Mercati dell'energia: fra crisi geopolitiche e problemi logistici

Daniela Corsini
Research Department
22 ottobre 2026

Documento basato sulle informazioni disponibili al 20 ottobre 2026.
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni.

Sinora, l'offerta di greggio è stata migliore delle attese

Nonostante lo shock energetico causato dalla guerra in Iran, la crescita economica globale sta tenendo bene e, nella maggior parte dei paesi, l'inflazione è inferiore a quanto temuto a inizio marzo. Perché?

Fra i vari fattori, sottolineiamo il ruolo dell' **innovazione**, trainata dagli investimenti in intelligenza artificiale che migliorano la produttività, **e la diversificazione** delle fonti energetiche. Infatti, la guerra in Ucraina ha giustificato investimenti nella generazione di energia da rinnovabili, nel commercio di gas naturale liquefatto (GNL) e nello sviluppo di giacimenti petroliferi convenzionali e non convenzionali, che stanno dando i loro frutti.

Inoltre, nonostante uno shock all'offerta senza precedenti, i future sul greggio sono lontani da precedenti massimi e il mercato continua a percepire i rincari come transitori. Perché?

- **I flussi di greggio dal Golfo Persico sono stati ben superiori (e quindi il deficit globale è stato inferiore) a quanto inizialmente stimato**, soprattutto grazie al maggior ricorso agli **oleodotti** regionali che aggirano Hormuz e agli sforzi della **Marina statunitense**. Infatti, gli Stati Uniti sono riusciti a "traghettare" petroliere non iraniane fuori dal Golfo, mentre hanno impedito il transito di imbarcazioni di ogni tipo legate all'Iran. In media, i volumi di greggio in uscita dallo Stretto di Hormuz sono circa dimezzati rispetto ai livelli prebellici, ma i volumi di esportazione dal Medio Oriente hanno recuperato sino all'85% della media 2025.
- **Il mercato fisico** sta reagendo allo shock causato dalla guerra e **si sta ribilanciando. Questa resilienza** del sistema energetico globale **ha sinora rappresentato un freno ai prezzi** future del greggio, limitandone il potenziale di rialzo. Infatti, **i volumi persi** da Hormuz sono stati **parzialmente compensati da un aumento dell'offerta** in altri paesi (in particolare negli Stati Uniti, in Guyana e in Brasile), **un calo della domanda** (gli alti prezzi incidono negativamente sul consumo di carburante) e **un massiccio ricorso a scorte commerciali e riserve strategiche** (International Energy Agency, Cina).

Il futuro potrebbe rivelarsi meno roseo del previsto

Purtroppo, gli impatti delle tensioni geopolitiche e della crisi energetica su crescita e inflazione potrebbero divenire più rilevanti nei prossimi mesi perché **il ribilanciamento del mercato petrolifero e il conseguente rientro delle quotazioni potrebbero essere rallentati da vari fattori:**

- In termini prospettici, preoccupano i **danni a infrastrutture energetiche e logistiche** causati dalle recenti escalation sia in Medio Oriente sia nel conflitto fra Russia e Ucraina perché i persistenti attacchi bloccano, seppur temporaneamente, capacità di produzione, raffinazione ed esportazione, rallentano il recupero dell'offerta nelle aree di conflitto e rendono meno prevedibili i volumi disponibili sui mercati internazionali, alimentando incertezza e quindi i rischi al rialzo sui prezzi spot.

- In settembre e ottobre gli **attacchi dell'Iran contro le petroliere** e le (rare) portacontainer in transito hanno portato a frequenti, seppur transitori, cali delle esportazioni dal Golfo. **Superate le Mid-term, gli USA potrebbero risponder con più decisione** a queste provocazioni, alimentando un temporaneo inasprimento delle tensioni e quindi pressioni al rialzo sui prezzi, complice un maggiore premio al rischio incorporato nelle quotazioni data l'incertezza riguardo la successiva risposta iraniana.

- La distanza delle posizioni negoziali fra Stati Uniti e Iran e l'assenza di progressi nelle trattative fra Mosca e Kiev suggeriscono che **le tensioni geopolitiche limiteranno ancora a lungo l'offerta di petrolio, prodotti raffinati e gas naturale sia dal Medio Oriente che dalla Russia.**

Anche i problemi logistici offrono supporto alle quotazioni

Infine, anche se le tensioni geopolitiche si allentassero e il processo di ribilanciamento del mercato accelerasse, **il rientro dei prezzi energetici potrebbe essere rallentato dai costi logistici, che rappresentano un importante elemento di supporto alle attuali quotazioni.**

Il rialzo dei costi di trasporto è stato impressionante per ampiezza e velocità. Non solo i **noli delle petroliere** sono su livelli record, ma sono cresciuti esponenzialmente anche i **premi di assicurazione** e il **costo del lavoro**, dati i rischi associati alla navigazione attorno alla Penisola Arabica.

- Aneddoticamente, Bloomberg riporta che noleggiare una petroliera dagli USA alla Cina è oggi più costoso che lanciare un razzo nello spazio (circa 80 milioni di dollari vs. 74 milioni per un lancio dello SpaceX Falcon 9, secondo le stime dello shipbroker Gibson).

Per quanto riguarda i noli, le principali cause di questi rialzi sono legate a problemi strutturali del mercato:

- **La disponibilità di petroliere è limitata**: lo sforzo USA di scortare le imbarcazioni restringe la finestra di navigabilità in condizioni relativamente sicure dello Stretto, ciò riduce la prevedibilità delle spedizioni, ne allunga i tempi e limita il numero di imbarcazioni in transito. Quindi, molte petroliere sono bloccate nel Golfo in attesa di poter tentare il passaggio di Hormuz. Alcune sono danneggiate, altre distrutte. Inoltre, spesso per superare lo Stretto si fa ricorso a petroliere più vecchie e/o piccole che poi riversano il proprio carico in VLCC destinate ai mercati asiatici o europei. Questa "staffetta" allunga i tempi di trasporto e richiede la disponibilità di un numero maggiore di imbarcazioni;
- **Metodi alternativi di spedizione** (via gomma, rotaia, oleodotti regionali) **sono più cari e rotte alternative** a Hormuz (Bab El-Mandeb, Suez) **sono più lunghe e costose**.

Dopo mesi di stallo, le aspettative potrebbero cambiare

Sinora, **il mercato ha percepito lo shock di offerta come "temporaneo".**

Tuttavia, se non si registreranno progressi negli sforzi diplomatici e militari volti a ripristinare la libertà di navigazione attraverso gli stretti di Hormuz e Bab El-Mandeb **le aspettative potrebbero cambiare e lo shock potrebbe essere percepito come "persistente".**

- Le **aspettative di inflazione** a lungo termine potrebbero peggiorare, e l'**impatto sulla crescita** economica mondiale potrebbe diventare più marcato.
- **La backwardation delle curve forward potrebbe ridursi**: a fronte di **prezzi spot ancorati su livelli elevati e vulnerabili a pressioni rialziste**, si potrebbe registrare un **contestuale rialzo della parte di medio e lungo termine delle curve**, giustificata dall'aspettativa di persistenti vincoli all'offerta OPEC+.

I rischi al rialzo sull'inflazione sono aggravati dalla sovraperformance dei prezzi dei carburanti: nei primi mesi di guerra il rincaro dei prodotti raffinati è stato molto superiore al rialzo descritto dai future sul greggio.

- La **forte domanda stagionale in primavera ed estate**, i **danni alle raffinerie** nel Golfo, le **restrizioni alle esportazioni** di carburanti **in Cina e Russia** e la **dipendenza dell'Europa dalle importazioni**, hanno acuito gli impatti negativi del **deficit strutturale di capacità di raffinazione** nei paesi occidentali.
- A nostro avviso, **il jet fuel potrebbe aver raggiunto un plateau**, mentre **il diesel è ancora soggetto a significativi rischi al rialzo** perché in Europa questo mercato è caratterizzato da un deficit più grave, complice la stagionalità dei consumi (caratterizzata da un picco invernale) e il peso che aveva la produzione russa sull'offerta mondiale.

Gas naturale: l'Europa arriva impreparata all'inverno

In passato, i flussi attraverso lo Stretto di Hormuz soddisfacevano una quota maggiore della domanda globale di greggio piuttosto che di gas. Tuttavia, **da marzo i prezzi del TTF sono aumentati più di quelli del Brent**.

Ciò è dovuto principalmente a **diversi elementi di fragilità che caratterizzano i mercati europei:**

- In estate, **eccezionali ondate di caldo hanno alimentato la domanda di gas per la generazione di energia elettrica e rallentato il processo di ricostituzione delle scorte.**
- Di conseguenza, **le scorte di gas** in tutta l'UE si trovano ora **su livelli addirittura inferiori a quelli che caratterizzarono le prime fasi della crisi energetica del 2021-2022**, con riserve particolarmente basse in Germania e nei Paesi Bassi. **I bassi livelli di stoccaggio compromettono la capacità di affrontare i picchi stagionali della domanda in un contesto di flussi di importazione limitati da vincoli geopolitici**.
- Anche se le temperature invernali saranno vicine alla media stagionale (o leggermente più miti del solito), **le scorte dell'UE sono destinate a raggiungere nuovi minimi stagionali a marzo**.
- **L'Europa dipende sempre più dalle importazioni di GNL** per soddisfare il proprio fabbisogno energetico, **e questi flussi sono diminuiti per la guerra** in Iran. **Potrebbero ridursi ulteriormente nel 2027, quando saranno vietati anche i contratti a lungo termine di acquisto di GNL russo**.

Pertanto, **i prezzi del TTF sono destinati a rimanere molto elevati nei prossimi mesi invernali**. Nello scenario negativo, condizioni meteorologiche avverse (ad esempio il verificarsi di frequenti ondate di freddo) potrebbero spingere il TTF a replicare l'andamento del 2021.

Agenda

1 Scenario macroeconomico

2 Petrolio

3 Gas, power e EU ETS

Sinora, la guerra ha avuto impatti meno gravi del previsto

PIL, crescita annua

	2023	2024	2025	2026p	2027p
Stati Uniti	**2.9**	**2.8**	**2.1**	**2.1**	**2.1**
Area Euro	**0.5**	**1.1**	**1.3**	**1.0**	**1.2**
Germania	-0.8	0.0	0.3	1.0	1.2
Francia	1.8	1.4	0.9	0.4	0.8
Italia	1.0	0.6	0.7	0.9	0.8
Spagna	2.5	3.5	2.8	2.5	1.9
OPEC	**2.7**	**3.1**	**3.1**	**-2.9**	**7.8**
Europa orientale	**2.8**	**3.4**	**2.1**	**1.9**	**1.9**
America Latina	**1.9**	**2.2**	**2.2**	**3.2**	**2.6**
Giappone	**0.9**	**0.1**	**1.2**	**0.9**	**1.0**
Cina	**5.4**	**5.0**	**5.0**	**4.7**	**4.6**
India	**7.0**	**7.2**	**7.5**	**6.5**	**6.8**
Mondo	**3.3**	**3.4**	**3.4**	**2.8**	**3.3**

Fonte: stime Intesa Sanpaolo Research Department

In settembre, Federal Reserve e Banca Centrale Europea hanno aumentato di 25 punti base i tassi di interesse, portando il limite superiore del target per i Fed funds statunitensi al 4,00% e il tasso di riferimento per i mercati europei al 2,50%, rispettivamente. È probabile che entrambe le banche centrali procedano a un ulteriore rialzo nella riunione di dicembre.

