

Focus

Materie prime: la geopolitica prevale sull'economia

Spesso, i segnali impliciti nei prezzi delle materie prime e nei flussi logistici offrono narrative più ampie rispetto ai semplici fondamentali di domanda e offerta. Non si spiegherebbero altrimenti i prezzi relativamente contenuti del petrolio registrati negli ultimi mesi, nonostante il gravissimo ammanco di offerta dal Medio Oriente.

Petrolio: finalmente si allentano i rischi all'offerta

La guerra nel Golfo Persico ha ampliato il deficit sui mercati mondiali di greggio e prodotti raffinati. Eppure, gran parte dell'offerta dal Medio Oriente è congelata, non distrutta, e potrebbe tornare a fluire molto rapidamente, dopo l'accordo preliminare fra Stati Uniti e Iran.

Mercati energetici: scorte europee ai minimi dal 2021

Nonostante la prospettiva di un'offerta mondiale in miglioramento e l'allentamento delle tensioni geopolitiche, il rientro dei prezzi energetici europei sarà frenato dai bassi livelli di scorte.

Metalli preziosi: inizia una nuova fase

L'allentamento delle tensioni geopolitiche potrebbe spingere l'oro in una nuova fase. Alcuni operatori scommettono su un rapido recupero verso nuovi massimi, ma nel nostro scenario di base sposiamo una visione più cauta. Coerentemente con prezzi dell'energia comunque elevati, politiche monetarie meno espansive di quanto previsto in precedenza e l'ampia contrazione in atto nella domanda mondiale in gioielleria, riteniamo appropriato un consolidamento delle quotazioni.

Metalli industriali: la grande corsa dell'“oro rosso”

Forte domanda mondiale, problemi all'offerta, rincari nei costi marginali di produzione, preoccupazione per la possibile imposizione di tariffe punitive da parte dell'Amministrazione Trump sono un mix perfetto per spingere il rame verso nuovi record.

Agricoli: arriva El Niño

Lo sviluppo del fenomeno oceano-atmosferico de El Niño potrebbe avere impatti negativi sulle rese in importanti ragioni produttive, ravvivando le pressioni rialziste sui prezzi di vari beni agricoli.

Giugno 2026

Nota Trimestrale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: la geopolitica prevale sull'economia

Spesso, i segnali impliciti nei prezzi delle materie prime e nei flussi logistici offrono narrative più ampie rispetto ai semplici fondamentali di domanda e offerta. Non si spiegherebbero altrimenti i prezzi relativamente contenuti del petrolio negli ultimi mesi, nonostante il gravissimo ammanco di offerta dal Medio Oriente.

L'unipolarismo americano al termine della Guerra Fredda e l'accelerazione di inizio secolo del processo di globalizzazione hanno contribuito a consolidare l'illusione occidentale che l'economia muovesse il mondo. Non è purtroppo così.

Al contrario, di ciò sono sempre stati consapevoli altri paesi come ad esempio la Cina, dove il governo ha sistematicamente deciso di sacrificare il tornaconto economico nel breve termine per raggiungere obiettivi strategici di più lungo periodo. Pensiamo ai vari piani quinquennali che dagli anni '90 in poi hanno permesso a un paese con modeste risorse minerarie ed energetiche e pesantemente dipendente dalle importazioni di arrivare a controllare intere filiere produttive di metalli critici e terre rare e diventare leader indiscusso in settori energetici all'avanguardia, come ad esempio nella generazione da rinnovabili (pale eoliche, pannelli fotovoltaici) o nella produzione di batterie e veicoli elettrici.

La guerra fra Russia e Ucraina nel 2022, e poi le guerre fra Stati Uniti, Israele e Iran nel 2025 e 2026 hanno reso drammaticamente evidente come **anche i governi occidentali siano oggi costretti a dare priorità alle logiche geopolitiche, mettendo in secondo piano quelle economiche.**

In questo senso, le crisi energetiche europee sono state emblematiche: in passato, la prima aspirazione dei paesi importatori era ricevere energia a basso costo, indipendentemente dall'origine, mentre negli ultimi anni **si è compreso come la dipendenza energetica crei vincoli politici e come la provenienza e l'affidabilità delle forniture siano un parametro di valutazione anche più rilevante rispetto al prezzo.**

La geopolitica prevale sull'economia anche per altre materie prime, dall'oro, che le banche centrali hanno continuato a comprare nonostante le quotazioni siano triplicate in pochi trimestri, **ai metalli industriali come il rame,** che ha toccato nuovi record di prezzo benché le scorte mondiali abbiano raggiunto livelli senza precedenti.

Non è neppure un caso che negli ultimi anni sia diventato abituale ricorrere a **normative protezionistiche** per regolare il commercio di commodity e di altri input produttivi, dai prodotti raffinati alle derrate agricole. I paesi produttori di materie prime sono sempre più accorti nel controllarne la destinazione: sia per aumentarne la disponibilità sul mercato interno e limitare le spinte inflazionistiche abbattendo i costi domestici di produzione, sia per incrementare le esportazioni al fine di espandere le proprie quote sul mercato mondiale o per rafforzare le relazioni con partner selezionati.

Se le motivazioni alla base di queste decisioni commerciali sono più politiche e geopolitiche che economiche, diventa essenziale monitorare con attenzione i mercati delle materie prime. **Spesso, i segnali impliciti nei prezzi e nei flussi logistici offrono narrative più ampie rispetto ai semplici fondamentali di domanda e offerta.**

Contestualmente, è anche più difficile prevedere l'evoluzione delle quotazioni in quanto strettamente legate allo sviluppo dello **scenario geopolitico, più incerto e imprevedibile rispetto al passato.**

Nel 2° trimestre, la guerra in Medio Oriente ha tenuto sul filo del rasoio i mercati. Il blocco prolungato e quasi totale dei flussi dal Golfo Persico stava diventando insostenibile sia per molti paesi importatori, causando scarsità di carburanti e alimentando spinte inflazionistiche, sia per gli stessi paesi esportatori. Questi ultimi hanno dovuto congelare buona parte della loro capacità di estrazione e raffinazione per l'esaurimento della capienza degli stoccaggi e l'impossibilità di vendere all'estero la propria produzione. Finalmente, il 14 giugno è arrivata la notizia tanto attesa: Stati Uniti e Iran hanno raggiunto un accordo su un Memorandum of Understanding (MoU) in 14 punti che dovrebbe essere ratificato il 19 giugno. Coerentemente con il documento

Nell'attuale scenario geopolitico, così instabile e conflittuale, spesso la convenienza economica passa in secondo piano rispetto agli interessi politici

I mercati delle materie prime riflettono anche le aspirazioni politiche e geopolitiche dei principali paesi produttori

Il nodo di Hormuz: un ripristino della libera navigazione entro fine giugno nello scenario di base...

pubblicato, le dichiarazioni del Presidente Trump e dei funzionari coinvolti nelle trattative, **il nostro scenario di base è fondato sull'ipotesi che i positivi esiti dei negoziati fra Stati Uniti, Israele e Iran possano portare alla libera navigazione attraverso lo Stretto di Hormuz entro fine giugno e successivamente a una definitiva risoluzione del conflitto in Medio Oriente.** Indicativamente, **ipotizziamo che le forniture di petrolio e derivati possano riavvicinarsi ai valori di inizio anno in poche settimane** (verso fine luglio per il petrolio, entro settembre per i prodotti raffinati). **Per il gas naturale, il recupero sarà più lento a causa dei maggiori danni alle infrastrutture** e potrebbe non essere completo prima di fine anno.

Dobbiamo tuttavia considerare anche uno **scenario avverso**: la ratifica dell'accordo di pace potrebbe essere ostacolata da trattative più difficili del previsto sui punti più controversi, quali nucleare iraniano, costi di transito attraverso lo Stretto, rimozione delle sanzioni USA e sblocco dei fondi congelati. È possibile (benché poco probabile) che uno o più attori decidano di forzare l'evoluzione dei negoziati minacciando o creando ulteriori ostacoli alla libera navigazione nelle acque del Golfo Persico per alcuni mesi (ipotizziamo sino a fine settembre), o addirittura implementando sporadici attacchi alle infrastrutture energetiche e logistiche nell'area. In tal caso, **il 3° trimestre potrebbe rivelarsi decisamente critico per i mercati delle materie prime a causa delle forti preoccupazioni relative alla scarsità senza precedenti di petrolio, prodotti raffinati e gas naturale liquefatto (GNL).**

Un più lento ripristino della produzione sommato a maggiori danni agli impianti di estrazione ed esportazione causerebbero ritardi più significativi nella ripresa dei volumi in transito, che risulterebbe ben più lenta e difficoltosa rispetto allo scenario di base anche dopo l'eventuale annuncio ufficiale del pieno ripristino della navigabilità dello Stretto.

Previsioni di prezzo per il petrolio BRENT (USD/barile) e il gas naturale TTF (EUR/MWh) nei vari scenari

Al 15.06.2026	3T26	4T26	1T27	2T27	3T27	4T27	2026	2027	2028	2029	2030
BRENT – BASELINE SCENARIO	88	78	70	67	65	65	85.5	66.8	66	67	68
BRENT – ADVERSE SCENARIO	145	115	90	80	75	72	110	79.3	66	67	68
TTF – BASELINE SCENARIO	46	45	48	46	31	27	44.7	32.3	23	19	18
TTF – ADVERSE SCENARIO	80	72	68	55	40	31	60	48.5	24	22	20

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Scenario di base per i mercati delle materie prime

Al momento, **la principale incognita è come si concluderà la crisi in Medio Oriente.** Le due principali variabili da monitorare sono la velocità del ripristino delle infrastrutture energetiche e del ritorno alla normalità dei transiti via Hormuz. Fortunatamente, la tregua iniziata l'8 aprile ha di fatto congelato la produzione, e ha impedito che si registrassero ulteriori attacchi alle infrastrutture energetiche e logistiche. Il MoU annunciato il 14 giugno lascia presagire che il peggio sia passato e la crisi energetica sia destinata ad allentarsi in tempi rapidi.

