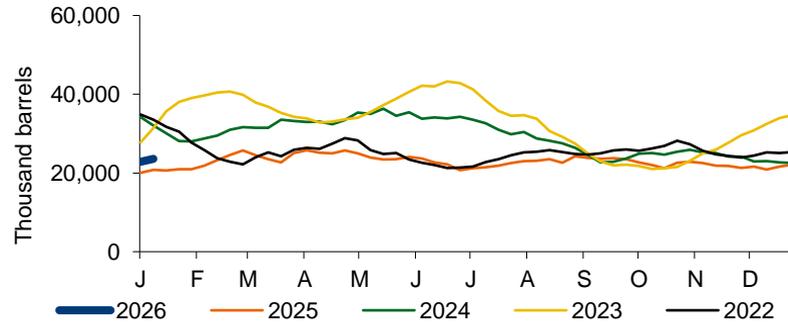
## Scorte totali di petrolio greggio



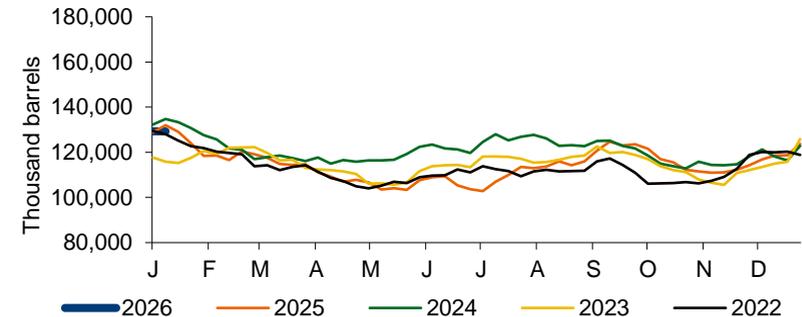
## Scorte di benzina



## Scorte di greggio a Cushing



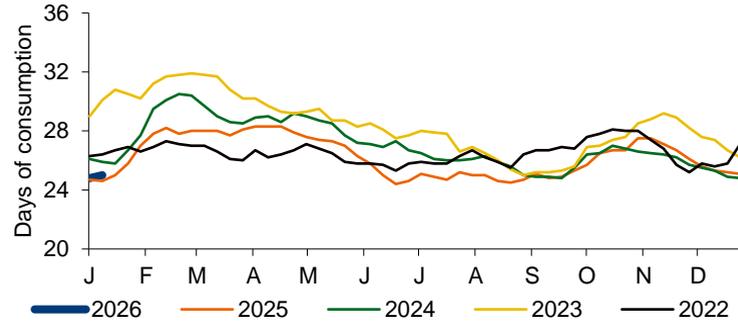
## Scorte di distillati



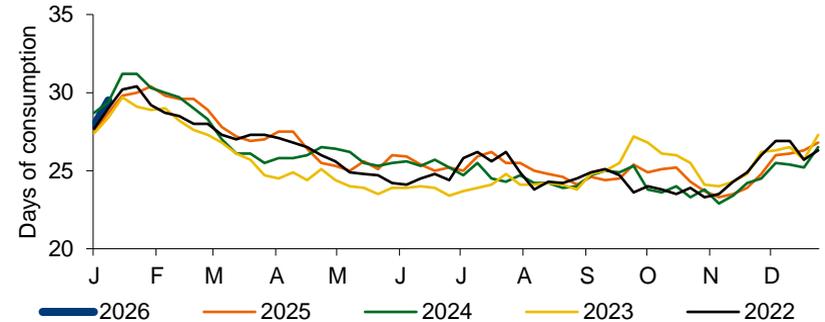
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy (DoE)

# La domanda statunitense rimane forte

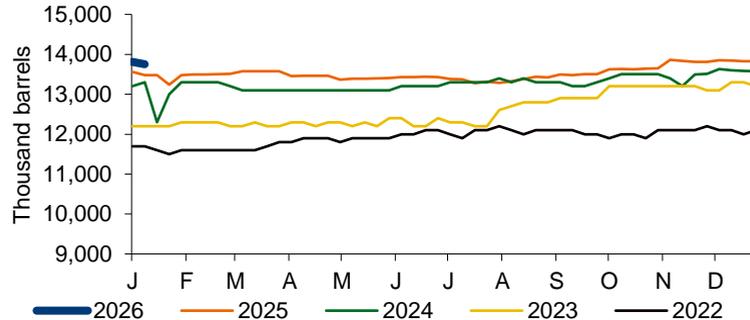
## Crude stocks in terms of days of consumption