Il cambio euro/dollaro dovrebbe tendenzialmente rafforzarsi, passando da 1,13 nel 4° trimestre 2026 a una media di circa 1,16 nella 2° metà del 2027.

Lo scenario di base è moderatamente positivo: nonostante pressioni inflazionistiche più persistenti e tassi d'interesse più elevati, nel 2027 la crescita mondiale è ancora prevista in accelerazione, guidata da investimenti, spesa in tecnologia e difesa.

L'incertezza resta elevata. Specularmente, **si attribuisce allo scenario di base una probabilità di realizzazione inferiore rispetto al passato.**

INTESA SANPAOLO

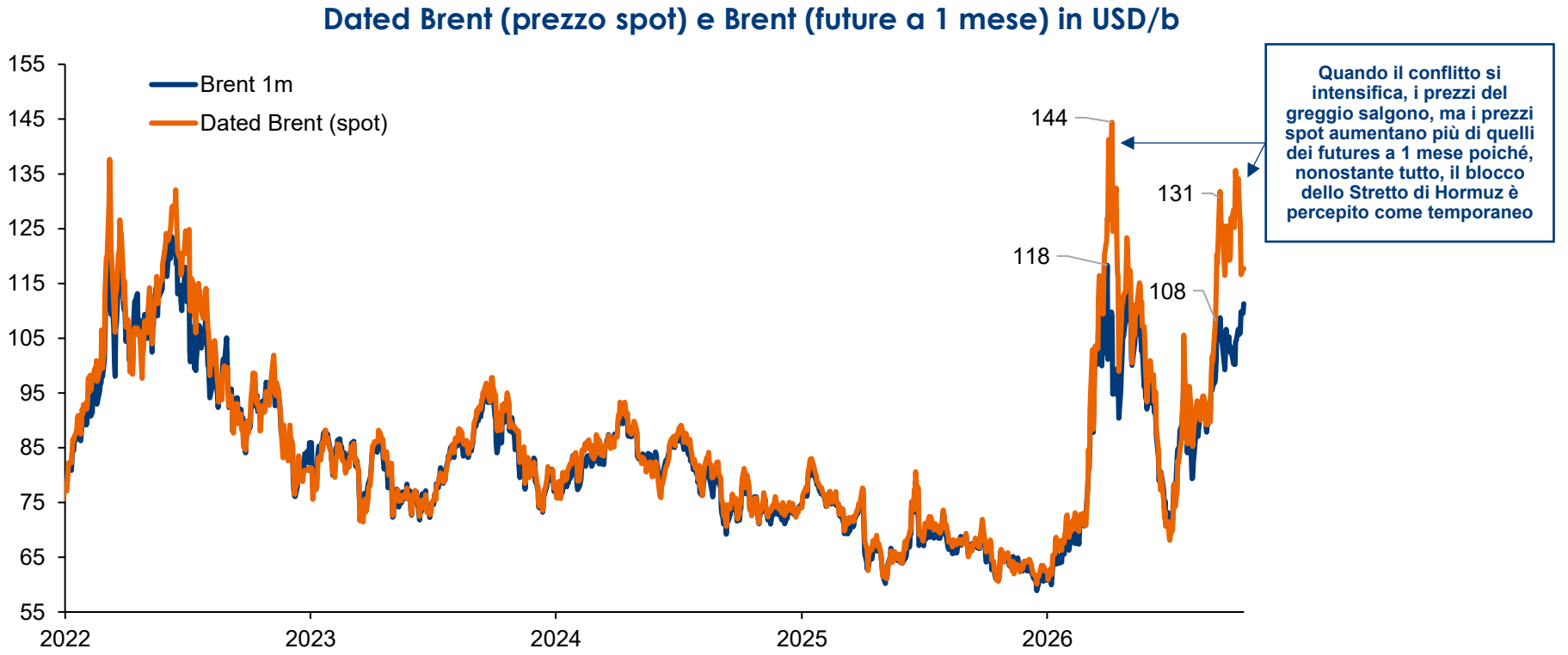
Agenda

1 Scenario macroeconomico

2 Petrolio

3 Gas, power e EU ETS

Il peggior incubo dei mercati: “forever wars” frenano l’offerta

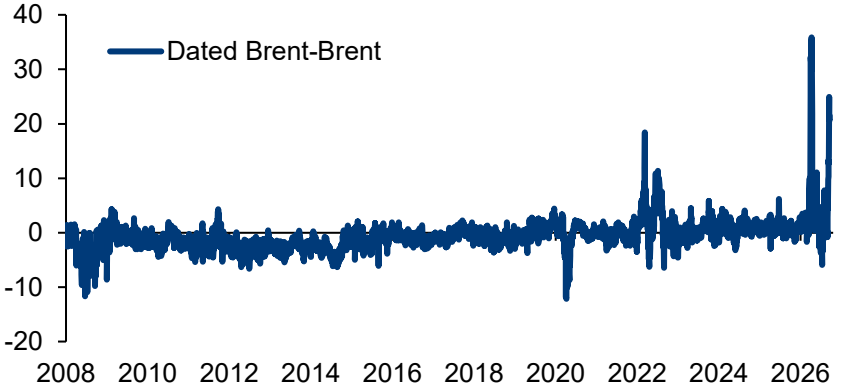


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

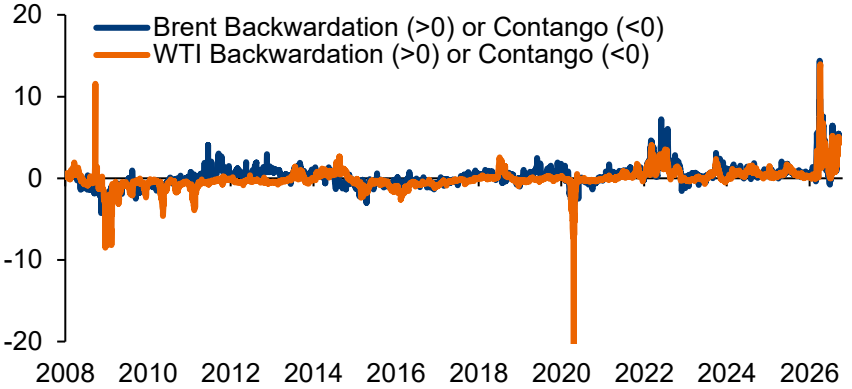
INTESA SANPAOLO

Variazioni nelle tensioni geopolitiche alimentano volatilità dei prezzi, ma anche frequenti oscillazioni lungo la curva forward

Differenza di prezzo tra il Dated Brent (prezzo spot) e il Brent (future a 1 mese) in USD/b



Differenza di prezzo tra il future a 1 mese e quello a 2 mesi per Brent e WTI in USD/b

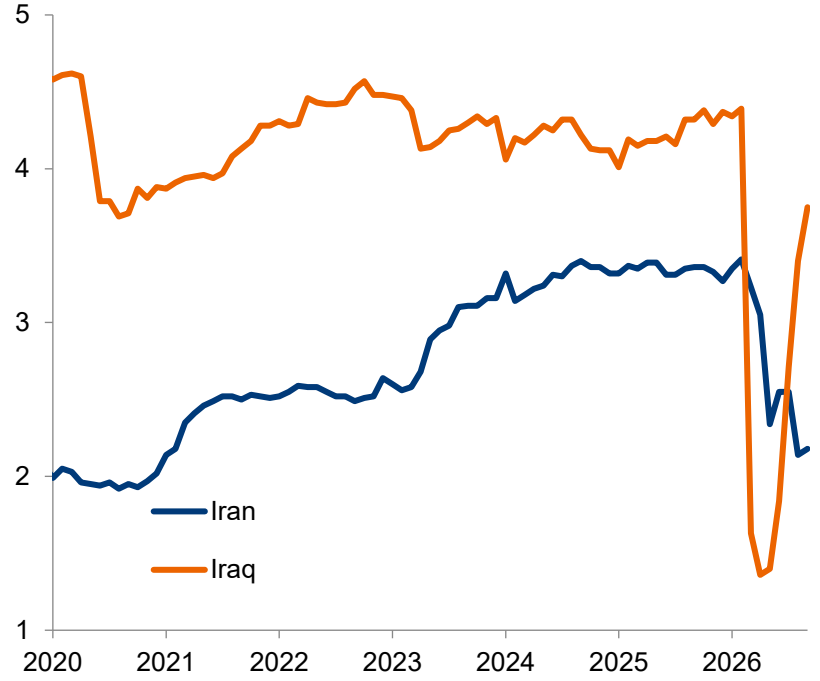


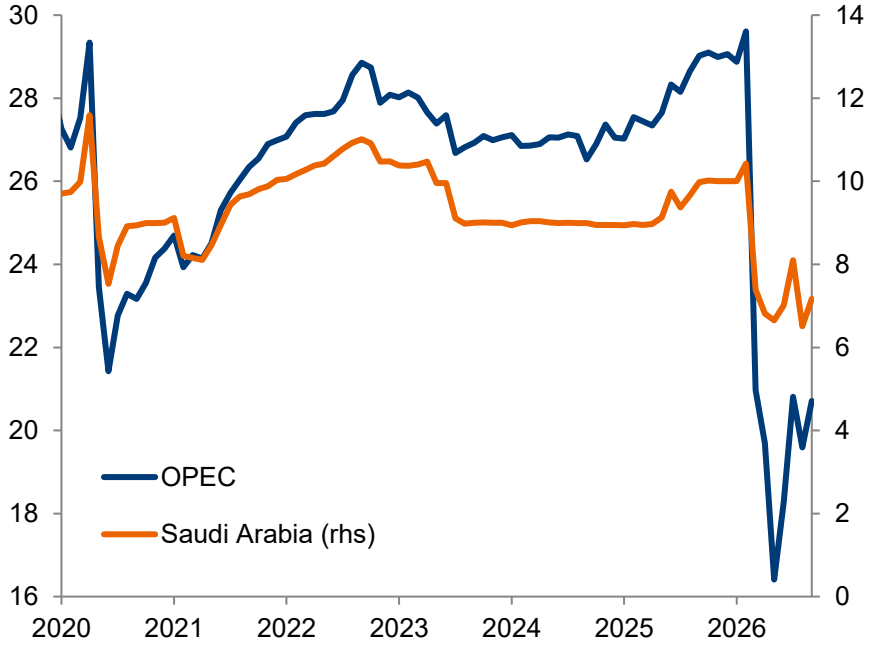
La teoria economica suggerisce che la curva forward delle commodity dovrebbe essere inclinata positivamente (contango) per remunerare i costi di stoccaggio. Quando è inclinata positivamente (**backwardation**), gli operatori sono preoccupati dal **rischio di scarsità** e quindi sono disposti a **pagare un prezzo più alto pur di garantirsi le consegne**. Più ampia è la backwardation, ovvero più grandi sono i differenziali fra i prezzi spot e il future a un mese (grafico di sinistra), o fra i prezzi dei future a uno e due mesi (grafico di destra), maggiore è il rischio percepito dai mercati. I grafici confermano che **la guerra in Iran ha rappresentato uno shock senza precedenti per l'offerta mondiale.**