Nello scenario di base, ipotizziamo che l'accordo preliminare fra Stati Uniti e Iran permetterà di ripristinare la piena navigabilità dello Stretto di Hormuz verso fine giugno. **L'allentamento delle tensioni geopolitiche e la prospettiva di un incremento dell'offerta mondiale potrebbero permettere ai prezzi del petrolio di allontanarsi ulteriormente dai precedenti massimi. Tuttavia,** le quotazioni dovrebbero mantenersi per vari mesi su **livelli elevati poiché il recupero dei flussi in transito sarà probabilmente lento e graduale** a causa del grande numero di petroliere imbottigliate nel Golfo Persico, della eventualità di sminare quel tratto di mare e dei fisiologici tempi di riavvio delle infrastrutture bloccate, o in alcuni casi danneggiate. Per questi motivi, stimiamo un prezzo di circa 88 dollari al barile per il petrolio Brent nel 3° trimestre 2026, ma un successivo calo verso una media di 78 dollari nel 4° trimestre e 70 dollari nel 1° trimestre 2027. Su base annua, prevediamo un prezzo di circa 85 dollari nel 2026 e 67 dollari nel 2027.

Meno favorevoli sono le nostre stime sul prezzo del **metano** in Europa, poiché **i persistenti problemi di offerta di GNL dal Medio Oriente potrebbero rendere particolarmente costoso l'approvvigionamento nei mesi estivi**, quando al picco di domanda legato ai consumi elettrici dovuto al raffrescamento degli ambienti, si sommerà la necessità di ricostituire le scorte, scese ai minimi dal 2021. Perciò per il TTF, il benchmark europeo del gas naturale, stimiamo un prezzo

...a fine settembre nello scenario avverso

Le variabili chiave: entità dei danni alle infrastrutture, durata e severità del blocco di Hormuz

Il prezzo del petrolio impiegherà qualche mese per tornare ai livelli pre-guerra

In Europa, il rientro delle quotazioni del gas è ostacolato dalla stagionalità della domanda e dai bassi livelli di scorte

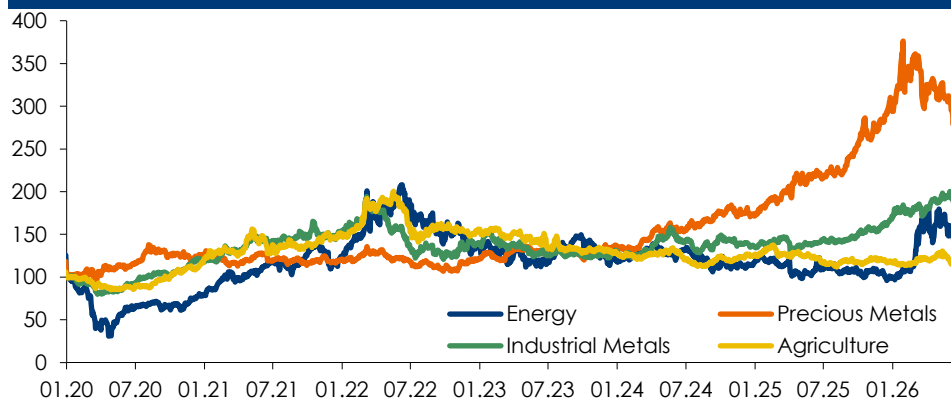
medio di circa 45 euro/MWh nel 3° trimestre e di circa 48 euro nel 4° trimestre. Su base annua, le quotazioni potrebbero attestarsi su una media di circa 45 euro nel 2026 e 33 euro nel 2027. Il rientro dei prezzi verso i livelli pre-crisi sarà più lento rispetto al petrolio per i più lunghi tempi tecnici di riavvio dei flussi e i maggiori danni riportati dalle infrastrutture di esportazione di GNL nel Golfo.

Manteniamo una visione negativa nel medio periodo per i **metalli preziosi**: il rincaro delle quotazioni energetiche ha alimentato spinte inflazionistiche nelle principali economie. Seppur transitorie, queste giustificherebbero una maggior cautela delle banche centrali: la Federal Reserve potrebbe mantenere i tassi d'interesse invariati nel corso del 2026, mentre la Banca Centrale Europea potrebbe annunciare uno o due ulteriori incrementi di 25 punti base entro marzo 2027, dopo quello implementato a giugno. Conseguentemente, i rialzi dei rendimenti obbligazionari potrebbero sfavorire gli investimenti in preziosi, poiché questi asset non pagano cedole né dividendi. **Oro e argento potrebbero toccare un minimo ciclico fra fine 2026 e inizio 2027**. Nel nostro scenario di base l'oro potrebbe scambiare attorno ad una media di circa 4.000 dollari l'oncia a fine anno, mentre l'argento potrebbe attestarsi vicino ai 60 dollari.

I **metalli industriali** hanno sinora beneficiato dal conflitto in Medio Oriente, spinti dal rincaro degli input produttivi (energia, ma anche zolfo e altri prodotti chimici essenziali per i processi estrattivi) e dalla prospettiva di una crescente domanda mondiale guidata dagli investimenti in intelligenza artificiale e nel comparto della difesa. Ad esempio, in maggio e giugno il rame è tornato sopra la soglia dei 14.000 dollari a tonnellata, riavvicinandosi al record di oltre 14.500 dollari registrato il 29 gennaio. Dopo una iniziale fase di entusiasmo giustificato dall'allentamento delle tensioni in Medio Oriente che potrebbe spingere il rame verso nuovi record, ci aspettiamo che il riavvio delle esportazioni di prodotti chimici ed energetici da Hormuz riduca i timori di un eccessivo rincaro dei fattori produttivi. Contestualmente, la prospettiva di politiche monetarie meno espansive potrebbe togliere slancio alle quotazioni dei **metalli industriali**, favorendo un **rientro verso i livelli, comunque elevati, registrati a inizio anno**. Questa possibile fase di consolidamento potrebbe estendersi sino a metà 2027 e successivamente lasciare il passo a nuove spinte rialziste. Ci attendiamo che il rame si attesti su una media di circa 13.500 dollari a tonnellata nel 3° trimestre e 13.000 dollari nel 4° trimestre. Su base annua, prevediamo un prezzo di circa 13.205 dollari nel 2026 e 13.000 dollari nel 2027.

Anche i **prezzi delle merci agricole potrebbero mantenersi elevati nei prossimi mesi**, sostenuti dalle difficoltà logistiche e dal rialzo dei costi degli input produttivi come energia, fertilizzanti e prodotti fitosanitari, nonostante il netto calo delle tensioni nel Golfo Persico. In aggiunta, i modelli meteorologici suggeriscono che nel corso dell'anno possa svilupparsi, in maniera particolarmente intensa, il fenomeno oceano-atmosferico de El Niño, che potrebbe alterare le abituali temperature e le statistiche sulla piovosità in importanti ragioni produttive. È quindi probabile che le rese di cereali e prodotti coloniali possano deludere le attese, alimentando pressioni rialziste sui prezzi e sulla volatilità.

Performance dei principali settori delle materie prime (dic. 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Politiche monetarie meno espansive dovrebbero raffreddare ulteriormente le quotazioni dei metalli preziosi...

...e interrompere temporaneamente i rialzi dei metalli industriali

La produzione di vari beni agricoli potrebbe risentire della scarsità di fertilizzanti e di condizioni meteorologiche estreme

Previsioni di prezzo per i principali future sulle Commodity in valuta di quotazione, scenario di base, performance da inizio anno (YTD) e rendimenti attesi nel 2026 e 2027 in percentuale

Al 15.06.2026	2T26	3T26	4T26	2026	2027	% YTD	% 2026	% 2027
ICE BRENT (USD/barile)	98.0	88.0	78.0	85.5	66.8	88.6	25	-22
NYMEX WTI (USD/barile)	94.0	84.0	74.0	81.0	62.8	83.4	25	-23
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	2.9	3.6	4.0	3.5	4.0	3.2	-4	15
JKM GNL (USD/MMBtu)	18.2	17.5	16.5	16.4	11.2	15.4	33	-31
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	46.0	45.0	48.0	44.7	32.3	43.0	23	-28
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	48.0	46.0	49.0	46.2	33.3	44.7	21	-28
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	126.0	136.0	130.0	130.0	101.3	126.4	12	-22
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	90.0	106.0	100.0	98.3	76.3	92.9	11	-22
EUA (EUR/tonnellata)	76.0	75.0	75.0	76.0	75.0	76.8	-1	-1
LME ORO (USD/oz)	4,535	4,200	4,000	4,400	4,200	4,737	28	-5
LME ARGENTO (USD/oz)	74.0	65.0	57.0	70.0	50.0	80.0	75	-29
LME PLATINO (USD/oz)	1,920	1,930	1,950	2,002	1,956	2,096	56	-2
LME PALLADIO (USD/oz)	1,420	1,425	1,490	1,512	1,431	1,588	31	-5
LME RAME 3M (USD/ton)	13,450	13,500	13,000	13,205	13,000	13,091	32	-2
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	3,580	3,555	3,450	3,445	3,375	3,368	31	-2
LME NICHEL 3M (USD/ton)	18,372	17,500	16,600	17,500	16,125	17,970	14	-8
LME ZINCO 3M (USD/ton)	3,483	3,495	3,300	3,385	3,213	3,350	19	-5
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	1,970	1,940	1,935	1,955	1,950	1,974	-2	0
LME STAGNO 3M (USD/ton)	52,104	53,000	51,000	51,150	44,250	49,982	50	-13
SGX FERRO (USD/ton)	106	104	103	104	102	105	2	-2
LME HRC Nord America (USD/ton)	1,080	1,100	1,030	1,045	895	1,014	23	-14
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	700	690	650	675	600	676	14	-11
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	495	485	480	481	470	479	5	-2
LME REBAR (USD/ton)	595	575	560	573	555	577	4	-3
LME SCRAP (USD/ton)	405	390	375	387	360	391	10	-7
COMEX LITIO (USD/kg)	21.0	19.0	18.0	19.0	14.8	19.5	107	-22
COMEX COBALTO (USD/lb)	26.0	25.0	24.0	25.2	22.6	26.0	53	-10
CBOT MAIS (USc/bu)	440	440	460	444	460	443	1	3
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	605	600	620	595	610	581	12	3
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,160	1,155	1,150	1,145	1,150	1,141	10	0
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	76	71	69	70	66	70	7	-5
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	440	445	455	440	480	427	-8	9
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	14.3	14.0	15.5	14.6	17.0	14.5	-14	16
MDE-OLIO DI PALMA (MYR/mt)	4,470	4,400	4,300	4,337	4,300	4,322	1	-1
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	275	280	325	300	365	302	-19	22
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	3,525	3,600	3,800	3,700	3,850	3,711	-21	4
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	3,720	3,500	3,300	3,615	3,300	3,830	-56	-9
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	2,810	2,600	2,378	2,660	2,350	2,826	-55	-12
CBOT-RISO (USD/mt)	11.8	12.0	12.0	11.6	12.5	11.2	-6	7
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	320	315	330	318	330	314	9	4
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	73	70	66	66.9	57.0	65.2	36	-15

Fonte: stime Intesa Sanpaolo, dati storici Bloomberg

Petrolio: finalmente si allentano i rischi all'offerta

La guerra nel Golfo Persico ha ampliato il deficit sui mercati mondiali di greggio e prodotti raffinati. Eppure, gran parte dell'offerta dal Medio Oriente è congelata, non distrutta, e potrebbe tornare a fluire molto rapidamente, dopo l'accordo preliminare fra Stati Uniti e Iran.

