



Club degli Orazi Italia

L'INTELLIGENZA ITALIANA NEL GIOIELLO

INTESA  SANPAOLO

Metalli preziosi nell'era Trump: la rivincita degli «hard assets»

Daniela Corsini – Senior Economist
Research Department Intesa Sanpaolo

Vicenza, 16 gennaio 2026

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

	Crescita annua del PIL				
	2023	2024	2025f	2026f	2027f
United States	2.9	2.8	2.2	2.0	2.0
Euro Area	0.6	0.8	1.4	1.1	1.4
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
OPEC	2.6	2.8	3.5	3.3	3.4
Eastern Europe	2.6	3.4	2.0	2.0	2.0
Latin America	1.9	2.3	2.9	2.4	2.4
Japan	1.2	-0.2	1.3	0.5	0.8
China	5.4	5.0	4.9	4.5	4.4
India	8.8	6.7	7.6	6.8	6.4
World	3.4	3.3	3.3	3.1	3.2

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

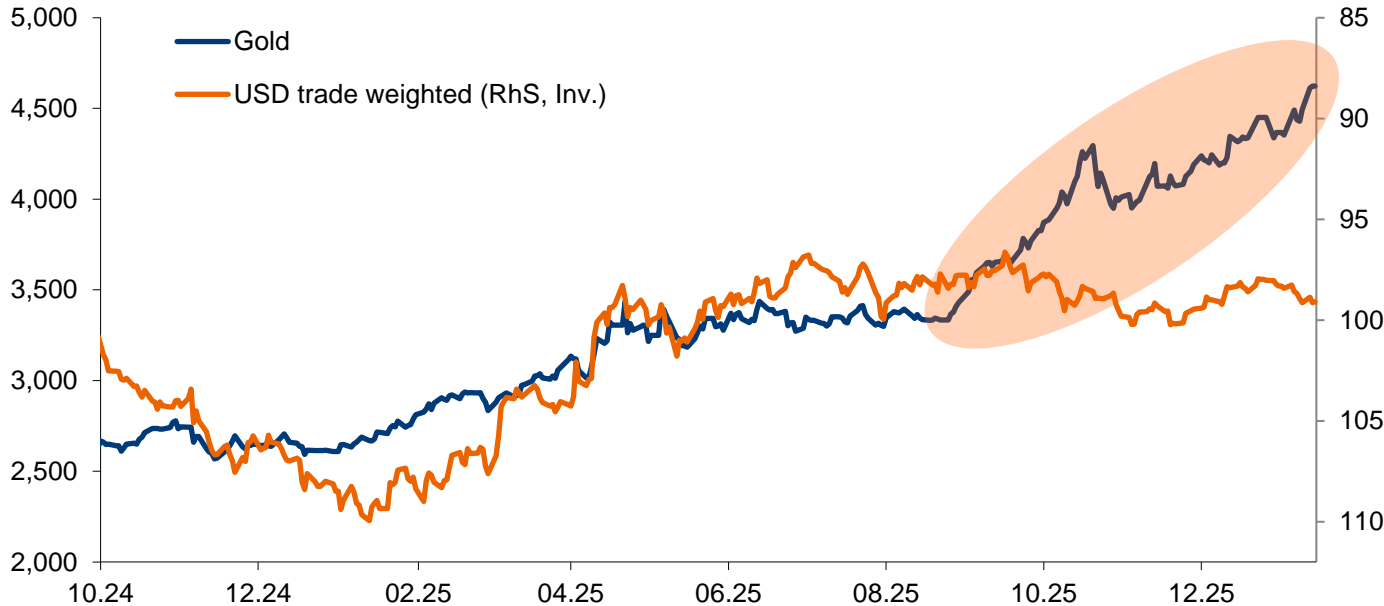
BCE: Escludendo nuovi shock,
tassi probabilmente invariati
nel 2026

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

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)