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

Persiste lo shock senza precedenti sull'offerta, ma il blocco navale USA è efficace: le esportazioni non iraniane aumentano

Produzione totale di petrolio in Iraq, Iran, totale dei membri dell'OPEC e Arabia Saudita (destra) in mb/g





Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

INTESA SANPAOLO

Nel 2026, il deficit di mercato sarà limitato dalla resilienza dell'offerta non-OPEC e dalla contrazione della domanda

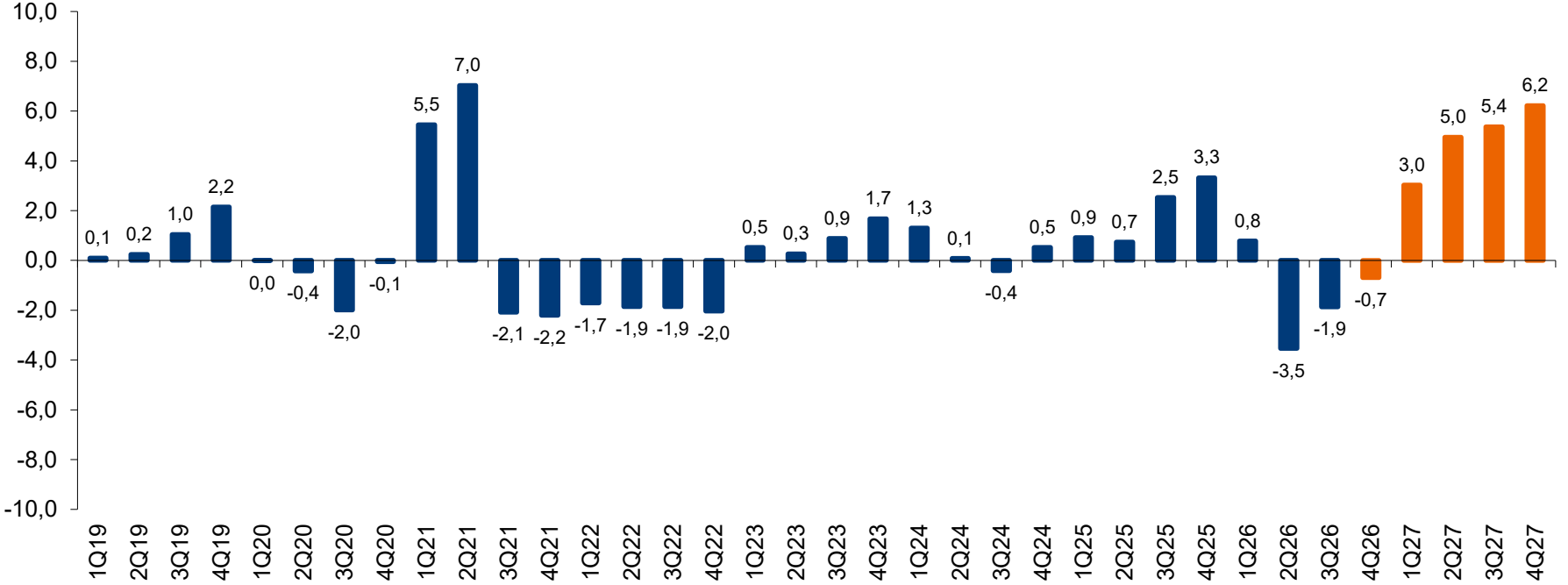
L'U.S. Energy Information Administration (EIA) stima che **il mercato globale potrebbe registrare un deficit di 1,3 mb/d nel 2026**, molto inferiore rispetto a quanto temuto all'inizio del conflitto. **Successivamente, potrebbe registrare un surplus senza precedenti pari a 4,9 mb/d nel 2027** grazie al forte rimbalzo atteso nella produzione dei paesi OPEC e non-OPEC.

US EIA, STEO OCTOBER 2026							
	World Demand	**Non-OPEC Supply**	**US Supply**	**OPEC LNG Supply**	**OPEC Crude Supply**	**Call on OPEC crude ***	**Market balance ****
2025	104,4	77,0	13,7	4,7	24,6	22,7	1,9
2026	102,4	77,2	13,9	3,5	20,4	21,8	-1,3
y/y change	*-2,0*	*0,2*	*0,2*	*-1,2*	*-4,2*	*-1,0*	
2027	104,6	80,4	14,3	4,8	24,4	19,5	4,9
y/y change	*2,2*	*3,2*	*0,4*	*1,3*	*4,0*	*-2,3*	

*Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati US Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook (STEO). * "Call on OPEC crude = World Consumption - Non-OPEC Supply - OPEC LNG supply" ** "Market balance = OPEC crude supply - Call on OPEC crude"*

Anche se i flussi da Hormuz non tornassero oltre il 60%-70% dei livelli prebellici, il mercato potrebbe essere in surplus nel 2027

EIA, stima dell'equilibrio di mercato in mb/d

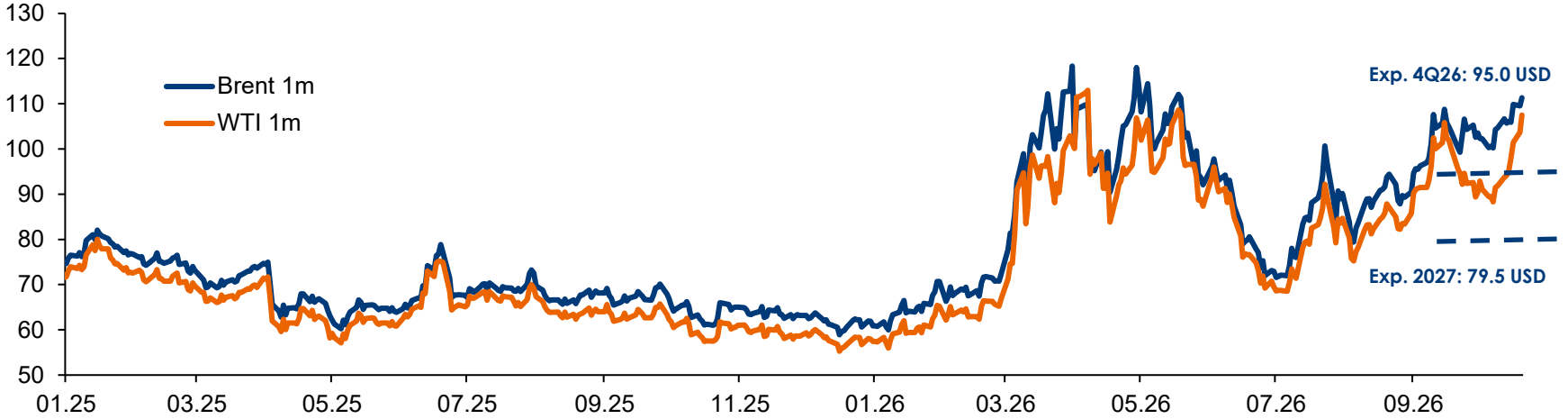


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati on EIA. l'EIA stima che la produzione di greggio in Medio Oriente recupererà completamente e tornerà alla media pre-crisi per metà 2027.

INTESA SANPAOLO

Nel breve periodo, i rischi sono orientati al rialzo

Prezzo del petrolio Brent in USD/b



ICE BRENT in USD/b	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027	2028	2029	2030
BASELINE FORECASTS	95.0	90.0	83.0	75.0	70.0	90.3	79.5	66.0	67.0	68.0
Best case scenario	90.0	72.0	70.0	68.0	64.0	89.1	68.5	60.5	59.1	56.8
Worst case scenario	125.0	105.0	100.0	95.0	90.0	97.8	97.5	85.0	80.0	75.0

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

INTESA SANPAOLO

L'attesa di un parziale rientro delle quotazioni è coerente con i fondamentali

Nel medio periodo, manteniamo una visione negativa sui prezzi del Brent perché riteniamo che il ribilanciamento del mercato fisico sia ormai avviato, anche se probabilmente ancora per qualche mese i costi di trasporto si manterranno molto elevati e i flussi di esportazione resteranno inferiori ai livelli del 2025.

Il ribilanciamento di mercato sta progredendo perché **i volumi persi sono parzialmente compensati da:**