Il MoU, che getta le basi per un più strutturato accordo di pace fra Stati Uniti e Iran, è stato provvidenziale per i mercati energetici: se il blocco quasi totale dello Stretto di Hormuz, si fosse prolungato oltre giugno, avrebbe causato una eccezionale scarsità di petrolio e prodotti raffinati sui mercati internazionali.

Solo in maggio erano stati trattenuti fuori dal mercato mondiale circa 11 milioni di barili al giorno (mb/g) di produzione mediorientale, un crollo senza precedenti.

Alcuni analisti avevano pubblicato stime decisamente preoccupanti. Ad esempio, l'US Energy Information Administration (EIA) prevedeva che Hormuz sarebbe rimasto bloccato sino a ottobre e che il mercato avrebbe quindi registrato una eccezionale scarsità di greggio e derivati sino a fine 2026. Come mostrano le stime contenute nell'ultimo Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato il 9 giugno, **l'ammanco di offerta causato dalla guerra è stato solo parzialmente compensato da due fattori:**

- **una maggior produzione da parte di paesi al di fuori del Golfo Persico**, Stati Uniti in primis, che probabilmente esporteranno circa 5,3 mb/g di petrolio e prodotti raffinati nel 2° trimestre, livelli senza precedenti e inimmaginabili sino a pochi mesi fa. In media annua, le esportazioni statunitensi potrebbero attestarsi sui 4,2 mb/g nel 2026 e i 3,9 mb/g nel 2027;
- **una contrazione della domanda mondiale**, guidata dal rialzo dei prezzi e da circoscritti episodi di scarsità per specifici tipi di carburanti in alcuni paesi. Si stima che il consumo mondiale possa crollare di ben 1,1 mb/g quest'anno, la peggiore contrazione dall'epidemia Covid del 2020, per poi espandersi di circa 2,5 mb/g l'anno prossimo.

Nonostante questi meccanismi di compensazione, secondo le loro stime il mercato registrerà probabilmente un ampio deficit, pari a 6,3 mb/g nel 2° trimestre, 7,6 mb/g nel 3° trimestre e ancora 2,1 mb/g nel 4° trimestre, pur ipotizzando un parziale riavvio della navigazione dallo Stretto di Hormuz nel corso del 2° trimestre.

Lo scenario dovrebbe cambiare rapidamente quando le petroliere potranno transitare liberamente dallo Stretto (all'incirca da ottobre, secondo le ipotesi dell'agenzia statunitense): **in pochi mesi il mercato mondiale tornerebbe in ampio surplus** perché il ritorno dell'offerta mediorientale si sommerebbe agli incrementi produttivi in altre aree e alla contrazione in atto della domanda mondiale. Infatti, l'EIA stima un eccesso di produzione rispetto ai consumi pari a 4,0 mb/g nel 2027, con un massimo di addirittura 5,0 mb/g nel 4° trimestre 2027, al termine del suo orizzonte di previsione.

È evidente come i fondamentali di domanda e offerta, e di conseguenza i prezzi sui mercati finanziari, saranno determinati dal ripristino delle infrastrutture energetiche e dalla velocità con cui torneranno alla normalità i transiti via Hormuz.

Il nostro scenario di base è decisamente più ottimistico: stimiamo danni limitati e un definitivo recupero dei flussi da fine giugno in poi. **L'EIA è più cauta** e stima un lento riavvio da fine settembre in poi, **in linea con il nostro scenario avverso.**

È tuttavia evidente che nessuno ha la capacità di prevedere come evolveranno le tensioni in Medio Oriente per la scarsa trasparenza dei processi decisionali degli attori coinvolti, per la molteplicità di obiettivi politici e strategici perseguiti e per la complessità degli equilibri geopolitici nella regione.

L'accordo arriva al momento giusto: un blocco prolungato avrebbe creato seri problemi di approvvigionamento

Il deficit di mercato del 2° trimestre è stato parzialmente compensato da incrementi dell'offerta al di fuori del Medio Oriente e dalla contrazione nella domanda

Eppure, **una cosa è certa: la gravità dell'ammacco di greggio e prodotti derivati nel 2° trimestre è stato senza precedenti e i rischi allo scenario restano seri. Perché allora il prezzo del petrolio si è mantenuto relativamente basso nei quattro mesi di guerra?**

I future non sempre raccontano (tutta) la verità

Esiste uno scarto temporale non banale fra il petrolio in consegna immediata (prezzi spot, ovvero metà giugno al momento in cui scriviamo) e in consegna alla scadenza del contratto future sul primo mese (lo strumento cesserà di scambiare a fine giugno, ma il bene fisico sarà consegnato entro il 31 agosto). Un paio di mesi di distanza possono implicare prezzi molto distanti fra loro quando a causa di un conflitto è bloccata la prima rotta al mondo per il commercio di petrolio e gas. Per questo sino a che Hormuz non è stato dichiarato liberamente praticabile è rimasta molto accentuata la **backwardation** (ovvero l'inclinazione negativa della curva forward) e si è mantenuto eccezionalmente ampio il **differenziale fra fisico e finanziario**, come differenza fra i prezzi spot del Dated Brent e del contratto future ICE Brent sul primo mese.

Il timing è tutto: il prezzo dipende dalla data di consegna

I mercati non sono ottimisti, ma cercano di anticipare il futuro

Perché durante i mesi di guerra, fra marzo e maggio, i prezzi del petrolio non hanno toccato nuovi record? Fortunatamente, si è raggiunto molto presto un cessate il fuoco. Dall'8 aprile in poi, anche se Hormuz è rimasto bloccato non si sono più verificati ulteriori attacchi alle infrastrutture: **la produzione mediorientale non era persa, ma semplicemente "congelata" e i mercati sapevano che prima o poi sarebbe tornata a fluire**. Per questo motivo i prezzi sono sempre rimasti sotto controllo.

Il deficit senza precedenti potrebbe essere seguito da un surplus parimenti eccezionale

Grazie alla firma del MoU, gli scenari più negativi sono stati rimossi. Resta tuttavia valida la considerazione che più lentamente tornerà a fluire sul mercato la produzione del Golfo Persico, maggiore sarà l'erosione delle riserve commerciali e strategiche. La backwardation resterà accentuata e tutta la curva forward resterà più elevata rispetto ai valori rilevati prima del conflitto.

L'impatto della guerra è stato diverso per greggio e prodotti raffinati

Correttamente, **i prodotti raffinati hanno sofferto di rincari più significativi rispetto al greggio sia a causa di scorte mondiali più limitate, sia per la loro minore sostituibilità**. Questa più preoccupante scarsità è stata inoltre esacerbata dalla stagionalità della domanda, che raggiungerà il culmine proprio nei mesi estivi.

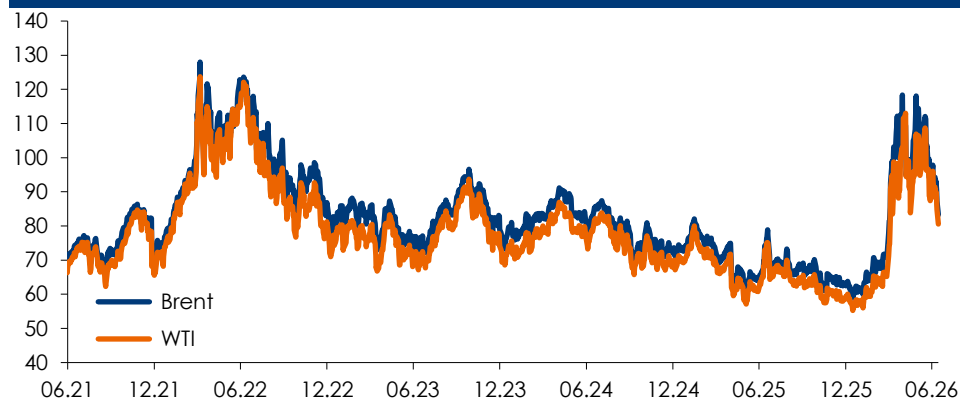
Nello scenario di base che ipotizza un rapido ritorno ai volumi di esportazione pre-crisi, **la contrazione delle quotazioni sarà più ampia per i prodotti raffinati che per il greggio**. Ciò è speculare a quanto registrato nei primi mesi di guerra.

I rischi geopolitici si attenuano, ma non scompaiono dai radar

È importante sottolineare che **lo scenario geopolitico si mantiene complicato e incerto**. È possibile che riaffiorino tensioni in Medio Oriente, data la complessità delle fasi dell'accordo fra Stati Uniti e Iran, e il peso politico di Israele nella regione. La conflittualità fra i membri dell'OPEC+ resta particolarmente elevata, come dimostrato dal recente abbandono degli Emirati Arabi Uniti. Si stanno intensificando gli attacchi a infrastrutture energetiche e logistiche in Russia e Ucraina, e sono destinati ad aumentare gli interventi militari e sanzionatori contro la flotta ombra che trasporta idrocarburi russi. L'auspicato incremento della produzione petrolifera in Venezuela non si è ancora realizzato, mentre preoccupa l'embargo su Cuba. Le relazioni fra Stati Uniti e Cina potrebbero tornare a inasprirsi, complice l'incertezza sul futuro di Taiwan, e l'amministrazione Trump potrebbe sfruttare il proprio predominio energetico per mettere sotto pressione l'economia del gigante asiatico, dipendente dalle importazioni di carburanti a basso prezzo.