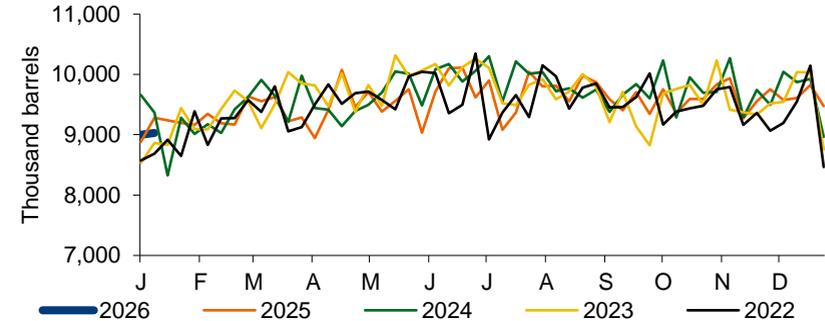
## Gasoline stocks in terms of days of consumption



## Crude production



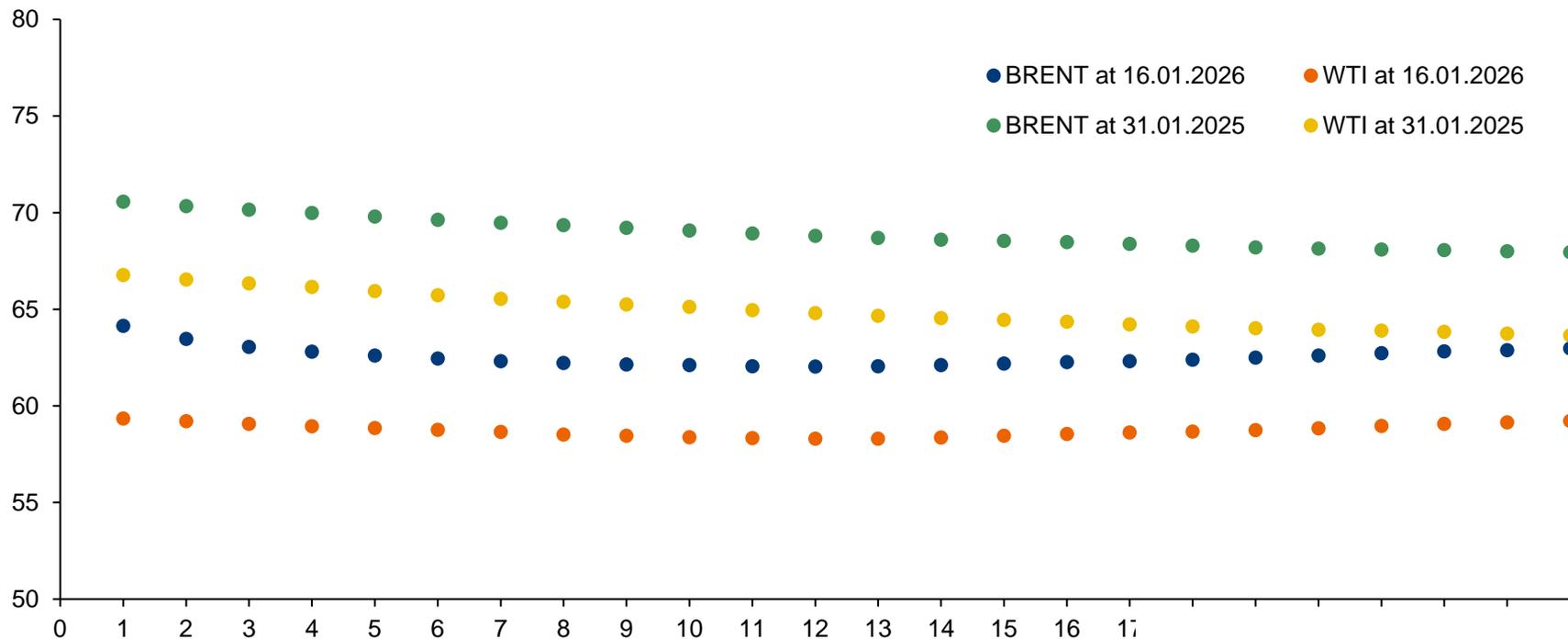
## Gasoline production



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. Department of Energy (DoE)

# Le curve forward rappresentano il principale rischio per i prezzi spot: sono più piatte del solito sia per il Brent che per il WTI...

Curve forward di Brent e WTI in USD/b



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# ... e un eventuale contango causerebbe un'ulteriore diminuzione delle posizioni speculative nette lunghe (già ai minimi da 15 anni)

Posizioni speculative nette e prezzo del WTI (scala destra)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

# Il petrolio è in uno “sweet spot” nell’intervallo 50-70 USD. I rischi al ribasso sono legati alle stime di surplus

Brent in USD/b



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, stime Intesa Sanpaolo – Research Department