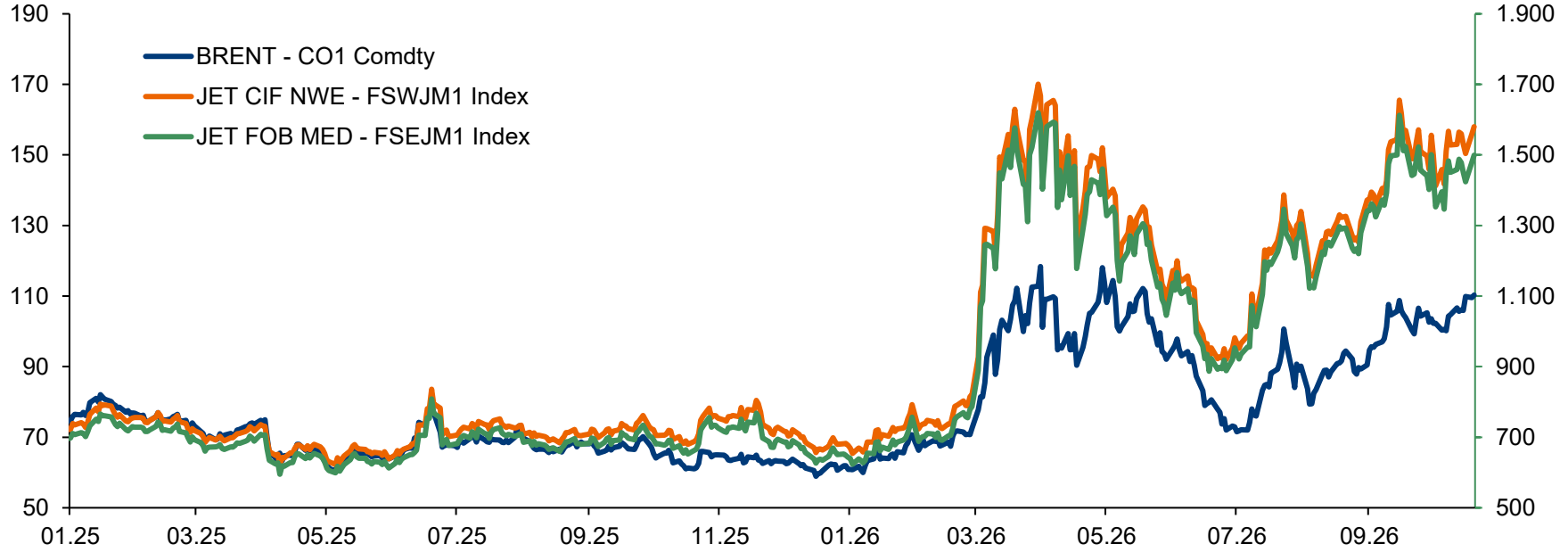
- **un aumento dell'offerta in altri paesi**, in particolare negli Stati Uniti, in Guyana e in Brasile;
- **un calo della domanda**, poiché gli alti prezzi incidono negativamente sul consumo di carburante e le importazioni della Cina hanno registrato un'ampia battuta d'arresto;
- **un massiccio ricorso a scorte commerciali e riserve strategiche** dispiegate da International Energy Agency, Cina e paesi del G7.

Inoltre, nonostante le frequenti interruzioni i volumi mensili di greggio in uscita dallo Stretto di Hormuz si mantengono in media vicino al 50% dei livelli prebellici, mentre i volumi di esportazione dal Medio Oriente hanno recuperato sino all'85% della media 2025. **Un futuro allentamento delle tensioni e/o una maggiore efficacia degli sforzi di diversificazione delle esportazioni (tramite oleodotti e la scorta USA alle navi in transito) permetterebbe un ulteriore recupero dell'offerta dal Medio Oriente.**

Nel breve termine, i rischi restano comunque sbilanciati al rialzo. Ad aumentare l'incertezza e la volatilità sui mercati contribuirà l'imprevedibilità dei transiti da Hormuz e dal Mar Rosso a causa dei frequenti attacchi perpetrati da Teheran e dei suoi alleati ai danni delle infrastrutture produttive e logistiche dell'area. È probabile che questi attacchi continueranno almeno sino alle **Mid-term, dopo le quali la risposta americana potrebbe essere più aggressiva**.

I prodotti raffinati sono cresciuti più del greggio per la forte domanda, i danni alle infrastrutture nel Golfo…

Brent in USD/b, Jet CIF NWE e Jet FOB MED in USD/mt

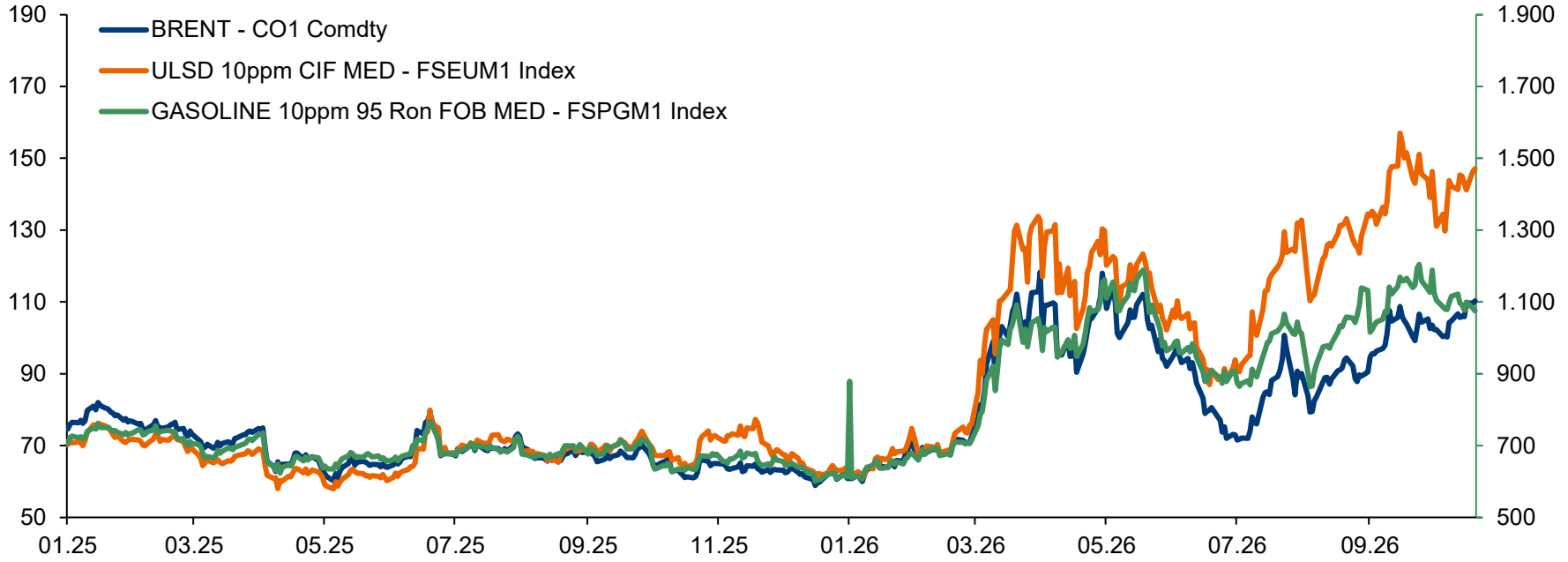


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

INTESA SANPAOLO

…il protezionismo e i limiti all'export da Cina e Russia. La dipendenza europea dalle importazioni amplifica i rincari

Brent in USD/b, ULSD 10 ppm CIF MED e benzina FOB MED in USD/mt

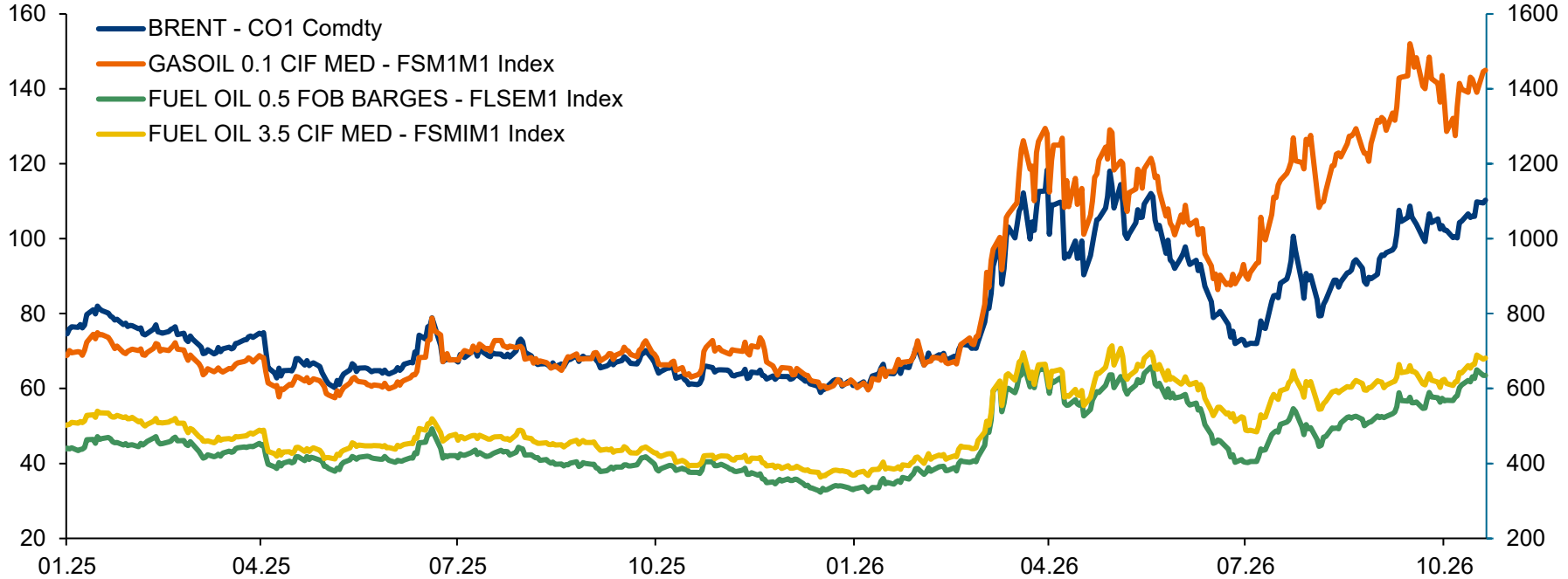


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

INTESA SANPAOLO

Il diesel è il prodotto più vulnerabile a ulteriori rincari

Brent in USD/b, Gasoil 0.1% CIF MED, Fuel Oil 0.5% FOB Rotterdam barges e Fuel Oil 3.5% CIF MED in USD/mt



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

INTESA SANPAOLO

Agenda

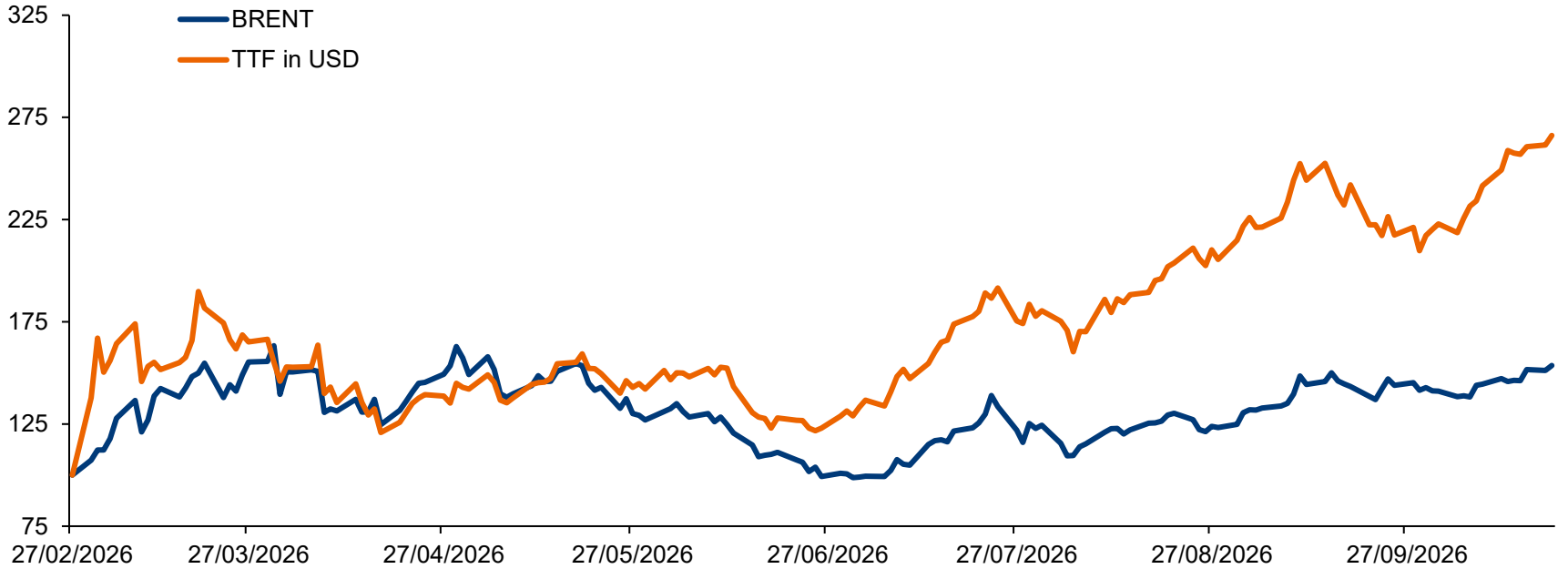
1 Scenario macroeconomico

2 Petrolio

3 Gas, power e EU ETS

I rincari del gas europeo sono superiori a quelli del petrolio, nonostante la minor rilevanza di Hormuz. Perché?