Data questa molteplicità di elementi di rischio, preferiamo mantenerci cauti nei mesi estivi, quando i consumi energetici raggiungono un picco stagionale. Nel nostro scenario di base il Brent è vicino a una media di **88 dollari nel 3° trimestre**, ma dovrebbe **ritornare ai livelli pre-guerra entro fine anno**. La media 2026 si attesterebbe attorno agli 85 dollari, mentre quella 2027 vicino ai 67 dollari.

Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



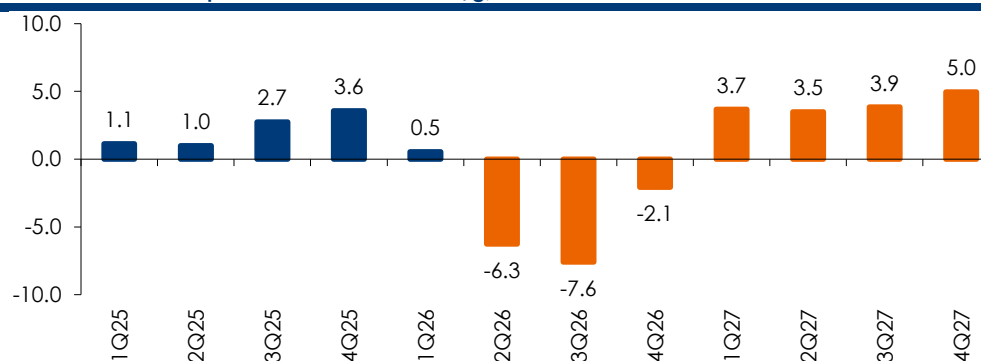
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di domanda e offerta, Short-Term Energy Outlook, U.S. Energy Information Administration

Giugno 2026 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di GNL	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2024	104.0	76.8	13.6	4.6	24.6	22.5	2.1
2025	102.9	75.9	13.7	3.8	19.3	23.1	-3.9
Variazione a/a	-1.1	-0.9	0.1	-0.8	-5.4	0.6	
2026	105.3	80.0	14.2	4.9	24.4	20.4	4.0
Variazione a/a	2.5	4.1	0.4	1.1	5.1	-2.8	

Nota: (*) Call on OPEC crude = Consumo mondiale - Offerta non-OPEC - Offerta OPEC di GNL; (**) Bilancio di mercato = Offerta OPEC di greggio - Call on OPEC crude. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Bilancio del mercato petrolifero mondiale in mb/g, secondo le stime dell'U.S. EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Mercati energetici: scorte europee ai minimi dal 2021

Nonostante la prospettiva di un'offerta mondiale in miglioramento e l'allentamento delle tensioni geopolitiche, il rientro dei prezzi energetici europei sarà frenato dai bassi livelli di scorte.

La crisi energetica del 2026 è stata molto diversa da quella del 2022:

- **ha gravato maggiormente sui mercati del petrolio rispetto a quelli del gas** per la diversa percentuale di domanda mondiale soddisfatta dai flussi da Hormuz (14% vs. 5%);
- **ha avuto un impatto meno grave sull'economia europea** per la diversa prossimità geografica e la minore dipendenza dai flussi di importazione di gas dal Golfo Persico rispetto che dalla Russia (circa 4% vs. 40%);
- sin dai primi giorni di guerra, **lo shock d'offerta e quindi l'impatto dei rincari sono stati percepiti (correttamente) come transitori** perché gli Stati Uniti hanno sempre ribadito la volontà di massimizzare i risultati minimizzando costi e tempi di ingaggio, evitando di essere bloccati in guerre prolungate (teatralmente definite dal Presidente Trump, "forever wars"). Completamente diverse furono le motivazioni politiche che guidarono l'invasione russa dell'Ucraina e la successiva risposta europea. Lo shock all'offerta fu percepito come permanente data la gravità della crisi;
- infine, **molto diverso era il contesto macroeconomico** in cui si sviluppò la crisi: nel 2026 la crescita economica e i mercati del lavoro erano meno robusti, l'inflazione era ben più bassa e i tassi d'interesse di riferimento molto più alti.

Effettivamente i mercati finanziari hanno catturato queste differenze: **il petrolio Brent è salito vicino ai massimi storici** del 2022 (il picco del 30 aprile in area 126 dollari è stato di appena il 9% inferiore al record di 139 dollari toccato il 7 marzo di quattro anni prima), **mentre il gas naturale TTF è rimasto ben lontano dai precedenti picchi** (i 74 eur/MWh raggiunti il 19 marzo 2026 sono di quasi l'80% inferiori al picco del 2022).

Specularmente, in termini prospettici le dinamiche di prezzo potrebbero divenire più ribassiste per il petrolio che per il gas. Infatti, mentre per il Brent ipotizziamo un rientro dei prezzi ai livelli pre-crisi entro fine anno, per il TTF probabilmente occorrerà attendere sino al 2° trimestre 2027, complici i bassi livelli di scorte in Europa.

Come rileva Gas Infrastructure Europe (GIE), al 13 giugno le **scorte europee** erano vicine al 44,3% della capacità totale, inferiori alla media stagionale quinquennale del 58,7% e ben al di sotto dei massimi registrati nel 2020 (75,9%), 2023 (72,9%) e 2024 (72,5%). Solo nel 2021 i depositi erano marginalmente più vuoti, con un riempimento pari al 42,5% nel medesimo periodo dell'anno.

Partendo da livelli così bassi, difficilmente i paesi europei riusciranno a riempire adeguatamente i depositi prima del prossimo inverno. Secondo le nostre stime, **è probabile che si raggiunga un picco di riempimento fra il 78% e l'83% della capacità**, una percentuale pericolosamente vicina al 77% registrato nel 2021 che contribuì ad infiammare i costi energetici nel 2022.

A complicare lo sforzo di riaccumulo contribuisce una **curva forward in backwardation**: i prezzi per il breve termine sono molto superiori a quelli di lungo termine. Ciò significa che con l'attuale inclinazione della curva non è conveniente comprare gas in estate per poi rivenderlo in inverno, a meno che non intervengano i governi fornendo sussidi o incentivi (ipotesi al momento non considerata da nessun paese europeo).

In aggiunta alla necessità di ripristinare le scorte, nei prossimi mesi la domanda di gas sarà amplificata dalle crescenti **richieste di generazione elettrica** per far fronte alle probabili ondate di calore legate allo sviluppo di El Nino e alla inevitabile incertezza sui volumi da rinnovabili, nucleare e sulle consegne di GNL, complice la forte concorrenza asiatica su questo mercato. Stimiamo che **il TTF potrebbe quindi mantenersi vicino a una media di 45 euro nel 3° trimestre e risalire verso i 48 euro nel 4° trimestre**. Successivamente il continuo miglioramento dell'offerta mondiale potrebbe spingere al ribasso i prezzi medi da circa 45 euro nel 2026 a 32 euro nel 2027.

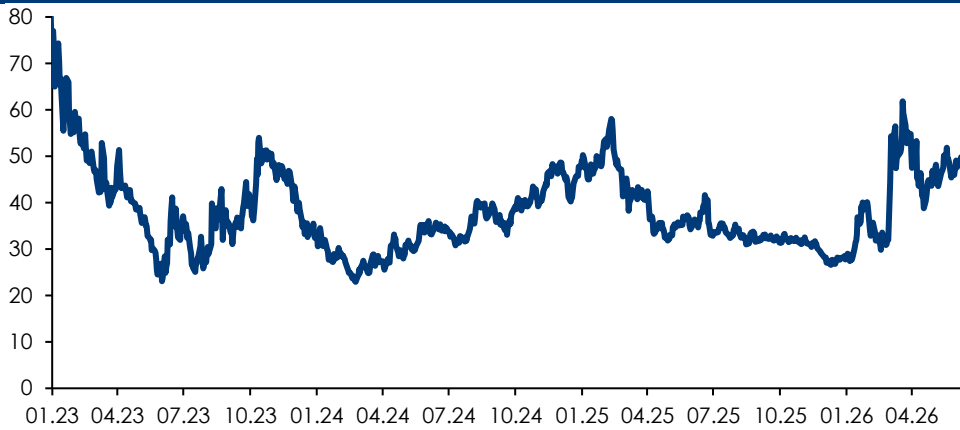
In questa crisi energetica il gas è salito meno del petrolio...

...e quindi ora ha meno spazio di ribasso

Lo sforzo di riaccumulare scorte sarà notevole...

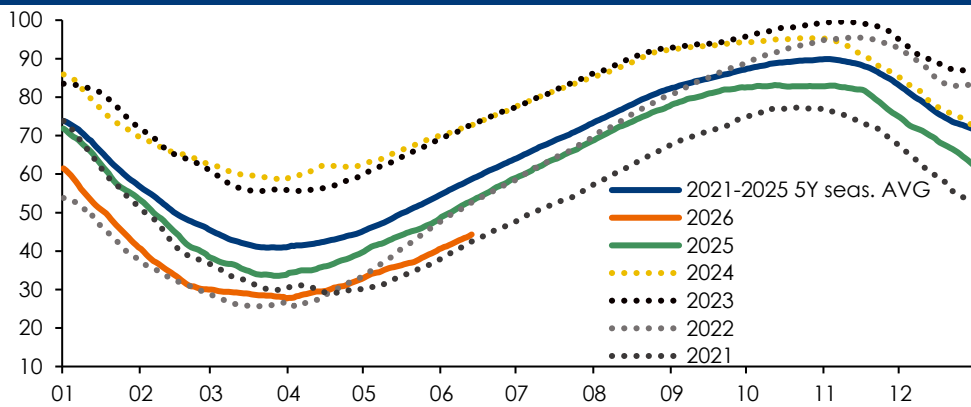
...e contribuirà a gonfiare i consumi estivi