# Agenda

**1** Scenario macroeconomico e geopolitico

**2** Metalli Preziosi

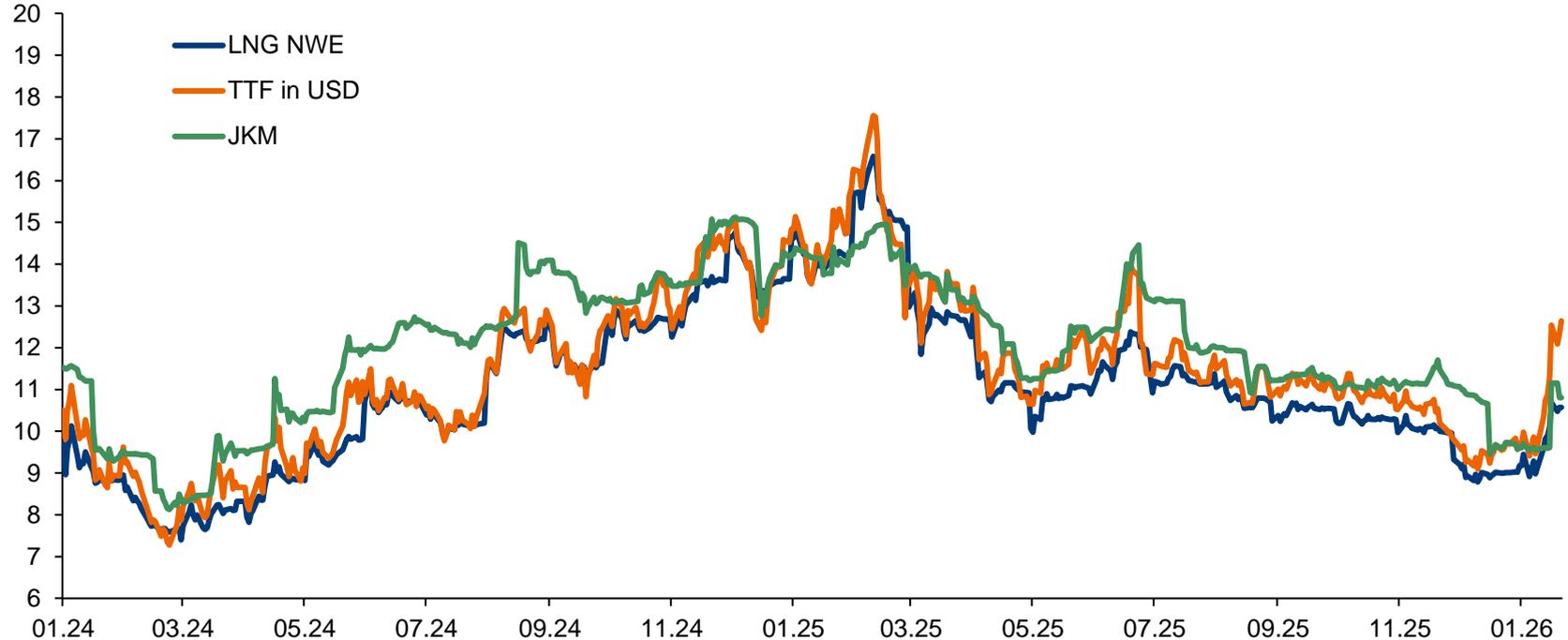
**3** Metalli Industriali

**4** Petrolio

**5** Gas, Power e EU ETS

# I prezzi del gas in Europa sono stati bassi a inizio inverno grazie agli abbondanti flussi di gas naturale liquefatto (LNG) e al clima relativamente mite

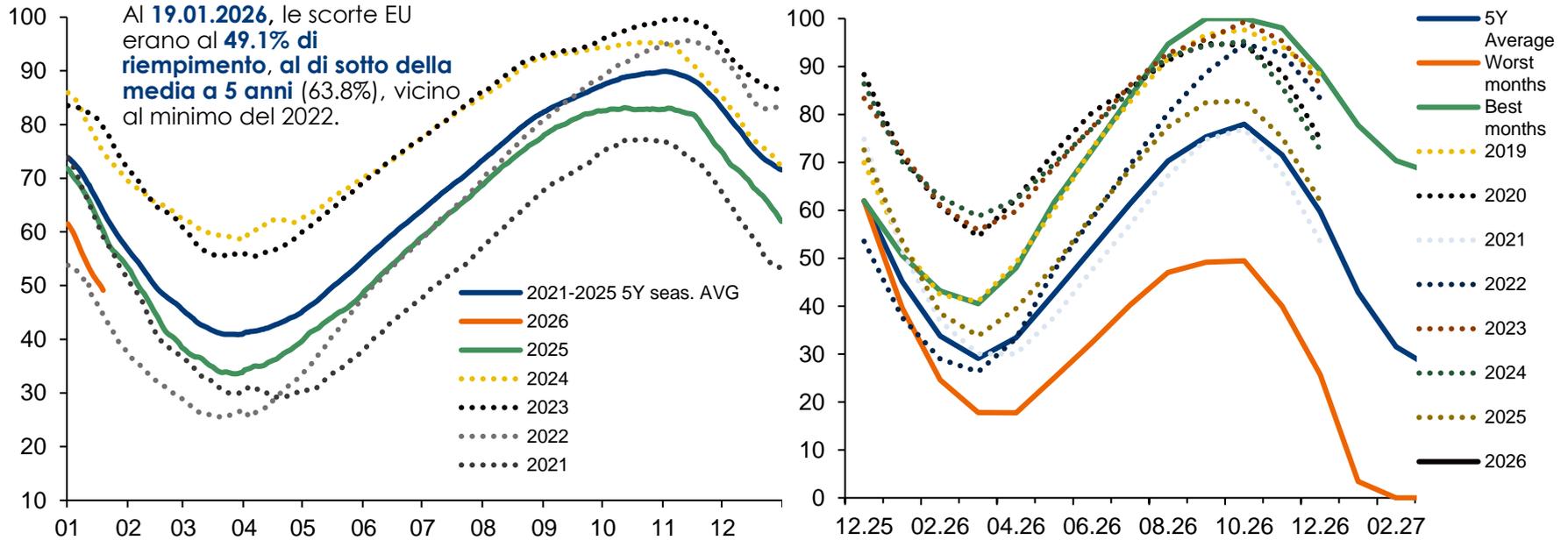
Futures sul 1° mese in USD/MMBtu: per l'Europa, TTF e LNG North Western Europe; per l'Asia, JKM LNG