Rendimenti dei future su Brent e TTF in USD dallo scoppio della guerra in Iran (27.02.2026 basato a 100)

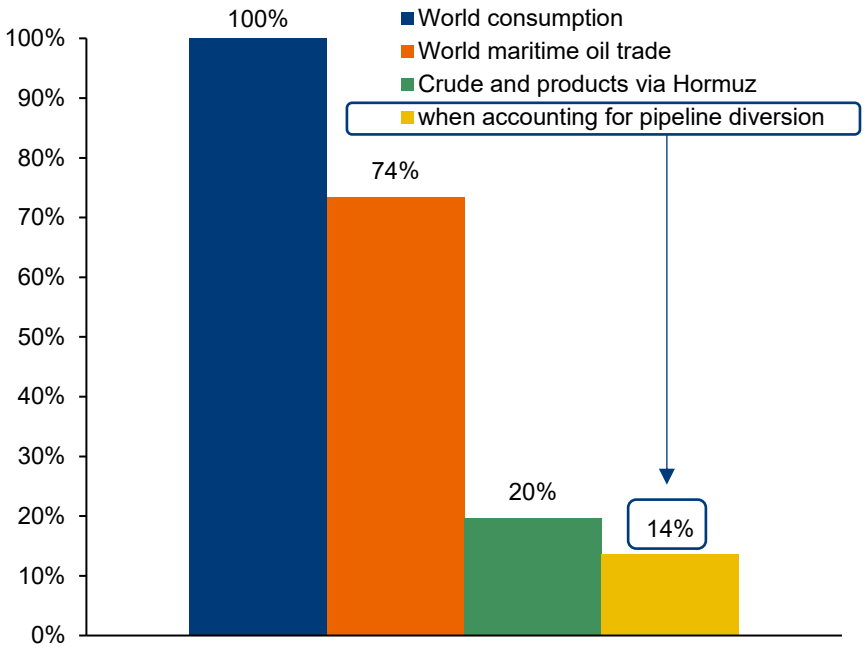


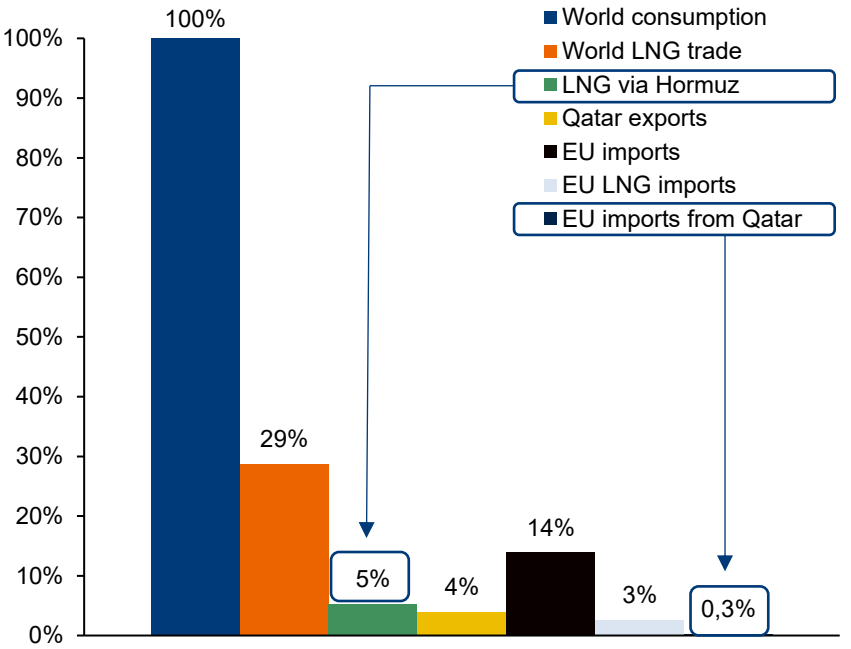
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

INTESA SANPAOLO

Hormuz è più rilevante per il greggio che per il gas…

2024, volumi di petrolio e gas in percentuale del consumo globale



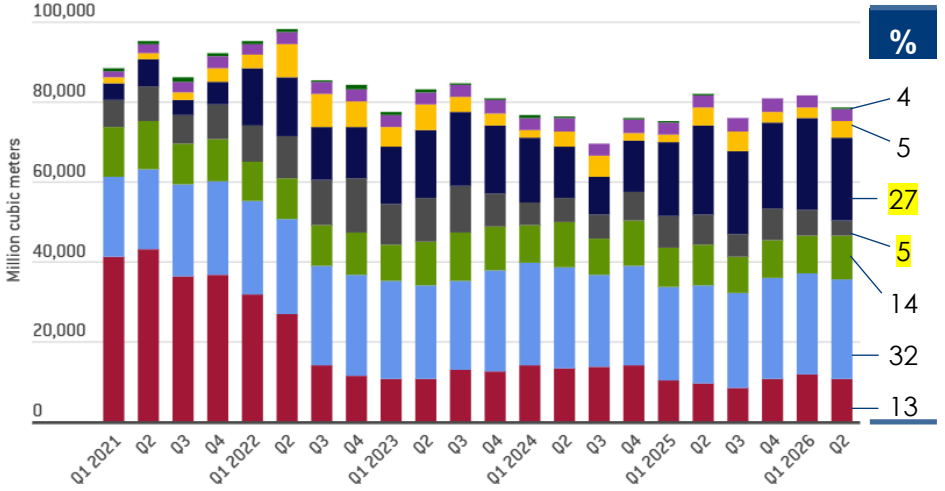


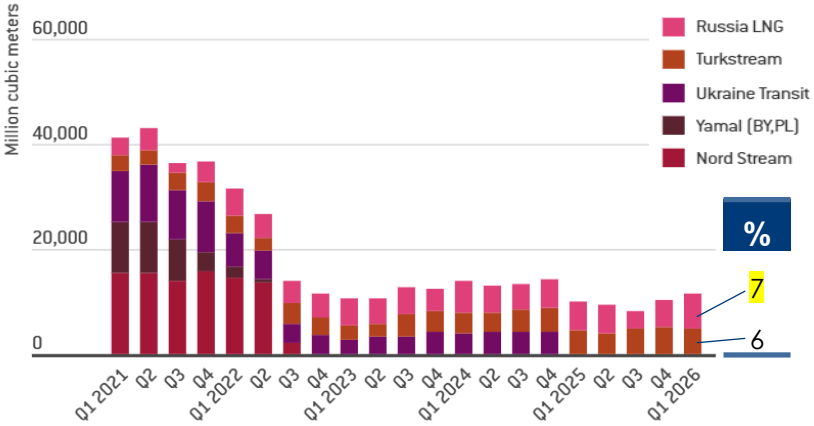
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati IEA, US EIA, OPEC

INTESA SANPAOLO

…ma l'Europa dipende dalle importazioni di GNL (per il 40%)

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



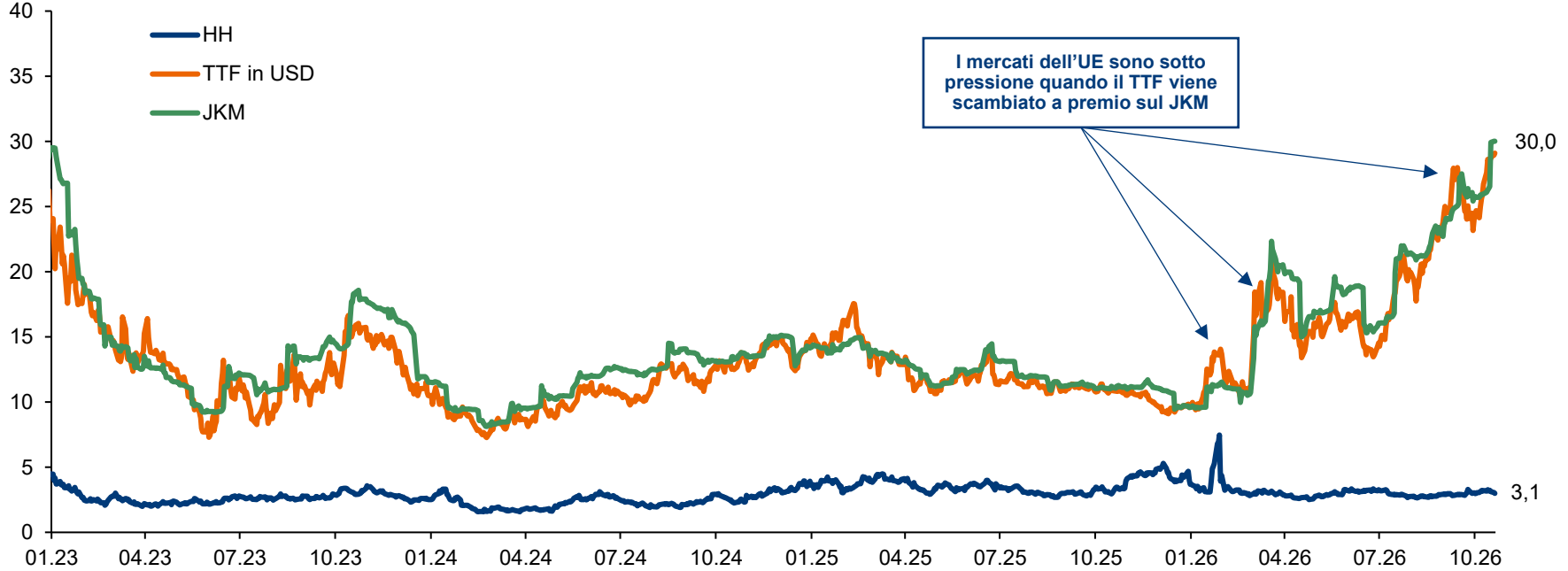


Fonte: Bruegel Dataset (2022) 'European natural gas imports', disponibile all'indirizzo https://doi.org/10.64153/WVKK8731