Prezzo del gas naturale TTF, contratto future sul primo mese, in EUR/MWh



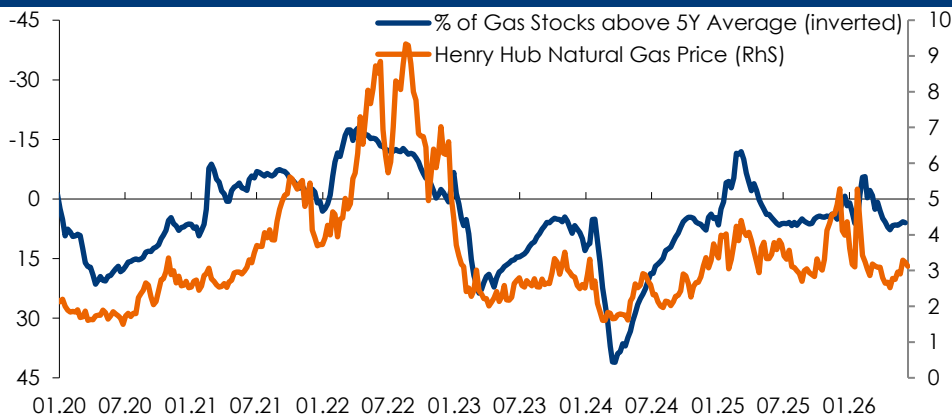
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Percentuale di riempimento dei depositi europei di gas riportata da Gas Infrastructure Europe (GIE)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Percentuale di scorte al di sopra della media e prezzo del gas Henry Hub in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli preziosi: inizia una nuova fase

L'allentamento delle tensioni geopolitiche potrebbe spingere l'oro in una nuova fase. Alcuni operatori scommettono su un rapido recupero verso nuovi massimi, ma nel nostro scenario di base sposiamo una visione più cauta. Coerentemente con prezzi dell'energia comunque elevati, politiche monetarie meno espansive di quanto previsto in precedenza e l'ampia contrazione in atto nella domanda mondiale in gioielleria, riteniamo appropriato un consolidamento delle quotazioni.

Dal 2020 in poi, i mercati sono stati scossi da **shock sempre più frequenti, e spesso particolarmente gravi**, che **hanno contribuito ad alimentare il trend rialzista dell'oro**. Il metallo giallo ha quadruplicato il suo valore in poco meno di sei anni, passando da un minimo di 1.451 dollari l'oncia il 16 marzo 2020, agli albori della pandemia di Covid, sino ad un massimo di 5.595 dollari il 29 gennaio 2026, guidato da preoccupazioni sull'espansione dei debiti pubblici, aspettative di politiche monetarie espansive e momentum trading.

Stupisce inoltre la recente accelerazione dei rialzi. Ricordiamo che le prime volte in cui l'oro superò per brevi periodi la importante soglia psicologica dei 2.000 dollari furono in agosto 2020 durante la crisi pandemica, in marzo 2022 allo scoppio della guerra in Ucraina, nel marzo 2023 per il fallimento di alcune banche regionali americane e in ottobre dello stesso anno dopo l'inatteso attacco di Hamas a Israele.

Da febbraio 2024 l'oro ha preso il volo, sospinto da tensioni geopolitiche, domanda di banche centrali e incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali americane. **Se sono serviti quasi tre anni e mezzo per superare stabilmente la soglia dei 2.000 dollari, sono bastati pochi mesi per infrangere i 3.000** (aprile 2025, Liberation day), **4.000** (agosto 2025, Jackson Hole) **e 5.000 dollari** (gennaio 2026, attesa per la successione a Chairman della Federal Reserve). A nostro avviso queste dinamiche sono state il riflesso di **una diversa percezione di questo asset da parte di banche centrali e investitori, alla ricerca di protezione** a fronte di una minore prevedibilità degli scenari macroeconomici e di mercato.

I rialzi dell'oro sono notevolmente accelerati sotto la presidenza Trump

Le autorità monetarie vogliono tutelare le proprie riserve strategiche contro sanzioni di paesi terzi e mitigare la propria dipendenza da politiche statunitensi e dollaro americano. Non è un caso che nel 2025 l'oro sia divenuto il **primo asset nelle riserve delle banche centrali** superando per la prima volta da sempre i Treasury (con una quota di ben il 27% vs. il 22% degli asset in dollari).

Gli investitori desiderano un bene rifugio che possa difendere parte del portafoglio da rischi recessivi e imprevedibili crolli dell'azionario. Ciò giustifica la recente **correlazione positiva fra equity e metalli preziosi**: più salgono le borse, più cresce la domanda di protezione contro eventi avversi.

Come discusso nel precedente scenario trimestrale, **la nomina di Kevin Warsh a nuovo chairman della Fed e la guerra in Iran hanno segnato una profonda battuta d'arresto** nei rialzi di oro e argento. Da un lato, molti fondi sovrani e banche centrali mediorientali hanno venduto oro per ottenere liquidità. Emblematico il caso della Turchia: in circa quattro anni la banca centrale turca ha acquistato 220 tonnellate di oro, ma ne ha vendute o prestate ben 130 in pochi mesi per proteggere la sua valuta. Dall'altro lato, il rincaro dell'energia ha alimentato nuovamente i rischi inflattivi e quindi l'aspettativa che le politiche monetarie potessero divenire improvvisamente più restrittive. Se in maggio si temeva che la Fed potesse addirittura valutare più rialzi dei tassi di interesse, solo qualche mese prima, a gennaio, si ipotizzavano almeno due tagli. Un inasprimento del costo del denaro implica un maggiore costo-opportunità nel detenere oro, giustificando le prese di profitto da parte degli investitori.

Ora che il MoU fra Stati Uniti e Iran lascia presagire un allentamento delle tensioni geopolitiche, l'oro potrebbe avviare una nuova fase. Alcuni operatori scommettono su un rapido recupero delle quotazioni verso nuovi massimi, ma **nel nostro scenario di base** sposiamo una visione più cauta. Infatti, **ci attendiamo un consolidamento** fra i 3.800 dollari e i 5.200 dollari nel corso dell'anno e stimiamo una media di circa 4.200 dollari nel 3° trimestre e di 4.200 dollari nel 4° trimestre. A nostro avviso, tali livelli sarebbero coerenti con prezzi dell'energia comunque elevati, politiche monetarie meno espansive di quanto previsto in precedenza e l'ampia contrazione in atto nella domanda mondiale in gioielleria. Esprimiamo inoltre cautela sulla forza degli acquisti da parte di ETF, poiché i più elevati rendimenti obbligazionari e i nuovi record dei listini azionari potrebbero temporaneamente limitare ulteriori incrementi della quota di oro detenuta nei portafogli.

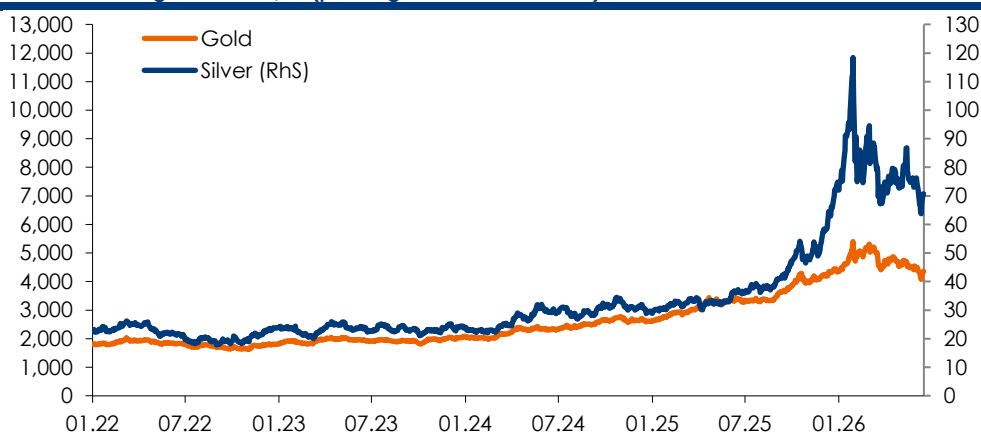
Rimaniamo invece positivi sulla domanda fisica di lingotti e monete, che restano attraenti come investimenti di lungo periodo per la clientela retail e istituzionale, e prioritari per le politiche di diversificazione perseguite da banche centrali e fondi sovrani. Per questo, riteniamo che **una volta terminata questa fase di consolidamento**, probabilmente nel 2027, **oro e argento possano riprendere un trend rialzista di lungo periodo**, giustificato da ricerca di protezione, persistenti rischi geopolitici e debiti pubblici in espansione.

Su base annua, il metallo giallo potrebbe passare da circa 4.400 dollari nel 2026 a 4.200 dollari nel 2027, ma tornare a registrare nuovi record negli anni successivi.

Siamo **più negativi sull'argento**: il rally di questo metallo è stato più veloce rispetto all'oro, e maggiormente guidato da speculazione finanziaria. Per questo ci aspettiamo una maggior debolezza che nel breve termine potrebbe causare correzioni più ampie rispetto a quelle attese per il metallo giallo. Su base annua, l'argento potrebbe registrare una media di circa 70 dollari nel 2026 e contrarsi sino a 50 dollari nel 2027, per poi recuperare terreno negli anni successivi.

Platino e palladio potrebbero invece esibire dinamiche di prezzo più vicine ai metalli industriali che a quelli preziosi. Infatti, entrambi hanno registrato importanti ribassi sulla scia della correzione riportata da oro e argento, ma i fondamentali di domanda restano solidi grazie ai processi di sostituzione in corso in gioielleria (da oro a palladio) e nel settore automobilistico (da platino a palladio). Per questo, ci attendiamo **pressioni al rialzo** già a partire dal 2° semestre 2026.

Prezzi di oro e argento in USD/oz (per l'argento scala di destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dopo la battuta d'arresto causata dalla guerra in Iran, si apre ora una nuova fase

Invitiamo alla cautela nel breve periodo, ma restiamo positivi nel lungo

Eventuali storni potrebbero essere più ampi per l'argento che per l'oro...