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Le scorte UE sono ben al di sotto della media e potrebbero facilmente raggiungere livelli critici in primavera

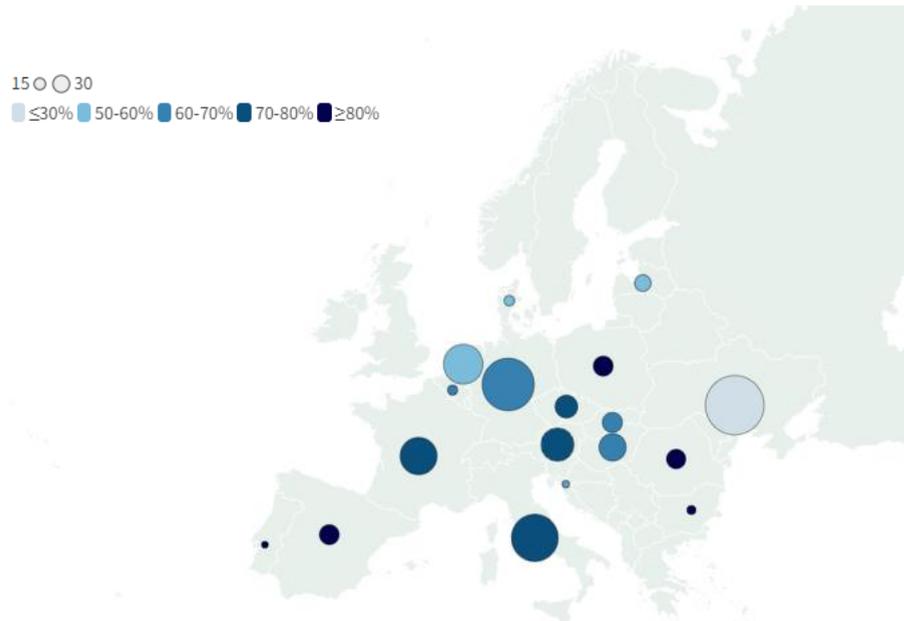
Scorte di gas nell'UE28, % di riempimento: dati storici (grafico a sinistra) e previsioni (grafico a destra)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Gas Infrastructure Europe (GIE), stime Intesa Sanpaolo