INTESA SANPAOLO

I prezzi sono saliti perché temperature record hanno gonfiato la domanda, mentre i depositi sono più vuoti del solito

Futures a 1 mese in USD/MMBtu: HH per gli USA; TTF per l'Europa; JKM LNG per l'Asia

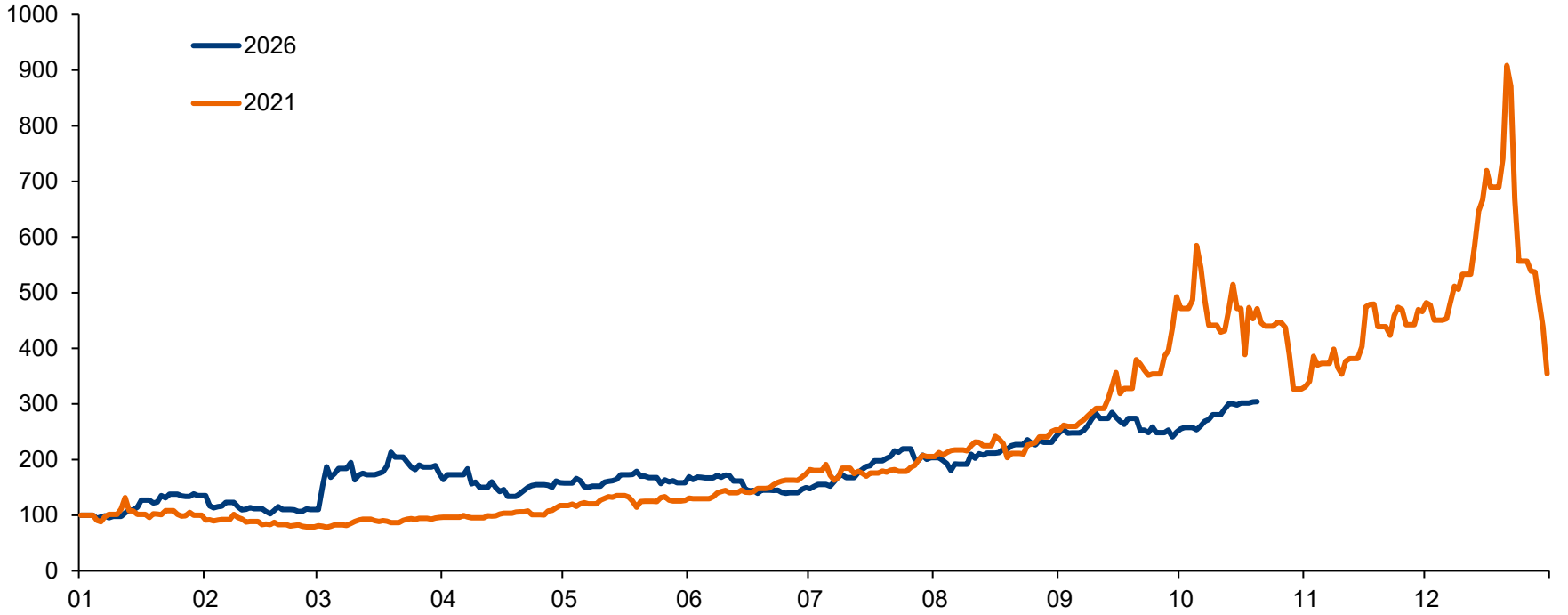


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

INTESA SANPAOLO

Basse scorte e forte domanda. Un agghiacciante déjà vu

Rendimenti da inizio anno dei future sul TTF a 1 mese nel 2021 e nel 2026 (01.01 basato a 100)

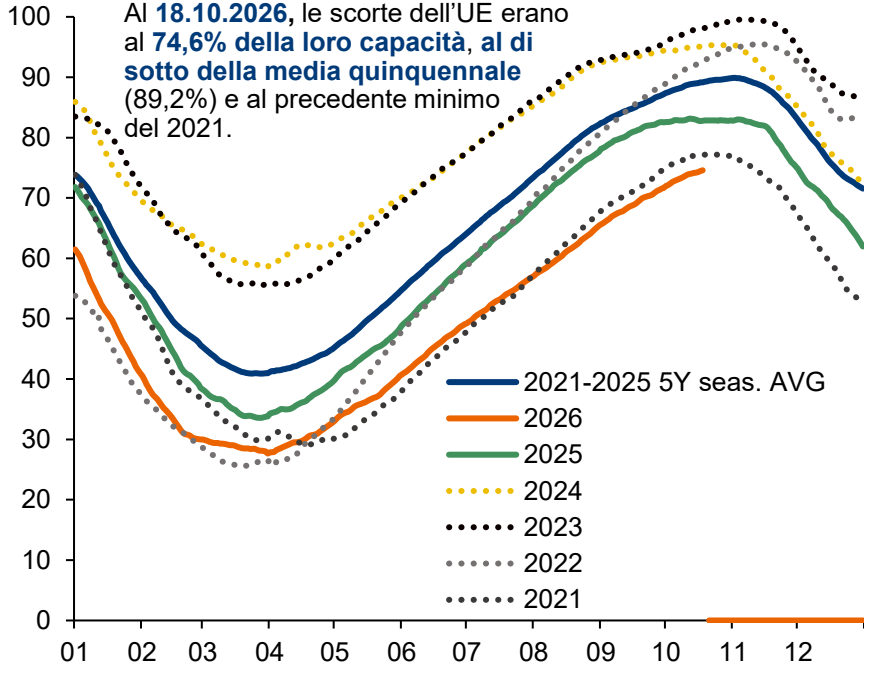


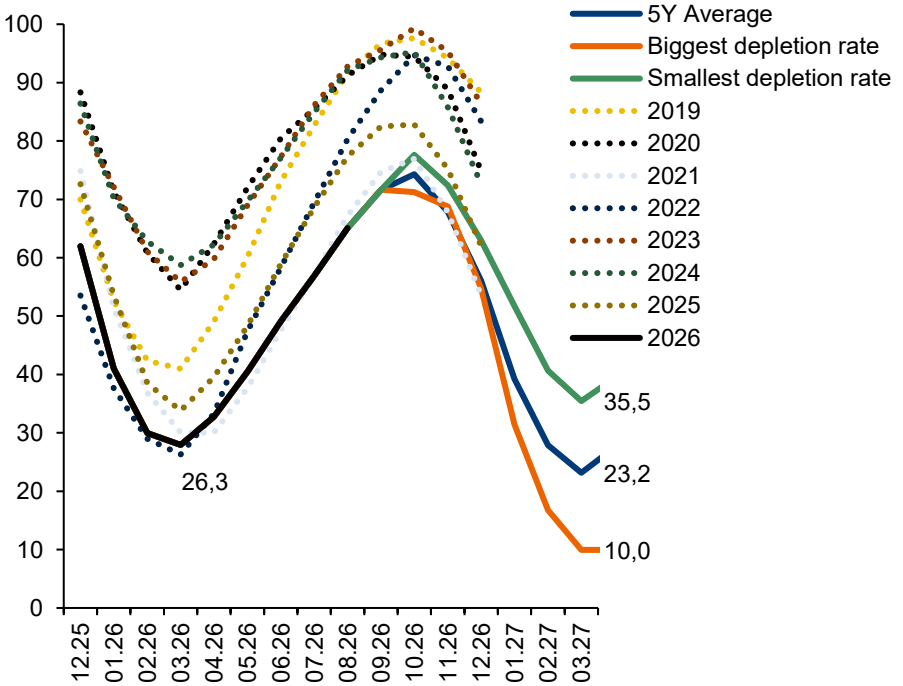
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

INTESA SANPAOLO

Depositi europei in calo verso nuovi minimi stagionali

Scorte di gas nell'UE-28, % della capacità: dati storici (grafico a sinistra) e previsioni (grafico a destra)





Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati ***Gas Infrastructure Europe (GIE).***
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

INTESA SANPAOLO

Disomogenei livelli di stoccaggio rallentano la ricostituzione delle scorte…

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



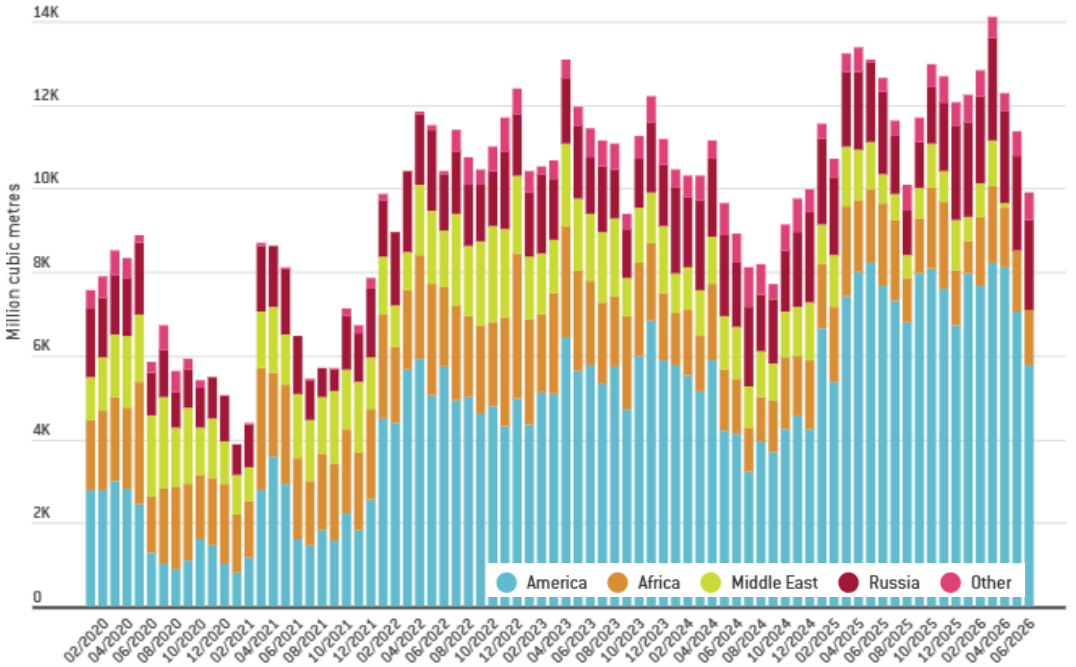
Al 18.10.2026	% di riempimento	Capacità in TWh
Italia	90	203
Francia	88	126
Austria	69	77
Germania	61	251
Paesi Bassi	65	144
Ucraina	37	320