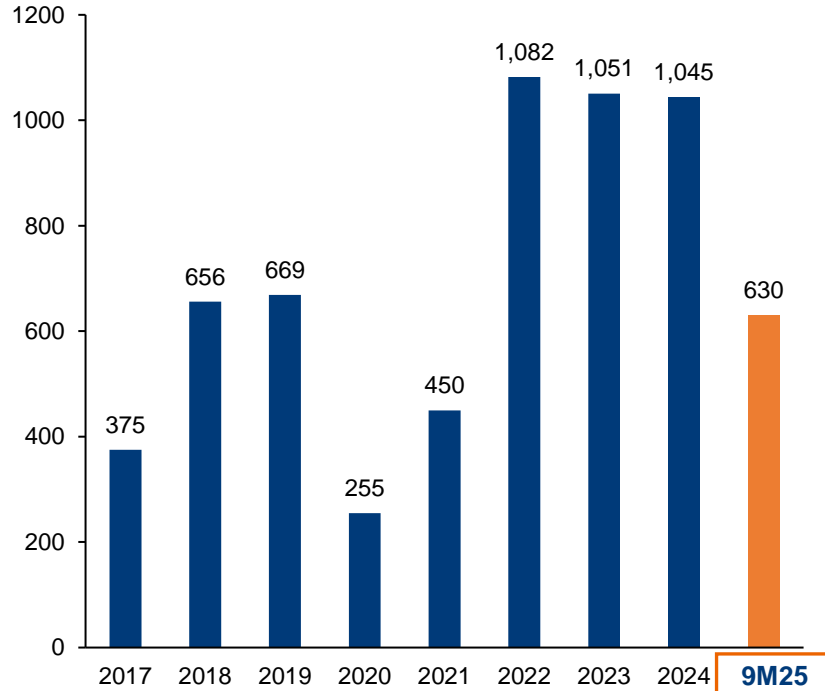


Oro guidato da momentum trading da agosto 2025:

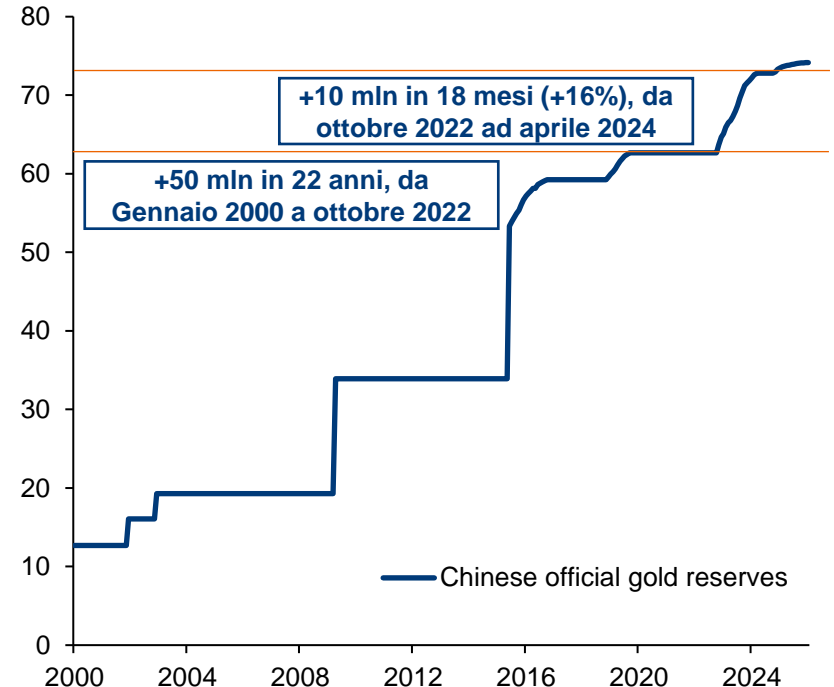
- 1) Dopo Jackson Hole, atteso un **calo dei tassi USA**;
- 2) In novembre 2025, una nuova Strategia di Sicurezza Nazionale USA: la «**Dottrina Donroe**»
- 3) Escalation delle tensioni geopolitiche e **eventi politici senza precedenti** (Venezuela, Colombia, Groenlandia, Iran...)
- 4) Gli **attacchi 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



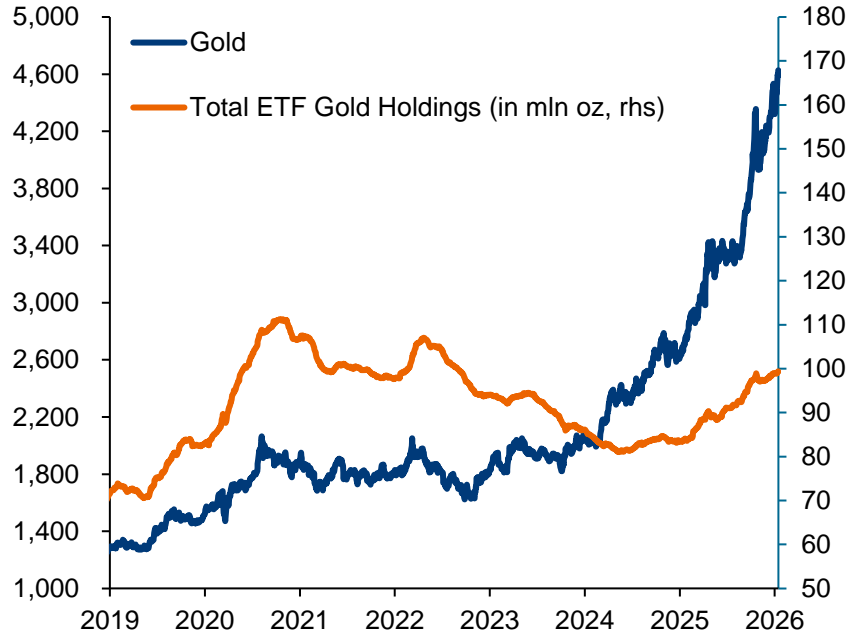
Oro detenuto (e dichiarato) dalla People's Bank of China (PBoC) in milioni di once