# Un'altra criticità: disomogenei livelli di stoccaggio tra paesi europei

Scorte di gas nell'UE, % di riempimento e capacità massima di stoccaggio in TWh

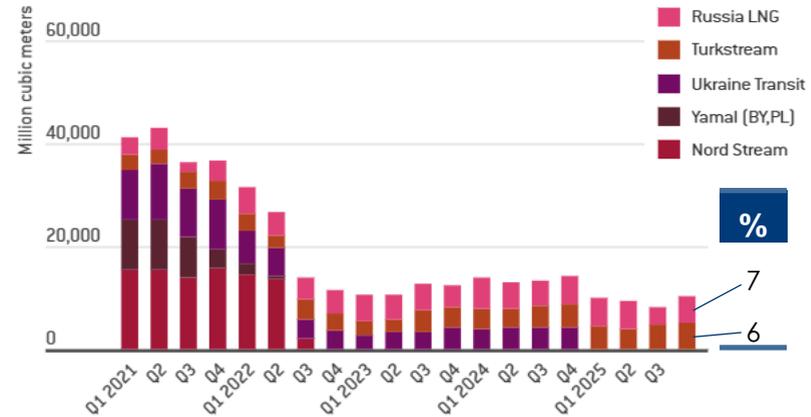
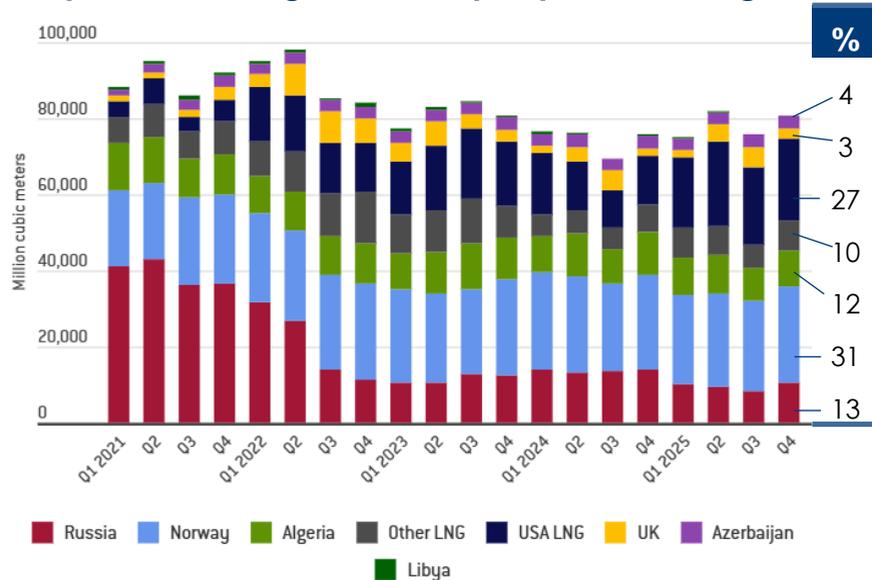


As at 17.01.2026	% full	Capacity in TWh
Italy	65	203
France	42	126
Austria	54	77
Germany	43	251
Netherland	36	144
Ukraine	22	320

Fonte: Gas Infrastructure Europe (GIE), AGSCI, Bruegel Dataset (2022) 'European natural gas imports', version of 18 December 2025, available at <https://doi.org/10.64153/WVKK8731>

# Rischi geopolitici: Russia e Ucraina raggiungeranno una tregua? L'UE si affrancherà completamente dal gas russo? La recente dipendenza energetica (dagli USA) rappresenta un nuovo vincolo geopolitico?

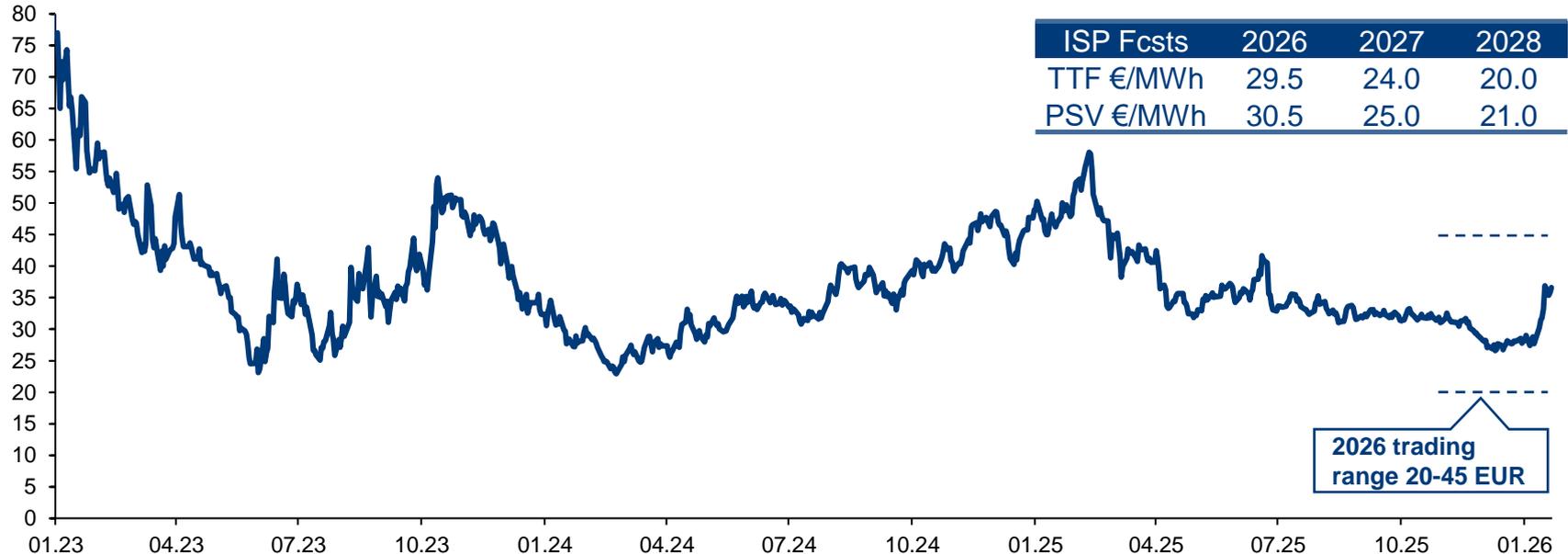
Importazioni di gas dell'UE per paese di origine, media trimestrale in milioni di metri cubi e in % del totale