Fonte: Gas Infrastructure Europe (GIE), AGSCI, Bruegel Dataset (2022) 'European natural gas imports', disponibile all'indirizzo https://doi.org/10.64153/WVKK8731

INTESA SANPAOLO

…e l'impatto della guerra nel Golfo ha influito negativamente sulle importazioni europee di GNL

Importazioni mensili di GNL nell'UE per regione di origine

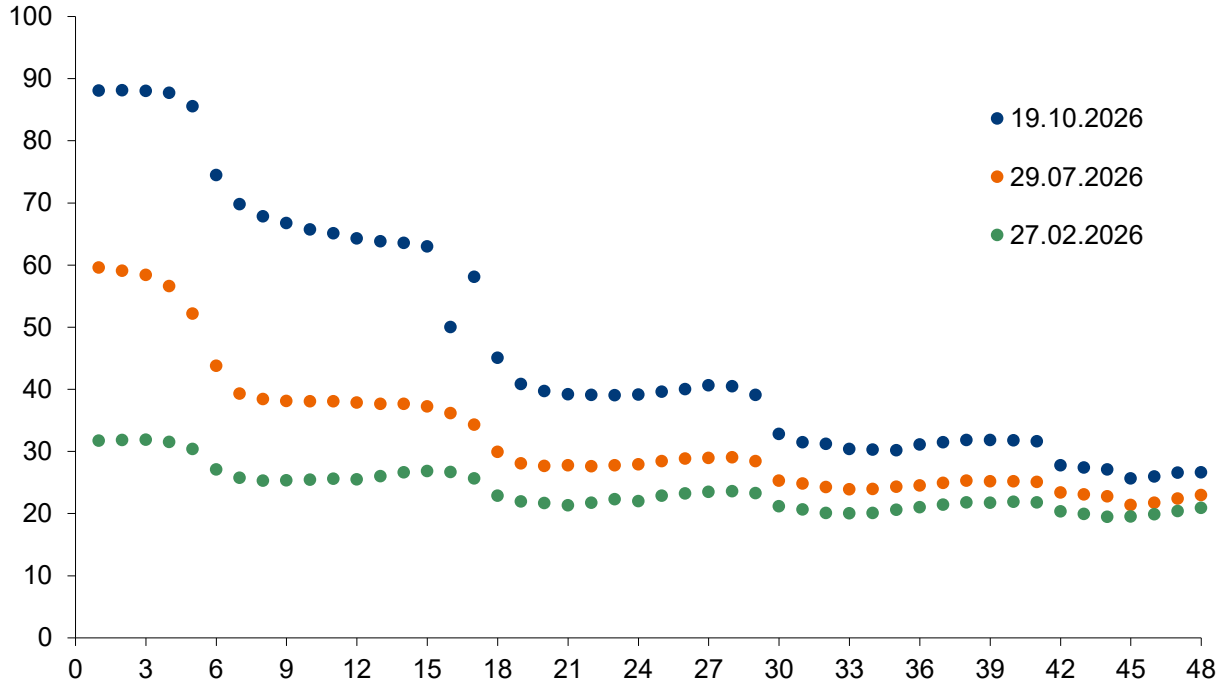


Fonte: Gas Infrastructure Europe (GIE), AGSCI, Bruegel Dataset (2022) 'European natural gas imports', disponibile all'indirizzo https://doi.org/10.64153/WVKK8731

INTESA SANPAOLO

Durante l'estate, la curva forward non è stata d'aiuto

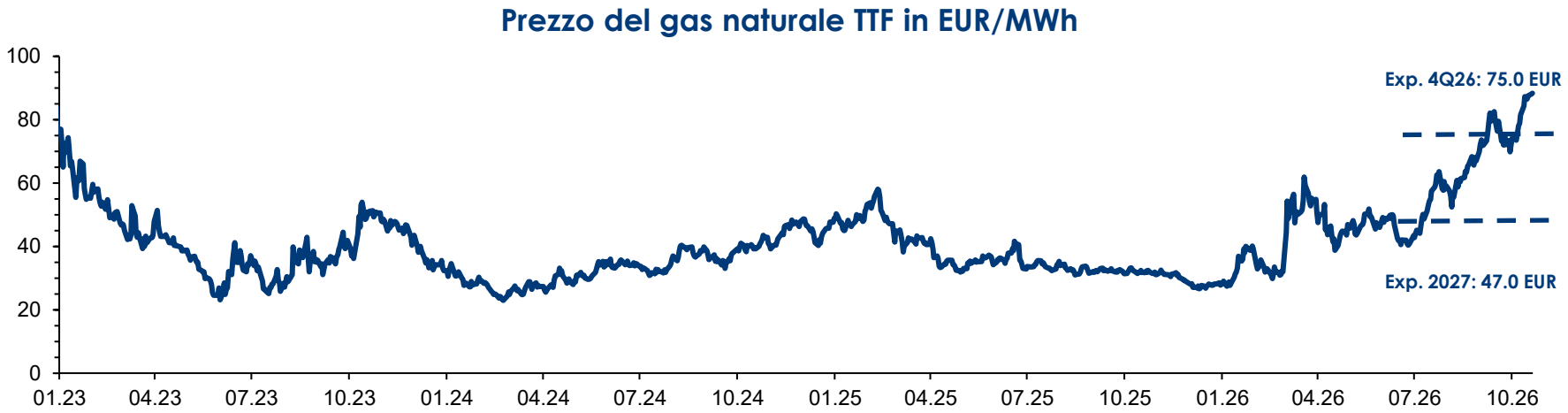
Curva forward per il TTF in EUR/MWh, primi 48 mesi



- **La guerra in Iran ha fatto aumentare i prezzi spot**.
- Quando le tensioni geopolitiche si intensificano, **la backwardation** diventa più marcata. Ciò riflette i timori relativi all'offerta e **scoraggia il riaccumulo delle scorte**.
- Lo shock causato dalla guerra in Iran è di lunga durata. Almeno fino al 2030, **le curve forward si mantengono sopra il livello pre-guerra**: **la perdita di GNL dal Qatar** (stimato all -20% per circa 3-5 anni) sta ancorando l'intera curva TTF a valori più elevati.

Fonte: Bloomberg

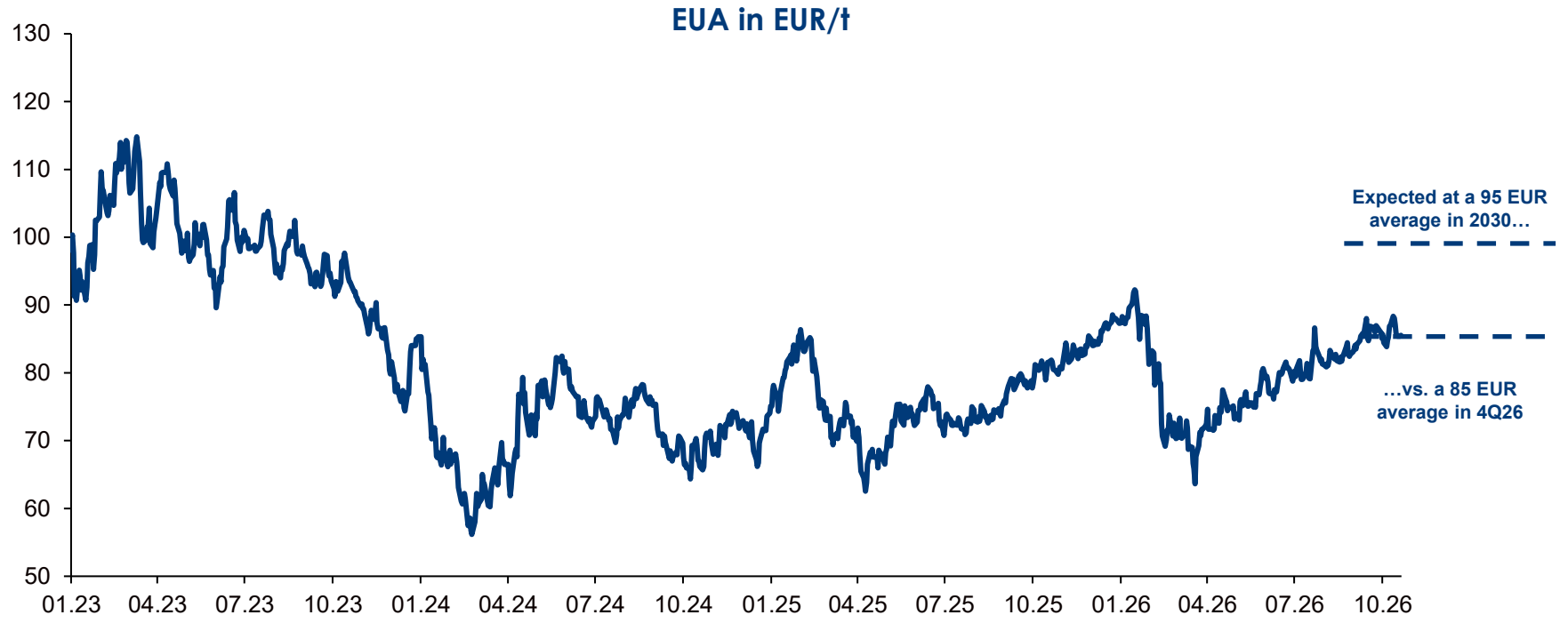
In Europa, i prezzi del gas sono destinati a rimanere a lungo elevati, dato il rapido peggioramento dei fondamentali



TTF in EUR/MWh	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027	2028	2029	2030
BASELINE FORECASTS	75.0	63.0	43.0	40.0	42.0	56.1	47.0	36.0	32.0	30.0
Best case scenario	75.0	53.0	38.0	35.0	33.0	39.8	26.8	22.3	18.5	17.0
Worst case scenario	140.0	126.0	86.0	80.0	82.0	72.3	93.5	70.0	60.0	50.0