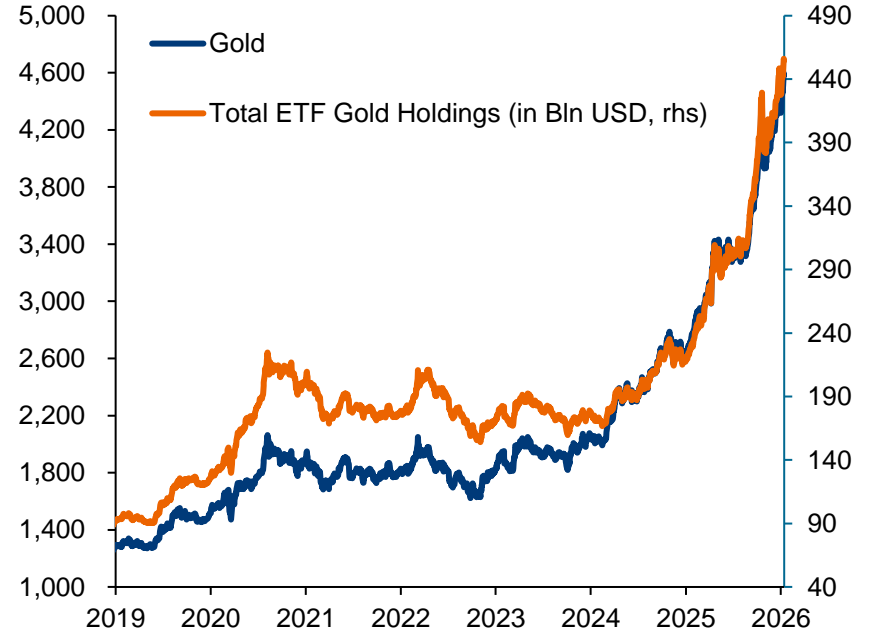
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo –Research Department su dati Bloomberg, World Gold Council

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



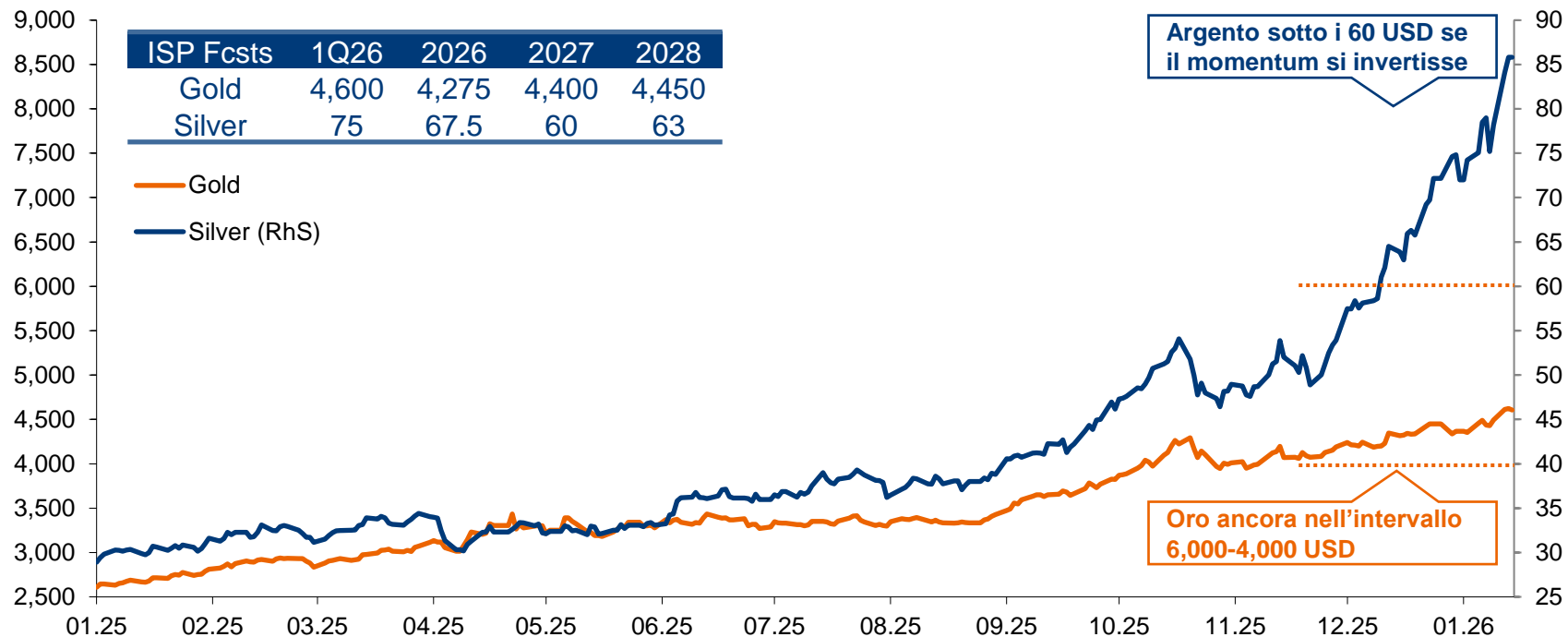
I principali rischi che gravano sullo scenario macroeconomico sono alimentati dalle politiche perseguite (o minacciate) dall'amministrazione Trump.