Fonte: Bruegel Dataset (2022) 'European natural gas imports', version of 18 December 2025, available at <https://doi.org/10.64153/WVKK8731>

# Nel corso del tempo, l'attesa "ondata di LNG" dovrebbe ridurre i prezzi medi del gas, ma permarranno rischi all'offerta e volatilità

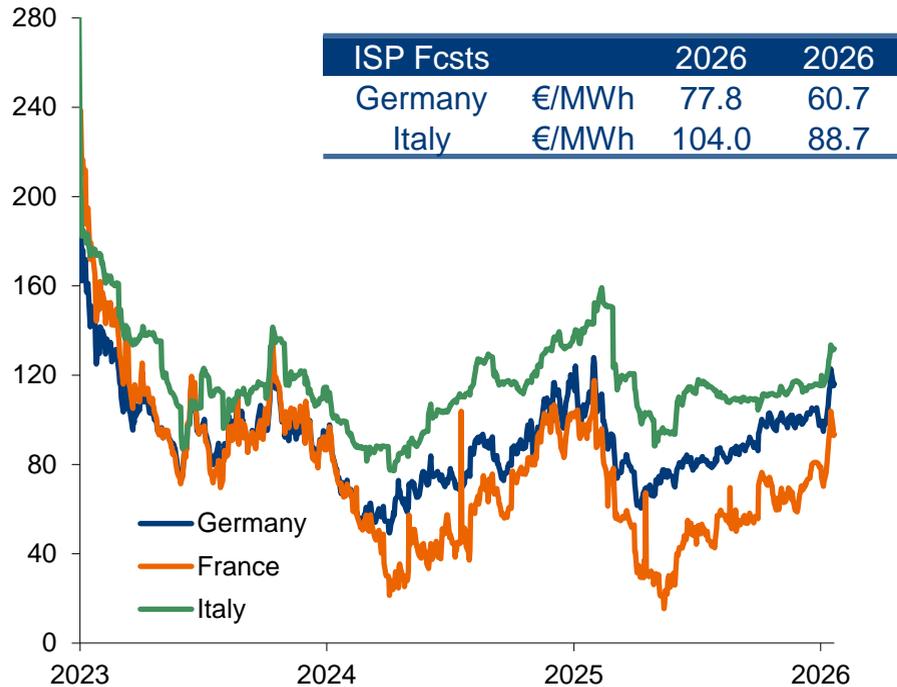
Prezzo del gas naturale TTF in EUR/MWh



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg, stime Intesa Sanpaolo – Research Department

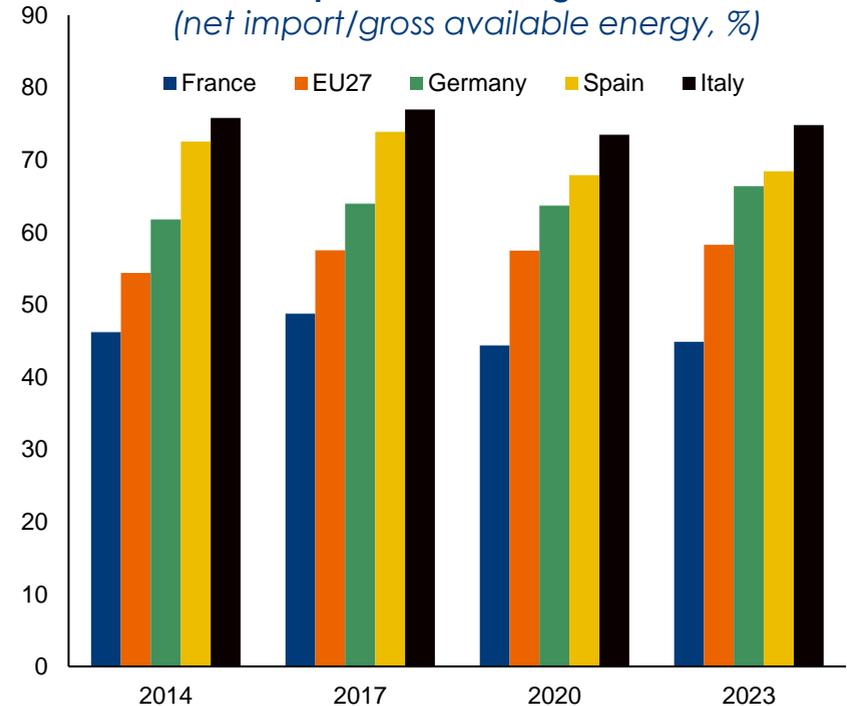
# Mercati energetici europei: spread più ampi determinati da una maggiore dipendenza dal gas