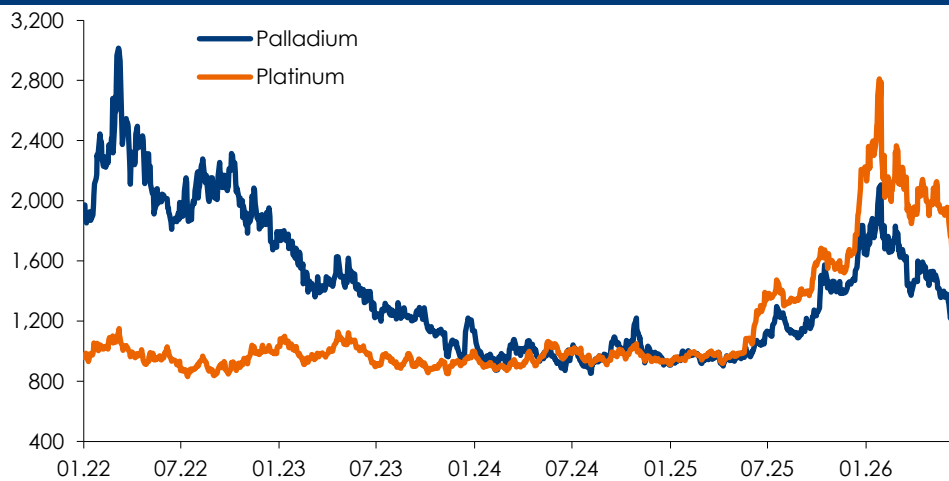
...mentre riteniamo eccessiva l'attuale correzione di platino e palladio

Stime del World Gold Council, in tonnellate

	1Q25	% sul totale	1Q26	% sul totale	Crescita a/a %
Domanda totale di oro, in tonnellate	1,316		1,196		-9
Consumo in gioielleria	391	30	300	25	-23
Scorte in gioielleria	44	3	35	3	-19
Lingotti e monete	334	25	474	40	42
ETF	230	17	62	5	-73
Banche centrali	237	18	244	20	3
Tecnologia	80	6	82	7	1
Offerta totale di oro, in tonnellate	1,205		1,231		2
Produzione mineraria	864	72	885	72	2
Hedging netto dei produttori	-7	-1	-20	-2	181
Riciclo	349	29	366	30	5

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council (WGC)

Prezzi di platino e palladio in USD/oz



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli industriali: la grande corsa dell'“oro rosso”

Forte domanda mondiale, problemi all'offerta, rincari nei costi marginali di produzione, preoccupazione per la possibile imposizione di tariffe punitive da parte dell'Amministrazione Trump sono un mix perfetto per spingere il rame verso nuovi record.

Sembra che il rame trovi sempre un buon motivo per aumentare di prezzo.

Effettivamente **lo scenario macroeconomico resta favorevole**, grazie alla resiliente crescita economica e a un dollaro relativamente stabile. I rischi inflattivi, che avrebbero spinto le banche centrali a implementare politiche monetarie restrittive, sono per il momento limitati dalla cessazione delle ostilità in Medio Oriente.

Guardando ai fondamentali, **la domanda mondiale di rame gode di ottime prospettive**, trainata dai fabbisogni di generazione e transizione energetica, elettrificazione, intelligenza artificiale e datacenter. **L'offerta è gravata da problemi strutturali** legati ai rendimenti decrescenti delle miniere sfruttate da più tempo, dai lunghi tempi di approvazione e sviluppo dei progetti, dai crescenti costi legati alla tutela di lavoratori e ambiente, fino allo strutturale sottoinvestimento che grava sul settore. Il mercato dovrebbe quindi registrare un **deficit in espansione** nei prossimi anni.

Contrariamente a quanto previsto nei primi giorni di conflitto, la guerra in Iran è stata un'ulteriore occasione di rialzo: non ha innescato la temuta recessione, mentre ha causato un notevole rialzo dei **costi produttivi** a causa del temporaneo blocco alle spedizioni di zolfo dal Golfo Persico. Questo input è essenziale per la produzione di acido solforico, necessario per i processi chimici di estrazione mineraria (Solvent Extraction and Electrowinning, o SX-EW). Si stima che un blocco persistente delle forniture avrebbe potuto portare ad un incremento di circa 700 dollari nei costi marginali di questi processi.

Lo sblocco di Hormuz ha rapidamente allentato questo rischio sull'offerta, spostando l'attenzione degli operatori altrove. Negli Stati Uniti, **il Dipartimento del Commercio ha tempo sino al 30 giugno per aggiornare le raccomandazioni sul regime tariffario da applicare alle importazioni di rame raffinato**, introdotte adducendo motivazioni di sicurezza strategica nazionale. Al momento, sono soggette a dazi del 50% i prodotti in rame e rame concentrato o grezzo (ovvero contenuto in altri minerali). Il metallo raffinato è stato sinora esentato, ma originariamente era stata proposta una tassazione pari al 15%, da incrementare al 30% nel 2028.

Il timore di questo possibile aggravio di tassazione sta causando gravi distorsioni sul commercio mondiale di rame: **le scorte commerciali hanno raggiunto livelli record** guidate da un accumulo senza precedenti negli Stati Uniti, a fronte di periodiche fasi di scarsità nel resto del mondo. Il differenziale di prezzo fra il rame quotato a New York (COMEX) e Londra (LME) è tornato a crescere, pur restando per il momento ben lontano dai massimi di luglio 2025.

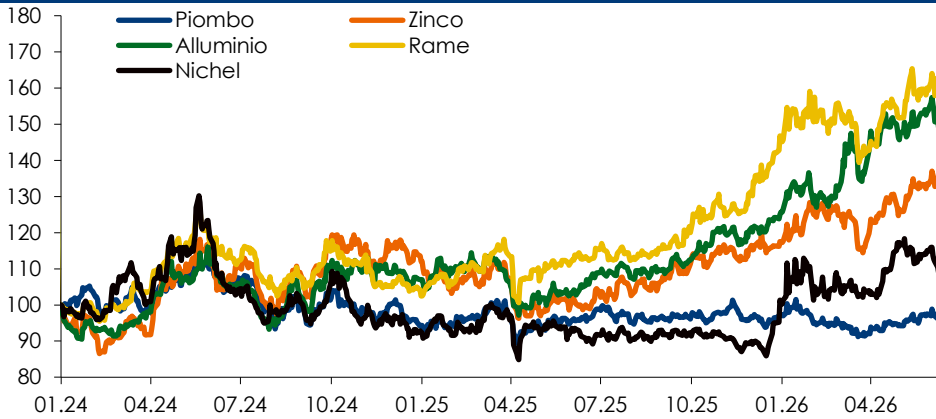
Non escludiamo che l'imprevedibilità del futuro regime tariffario americano possa spingere il rame verso nuovi massimi storici già nelle prossime settimane. L'introduzione effettiva dei dazi o un ritardo nel pronunciamento del Dipartimento del Commercio potrebbero infiammare ulteriormente le quotazioni. Al contrario se, come lo scorso anno, il metallo raffinato rimarrà esente dai dazi potremmo assistere ad un temporaneo ritracciamento.

Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che il contratto future a 3 mesi sul **rame** quotato al LME possa scambiare vicino a una media di 13.500 dollari a tonnellata nel 3° trimestre, un nuovo massimo, per poi consolidare attorno ai 13.000 dollari verso fine anno e nel 2027. Come discusso anche nel precedente scenario trimestrale, non riteniamo che i ritmi di crescita registrati dalle quotazioni da metà 2025 siano sostenibili per periodi prolungati a causa delle elevatissime scorte.

L'incertezza sul futuro regime tariffario americano spinge al rialzo le quotazioni del rame

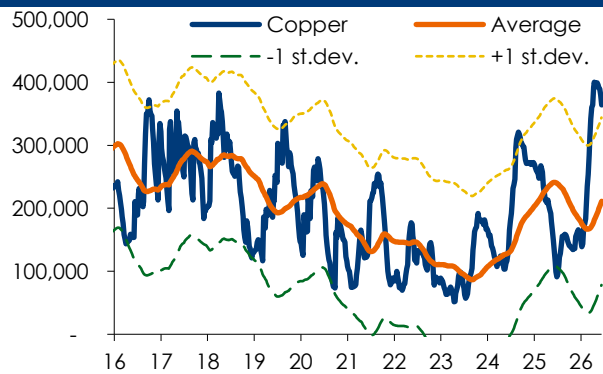
Anche per gli altri metalli industriali prevediamo un consolidamento nel 3° trimestre e moderate pressioni al ribasso fra fine 2026 e 2027. Per l'**alluminio** quotato sul LME stimiamo un prezzo medio di circa 3.445 dollari quest'anno e 3.375 dollari nel prossimo anno. Per lo **zinco** prevediamo un prezzo medio di circa 3.385 dollari nel 2026 e 3.213 dollari nel 2027, mentre il **nickel** potrebbe scambiare a un prezzo medio di circa 17.500 dollari nel 2026 e 16.125 dollari nel 2027.

Performance da inizio 2024 dei principali metalli industriali (futures LME a 3 mesi)



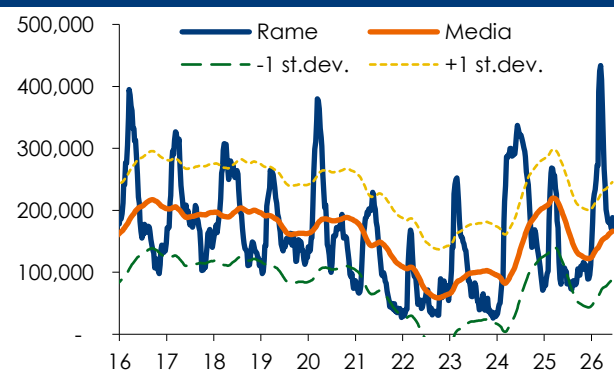
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte al London Metal Exchange



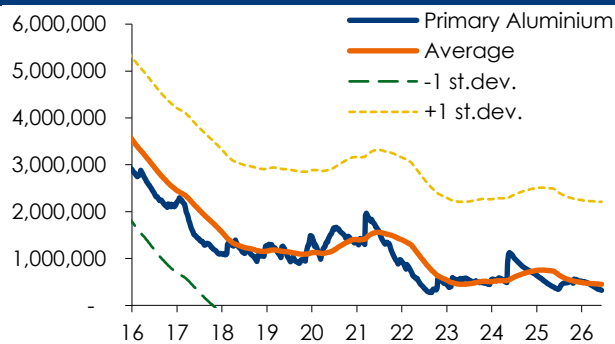
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte allo Shanghai Futures Exchange