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

UE ETS trainati dall'ottimismo sulle riforme e dall'energia

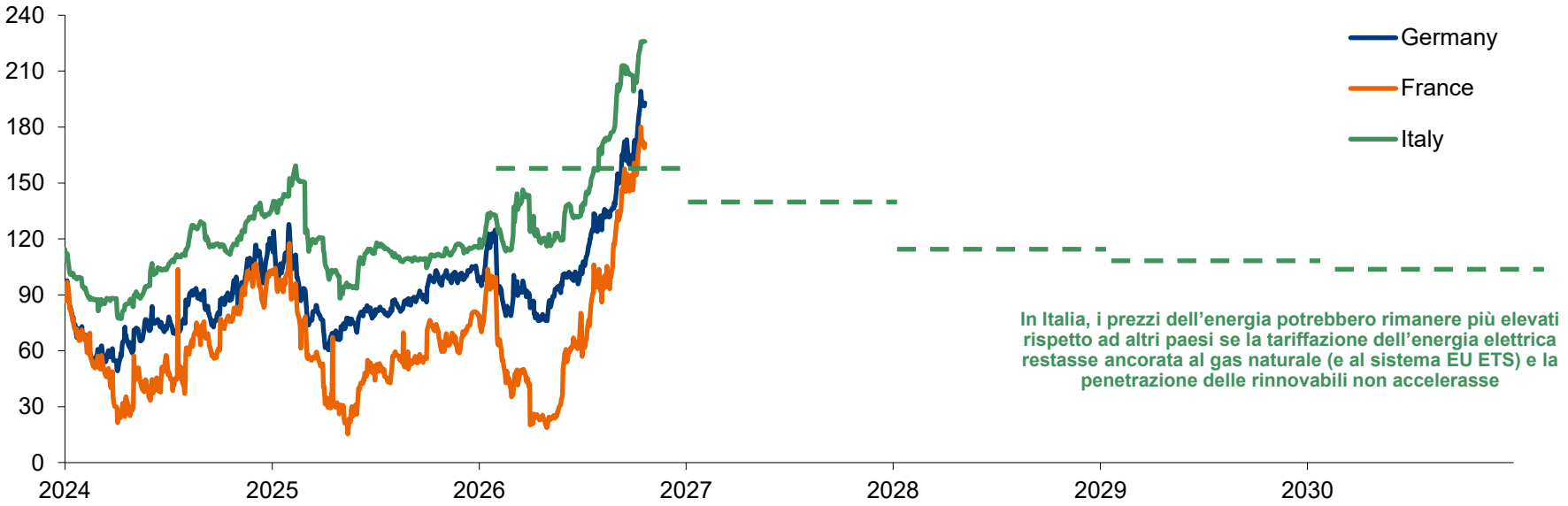


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

INTESA SANPAOLO

Energia elettrica: gli spread riflettono la dipendenza dal gas…

Futures sull'energia elettrica, baseload, primo mese



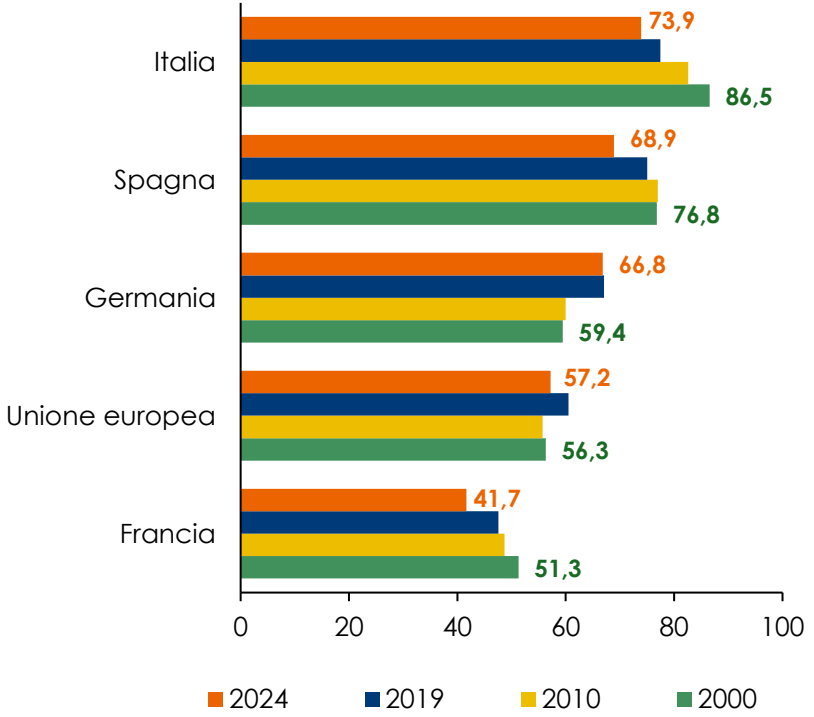
PUN in EUR/MWh	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027	2028	2029	2030
BASELINE FORECASTS	210.0	175.0	130.0	125.0	130.0	160.2	140.0	115.0	110.0	105.0

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg.
Stime Intesa Sanpaolo Research Department

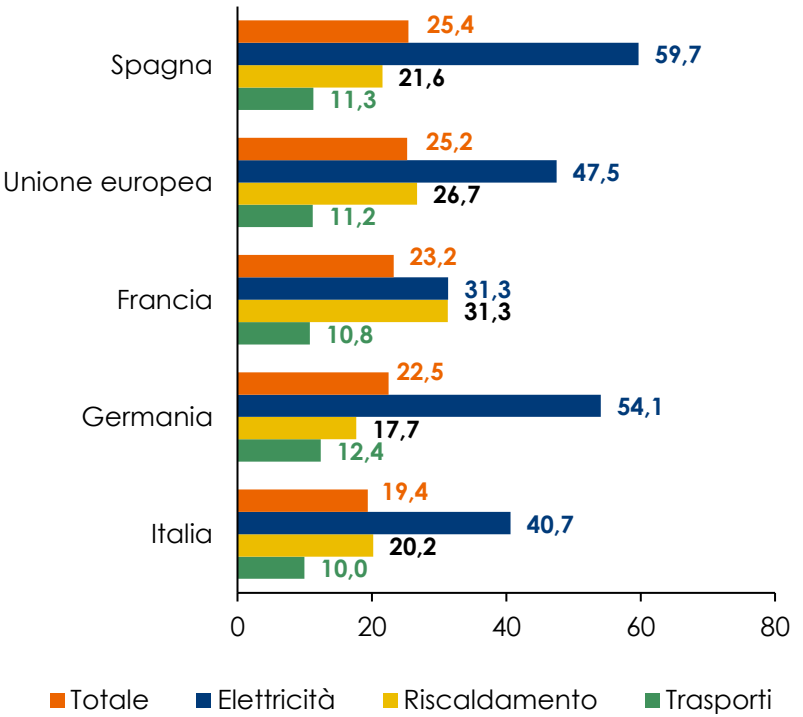
INTESA SANPAOLO

…e l'Italia dipende maggiormente dalle importazioni

Dipendenza energetica
(importazioni nette/energia lorda disponibile, %)



Quota delle energie rinnovabili sul consumo energetico, 2024 (%)

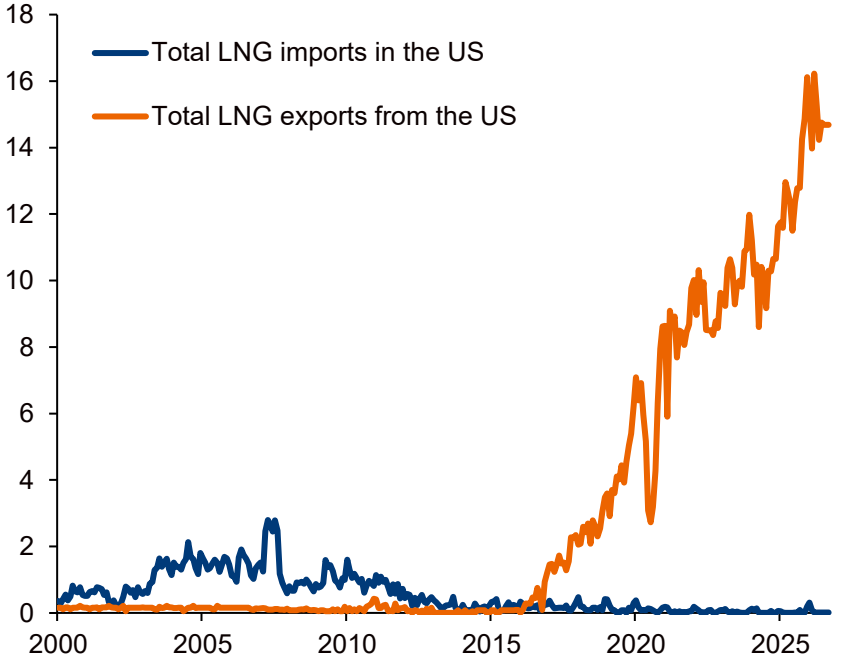


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati EUROSTAT

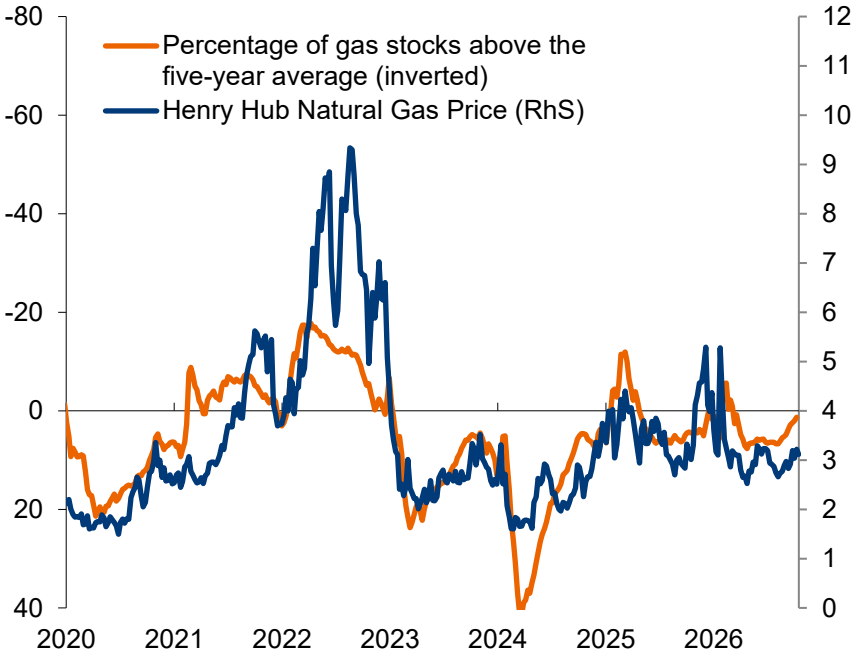
INTESA SANPAOLO

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

Import ed export USA di GNL in miliardi di metri cubi



Henry Hub in USD/MMBtu e scorte di gas USA



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department su dati Bloomberg

Grazie!

Appendice

Certificazione degli analisti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.
Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.
Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.
Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.
Intesa Sanpaolo SpA non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.
Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.
Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.
Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.
Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.
CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.
Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.
Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).
Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

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

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - 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 Agricolture) 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 Naciònàl 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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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