Future sul power, baseload, 1° mese



Dipendenza energetica

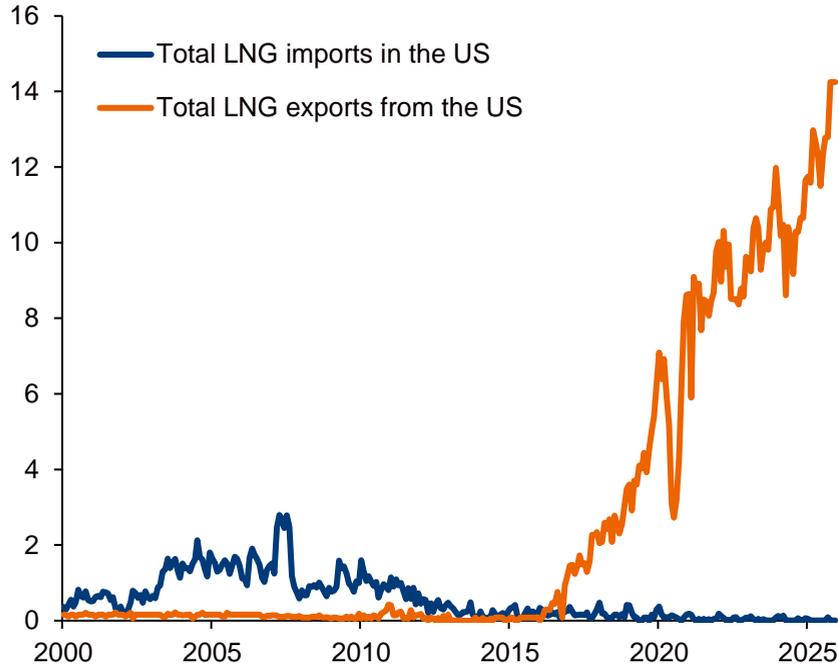
(net import/gross available energy, %)



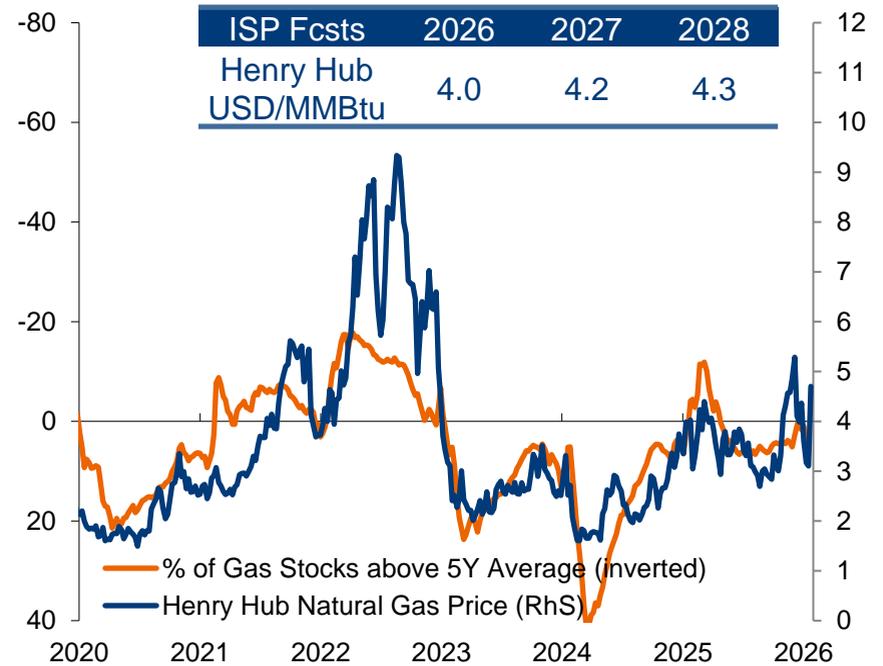
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department su dati Bloomberg, stime Intesa Sanpaolo – Research Department