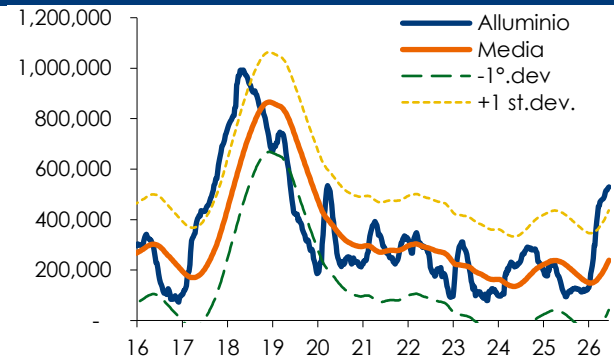
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte al London Metal Exchange



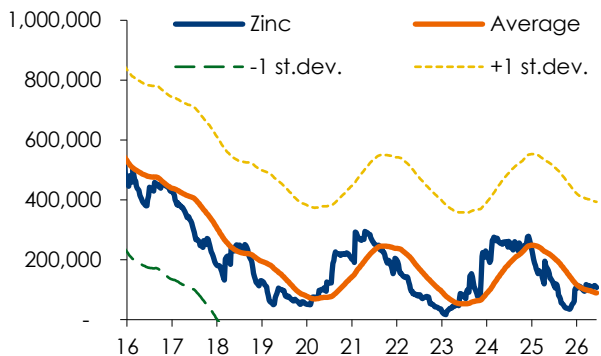
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte allo Shanghai Futures Exchange



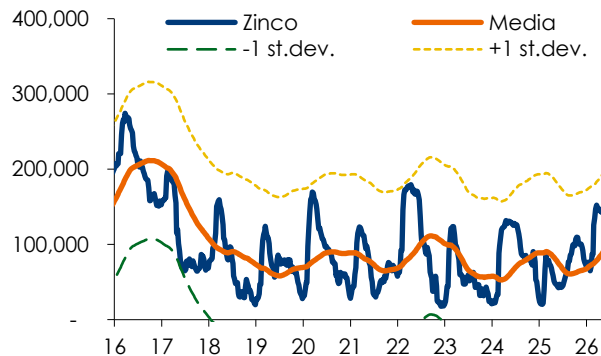
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte al London Metal Exchange



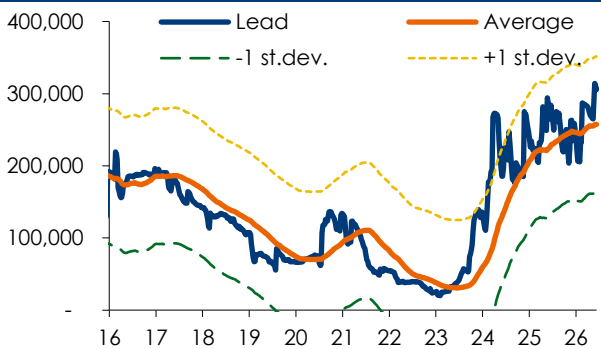
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte allo Shanghai Futures Exchange



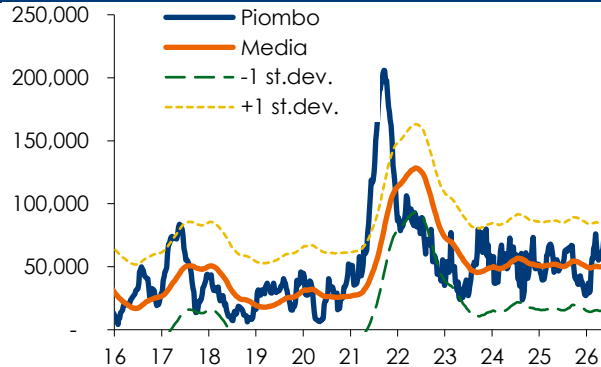
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte al London Metal Exchange



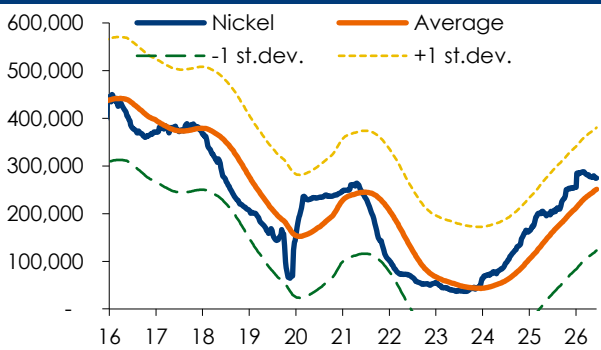
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte allo Shanghai Futures Exchange



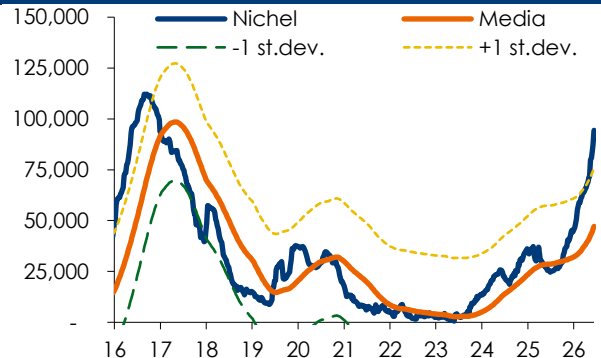
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte al London Metal Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte allo Shanghai Futures Exchange



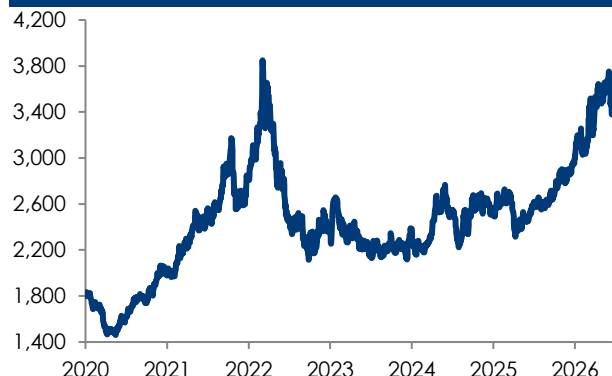
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



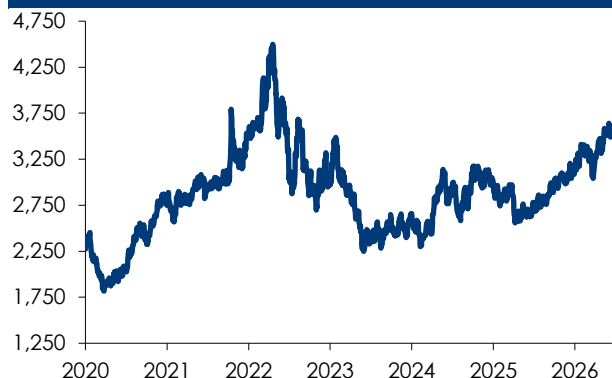
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



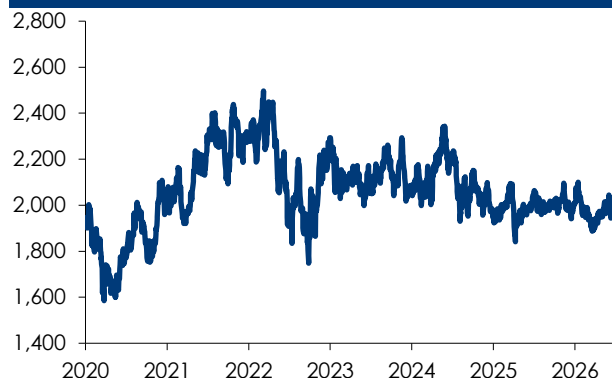
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



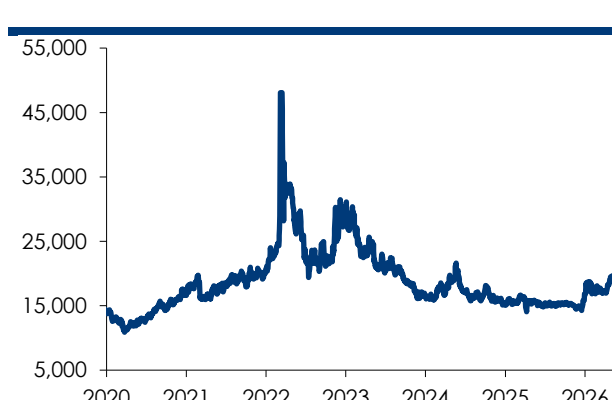
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



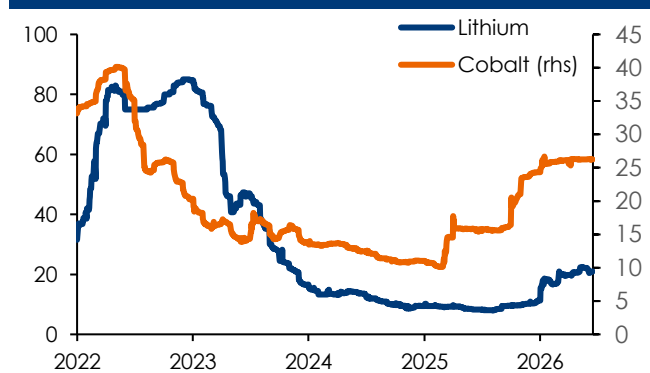
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



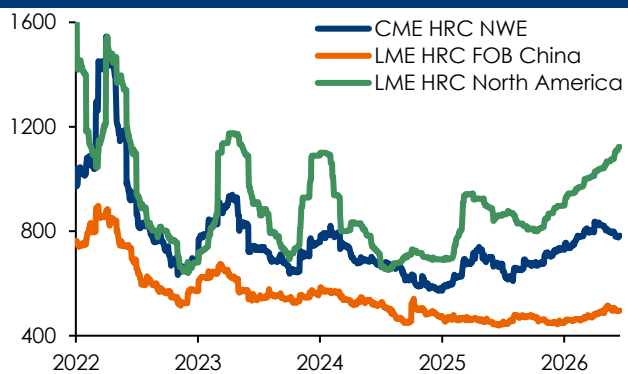
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Futures COMEX sull'idrossido di litio LiOH in USD/kg (Fastmarkets) e sul cobalto metallico in USD/lb (Fastmarkets, scala destra)



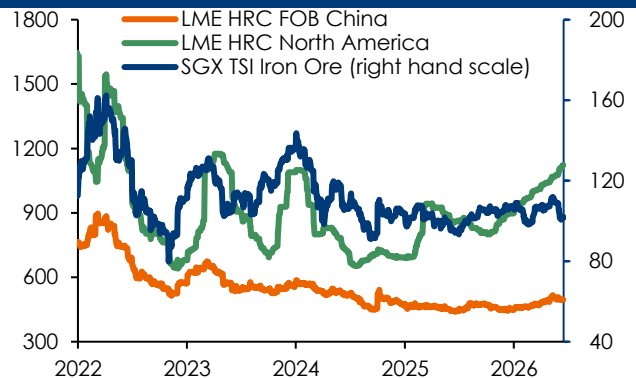
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei laminati a caldo (Hot rolled coil, o HRC) negli Stati Uniti, in Cina e nell'Europa nord-occidentale in USD/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC negli Stati Uniti, in Cina e prezzo del ferro in USD/mt



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Agricoli: arriva El Niño

Lo sviluppo del fenomeno oceano-atmosferico de El Niño potrebbe avere impatti negativi sulle rese in importanti ragioni produttive, ravvivando le pressioni rialziste sui prezzi di vari beni agricoli.