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

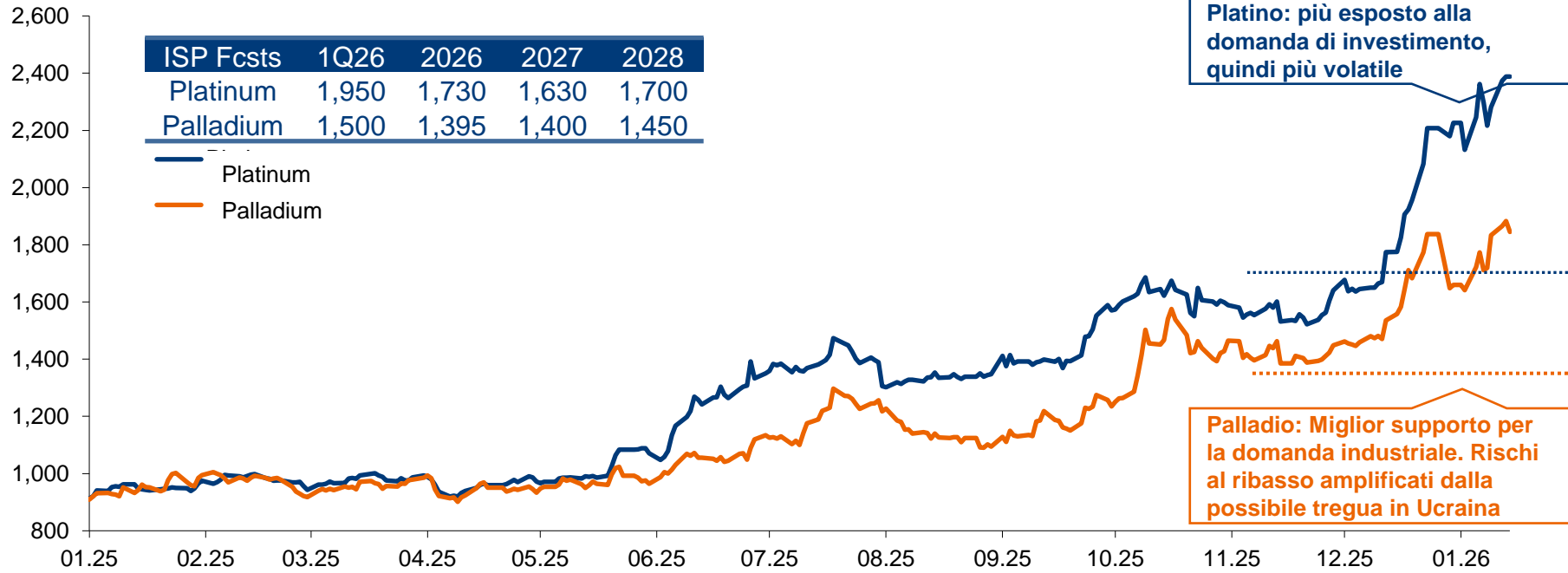
Prezzi spot di oro e argento in USD/oz



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



Stime Intesa Sanpaolo per metalli preziosi e non-ferrosi

Intesa Sanpaolo forecasts

		1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2026	2027	2028	2029	2030
LME GOLD	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
LME SILVER	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
LME PLATINUM	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
LME PALLADIUM	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

Fonte: 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.intesasnpaolo.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