# Il gas USA è sostenuto da una forte domanda, ma i prezzi rimangono una frazione dei livelli asiatici ed europei

## Import ed export di LNG USA in miliardi di metri cubi



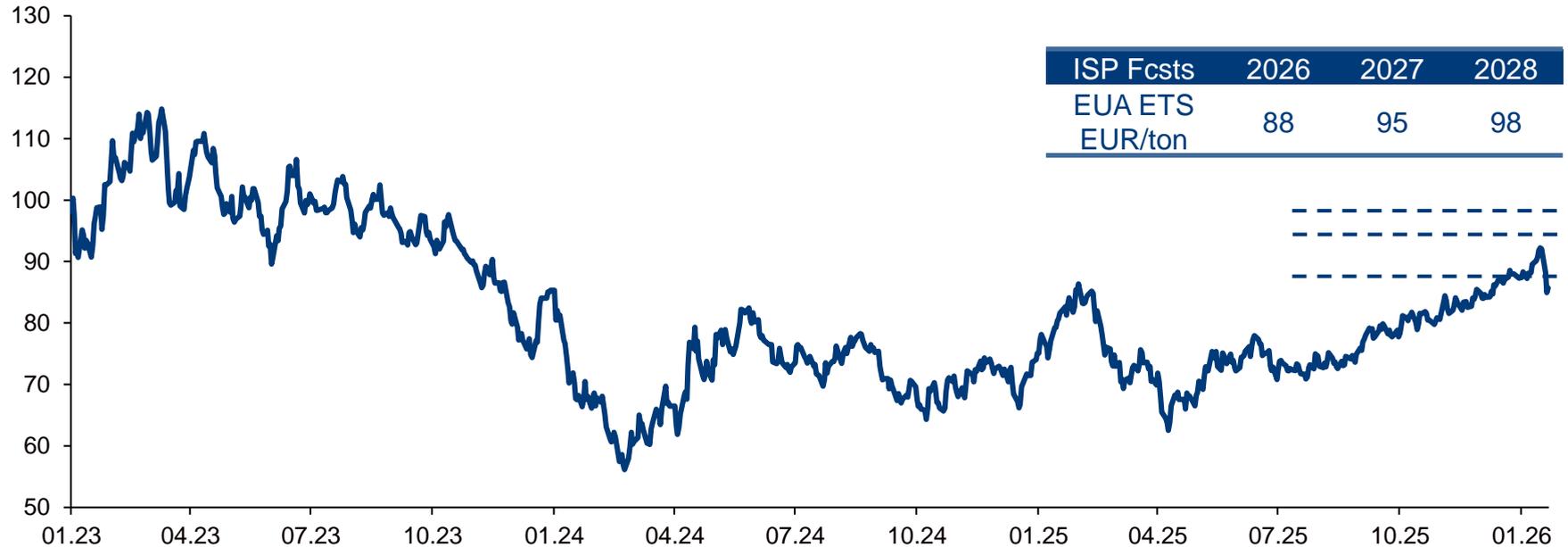
## Henry Hub in USD/MMBtu e scorte USA di gas



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# EU ETS: un mercato progettato per diventare sempre più teso. Il raggiungimento anticipato degli obiettivi REPowerEU comporterebbe la cancellazione di ulteriori quote dalle aste 2026

EUA in EUR/t



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, stime  
Intesa Sanpaolo – Research Department

# I nostri modelli indicano prezzi energetici ben sostenuti per tutto l'orizzonte previsivo

Stime ISP	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	2027	2028	2029	2030	16.01.26	QTD	YTD
TTF NATURAL GAS	32.0	30.5	27.0	28.5	29.5	24.0	20.0	19.0	18.0	33.6	30.4	30.4
PSV NATURAL GAS	33.0	31.5	28.0	29.5	30.5	25.0	21.0	20.0	19.0	37.1	33.0	33.0
PUN	120.0	100.0	95.0	101.0	104.0	88.7	82.4	81.7	80.7	114.1	105.3	105.3
EUA	86.0	87.0	89.0	90.0	88.0	95.0	98.0	100.0	102.0	89.0	89.5	89.5

**I mercati energetici europei dovranno affrontare molteplici sfide nel prossimo decennio:**

- **Penetrazione delle energie rinnovabili, che diventeranno la principale fonte di produzione di energia elettrica;**
- **Evoluzione del ruolo del gas, che dovrà garantire la flessibilità del sistema e bilanciare le fluttuazioni (prevedibili e imprevedibili) delle energie rinnovabili;**
- **Investimenti nelle interconnessioni, nel potenziamento delle reti nazionali e nei sistemi di stoccaggio;**
- **Un trend ribassista del consumo di gas in linea con il piano RePowerEU, vs. un aumento strutturale della domanda di elettricità per elettrificazione, data center e intelligenza artificiale;**
- **Rischi geopolitici vs. politiche climatiche e industriali: le strategie energetiche rappresentano sia vincoli che opportunità.**

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, stime Intesa Sanpaolo – Research Department

**Grazie!**

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesasanpaolo.com](http://www.imi.intesasanpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## **Metodologia di distribuzione**

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA. 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 SpA. Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## **Metodologia di valutazione**

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### **Dati Macroeconomici**

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### **Previsioni Comparto Energetico**

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

### **Previsioni Comparto Metalli**

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati. Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

### **Previsioni Comparto Agricolo**

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto. A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

### **Livelli tecnici**

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

## Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

## Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA 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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

## A cura di:

Daniela Corsini, Rates FX & Commodities Research, Intesa Sanpaolo