Fortunatamente, il netto calo delle tensioni nel Golfo Persico permetterà un graduale rientro dei costi degli input produttivi come energia, fertilizzanti e prodotti fitosanitari. Di conseguenza, anche le pressioni al rialzo sui prezzi delle merci agricole potrebbero temporaneamente allentarsi, ma a nostro avviso non svaniranno. Infatti, **seppur di breve durata, il rincaro e in alcuni casi l'ammancio di input produttivi e fertilizzanti potrebbero avere impatti sulle rese dei futuri raccolti** in quanto verificatisi in fasi critiche dei cicli annuali di produzione.

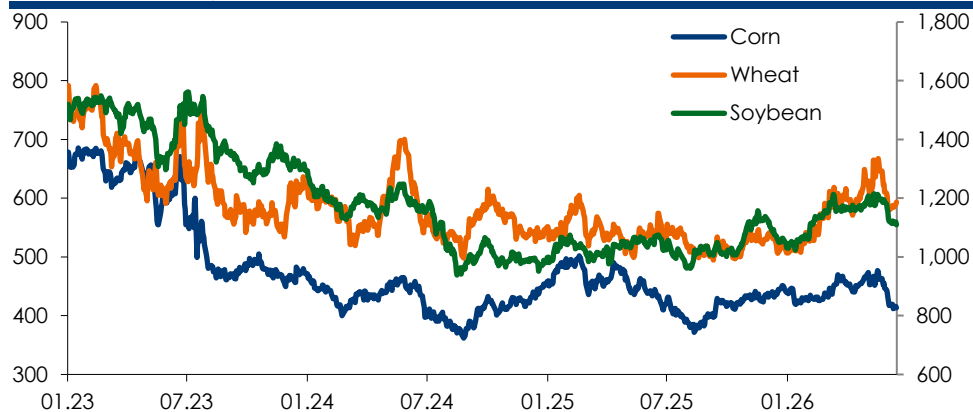
In aggiunta, **i rischi metereologici restano rilevanti**. I modelli suggeriscono che nel corso dell'anno possa svilupparsi, in maniera particolarmente intensa, il fenomeno oceano-atmosferico de El Niño, che potrebbe alterare le abituali temperature e le statistiche sulla piovosità in importanti ragioni produttive. È quindi probabile che l'offerta di cereali e prodotti coloniali possa deludere le attese, alimentando pressioni rialziste sui prezzi e sulla volatilità.

Al contempo, **la domanda mondiale potrebbe sorprendere al rialzo**: l'accordo raggiunto in maggio fra **Stati Uniti e Cina** prevede maggiori volumi di importazioni di molte derrate agricole da parte del gigante asiatico, mentre la **fine del conflitto in Medio Oriente** dissipa i rischi recessivi che avrebbero implicato una contrazione dei consumi, beni alimentari inclusi.

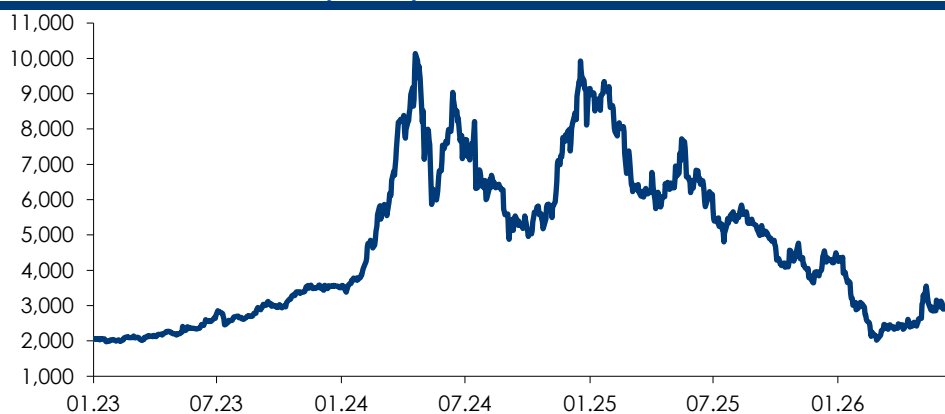
Per questi motivi restiamo **complessivamente positivi sul comparto** agricolo sia nel 2° semestre che nel 2027. Siamo positivi sui **cereali**, soprattutto frumento e mais, grazie alla prospettiva di una domanda mondiale più forte di quanto attualmente incorporato nelle stime di consenso.

Entro fine anno, ci attendiamo nuovi rincari sul **caffè**, guidati dall'Arabica. Infatti, i prezzi stanno correttamente soffrendo notevoli pressioni al ribasso a causa delle stime di un raccolto record in Brasile: l'agenzia brasiliana Conab stima un raccolto totale di 66,7 milioni di sacchi, mentre il Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA) di addirittura 71,9 milioni di sacchi. Livelli ben superiori rispetto al precedente record registrato nel 2020 di 63,1 milioni. Tuttavia, a nostro avviso è probabile che queste previsioni si possano rivelare troppo ottimistiche, e siano riviste al ribasso nei prossimi mesi, complici i recenti rialzi dei costi produttivi. Inoltre, le scorte mondiali restano basse, erose da vari anni di deficit, e il raccolto 2027 potrebbe essere negativamente influenzato dal probabile sviluppo di El Niño. In America Latina, potrebbero verificarsi più frequenti e gravi episodi di siccità, che comprometterebbero la salute delle piante nelle delicate fasi di fioritura e sviluppo dei frutti, riducendo le rese nelle principali regioni produttive di caffè.

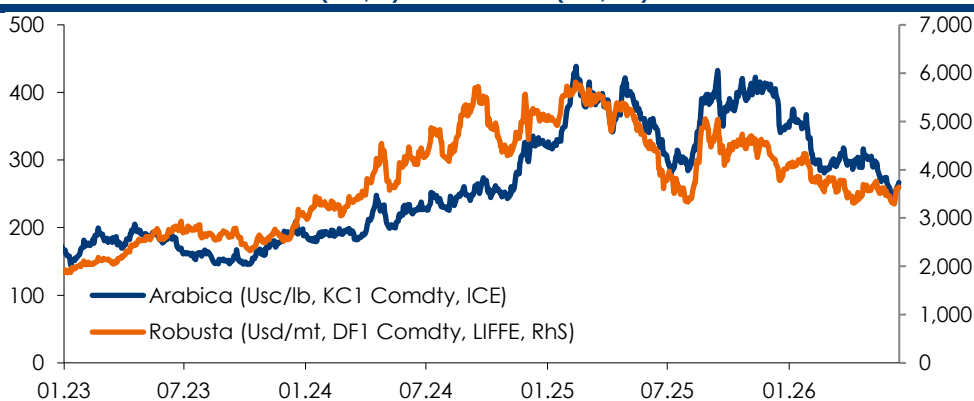
Siamo al contrario ancora negativi sul **cacao**. Riteniamo che il recente rimbalzo sia stato guidato principalmente da fattori speculativi come short-covering, ma non sia coerente con l'attuale processo di ribilanciamento del mercato. Infatti, l'offerta mondiale sta aumentando grazie agli alti prezzi registrati in passato (+8,3% a/a nella stagione 2024/25 secondo le stime dell'International Cocoa Organization, ICCO), mentre le macinazioni hanno registrato una contrazione (-3,8% a/a). Il mercato dovrebbe quindi spostarsi in surplus per la prima volta dopo tre stagioni di deficit. Per questi motivi, ci attendiamo un ulteriore calo delle quotazioni del cacao entro fine anno.

Prezzi CBOT di mais, grano e semi di soia (scala di destra), in centesimi di dollaro per bushel


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

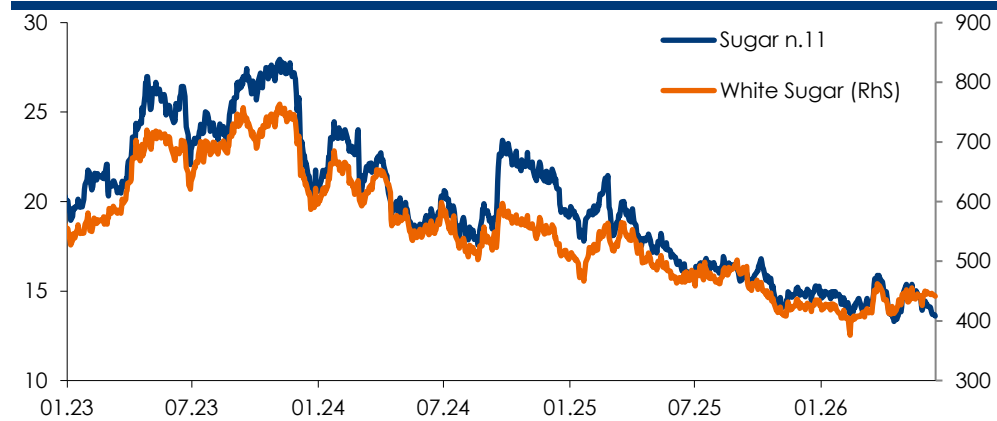
Prezzi del cacao: Cacao LND-ICE (GBP/ton)


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi del caffè: NYB-ICE Arabica (USc/lb) e LIFFE Robusta (USD/ton)


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dello zucchero: Zucchero NYB-ICE (USc/lb) vs. Zucchero ICE (USD/ton)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

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.intesaspa.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.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com