

Focus

Materie prime: un nuovo incubo dal Medio Oriente

Tensioni geopolitiche e distorsioni logistiche senza precedenti hanno infiammato i prezzi di petrolio e gas naturale, ma fatto crollare le quotazioni di oro e argento, venduti dagli investitori alla ricerca di liquidità.

Petrolio: shock transitorio o persistente?

Esiste una buona capacità di compensazione nel mercato mondiale del greggio, e sarà probabilmente sufficiente a scongiurare un deficit se il blocco dello Stretto di Hormuz durerà meno di tre mesi. Tuttavia, non basterà a frenare il rialzo dei prezzi: l'incertezza e la gravità del quadro geopolitico potrebbero spingere il Brent verso nuovi record in area 150 dollari.

Mercati energetici: un déjà vu

Ancora una volta, un grave conflitto ha bloccato le spedizioni di gas da un importante produttore. E, come quattro anni fa, i prezzi energetici hanno registrato rialzi ben più ampi in Europa che in Asia. Perché?

Metalli preziosi: vittime del loro stesso successo

I movimenti speculativi degli ultimi trimestri hanno compromesso la capacità di oro e argento di esercitare efficacemente la funzione di beni rifugio, almeno nel breve periodo: la ricerca di liquidità ha gonfiato le vendite di entrambi i metalli nelle prime settimane del conflitto.

Metalli industriali: incertezze sull'offerta (e la domanda)

Riteniamo probabile che nei prossimi mesi possano prevalere pressioni al ribasso sui prezzi di molti metalli industriali, perché il previsto rallentamento della domanda mondiale potrebbe predominare sui temporanei timori di scarsità di offerta legata alla guerra in Medio Oriente.

Agricoli: impatti ritardati dal conflitto

I prezzi delle merci agricole potrebbero aumentare ulteriormente, spinti dalle difficoltà logistiche, dai rialzi energetici e dall'ammanco di input chiave nei processi produttivi, come urea, fertilizzanti e prodotti fitosanitari.

Marzo 2026

Nota Trimestrale

Research Department

Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: un nuovo incubo dal Medio Oriente

Tensioni geopolitiche e distorsioni logistiche senza precedenti hanno infiammato i prezzi di petrolio e gas naturale, ma fatto crollare le quotazioni di oro e argento, venduti dagli investitori alla ricerca di liquidità.

Il pallido ottimismo che aveva caratterizzato lo scenario macroeconomico delineato nel dicembre scorso è andato in frantumi con la **drammatica e rapida escalation dei rischi geopolitici a inizio 2026**. In gennaio, gli Stati Uniti hanno catturato il presidente Maduro in **Venezuela** e stretto importanti accordi energetici con il nuovo governo chavista guidato dall'ex vice-presidente Delcy Rodriguez. Il presidente statunitense Trump ha esercitato forti pressioni sull'Europa per ottenere il "possesso" della **Groenlandia**, minacciando interventi militari e incrementi tariffari. In febbraio, si sono intensificate le tensioni fra Stati Uniti e varie Nazioni in **America Centrale**, inclusa **Cuba**, attualmente vittima di un nuovo embargo.

Il 28 febbraio, Stati Uniti e Israele hanno attaccato **l'Iran** mentre erano ancora in corso trattative diplomatiche volte a raggiungere un nuovo accordo sul nucleare. Nelle settimane successive la conseguente ritorsione iraniana ha bloccato lo **Stretto di Hormuz** e causato danni a varie infrastrutture energetiche, militari e civili negli Emirati Arabi Uniti, in Arabia Saudita, Qatar, Oman, Iraq, Kuwait, Bahrein, Giordania, Turchia e Israele. Il 21 marzo l'Iran ha persino lanciato due missili a lungo raggio contro la base americano-britannica sull'isola di Diego Garcia, nell'Oceano Indiano, distante circa 3.800 km dall'Iran, dimostrando una capacità di attacco ben superiore a quanto ritenuto in precedenza. Stati Uniti e Israele hanno sinora avuto successo nell'eliminare figure apicali del regime iraniano e nel colpire infrastrutture strategiche dal punto di vista militare, logistico ed energetico, come l'isola di Kharg e il giacimento di gas South Pars al confine con il Qatar.

Nel momento in cui scriviamo, gli Stati Uniti stanno valutando l'opportunità di un intervento di terra, probabilmente per prendere il controllo dello Stretto e/o di Kharg, mentre Arabia Saudita ed Emirati Arabi stanno ponderando di intervenire militarmente nel conflitto.

Questa nuova guerra in Medio Oriente è ritenuta estremamente preoccupante. Non solo il blocco di Hormuz ha congelato spedizioni di **petrolio e gas naturale** liquefatto (GNL) pari a circa il 20% della domanda mondiale, ma ha anche interrotto parte delle attività estrattive e di raffinazione in tutti i paesi che si affacciano sul Golfo Persico. **Le stime preliminari dei danni alla quarantina di infrastrutture colpite sinora variano da poche settimane a cinque anni.**

Dal punto di vista logistico, si sono immediatamente registrate **distorsioni dei flussi mondiali di merci**, sia per lo stop ai flussi via Hormuz di idrocarburi, metalli (**alluminio** in particolare), **fertilizzanti** e prodotti chimici essenziali per una molteplicità di filiere, sia per l'allungamento delle rotte dall'Asia all'Europa. Inoltre, si stima che quasi l'8% della flotta mondiale di petroliere sia intrappolata nel Golfo Persico.

Non è ancora chiaro quali potrebbero essere l'evoluzione e l'esito stesso del conflitto. **Più ampio sarà il coinvolgimento regionale e maggiori saranno la durata delle distorsioni logistiche e i danni alle infrastrutture, peggiori si riveleranno gli impatti negativi per l'economia mondiale e i mercati finanziari.**

Per tener conto di questa incertezza sull'esito della guerra abbiamo delineato un ventaglio di scenari che corrispondono a diversi prezzi medi di petrolio e gas naturale. Nello scenario migliore (best case), il conflitto e il blocco del traffico marittimo potrebbero risolversi in poche settimane. **Nello scenario di base, lo Stretto di Hormuz potrebbe rimanere bloccato sino a metà maggio.** Nello scenario peggiore (worst case), lo stop alle esportazioni dal Golfo Persico si prolunga sino a fine agosto, e i danni alle infrastrutture energetiche, logistiche, militari e civili sono molto gravi.

I rischi geopolitici hanno frantumato l'ottimismo di fondo che caratterizzava il precedente scenario trimestrale

La guerra in Iran ha causato distorsioni logistiche e perdite di offerta senza precedenti

Data l'incertezza sull'evoluzione del conflitto, dobbiamo considerare un ventaglio di scenari

Previsioni di prezzo per il petrolio Brent in USD/barile e il gas naturale TTF in USD/MWh nei tre principali scenari sull'evoluzione della guerra in Medio Oriente

Scenari	Stretto di Hormuz	Narrativa	Danni alle infrastrutture	Volumi transitanti per lo Stretto di Hormuz	Brent (media 2026)	TTF (media 2026)
BEST CASE	Bloccato fino a metà aprile	Le ostilità cessano entro metà aprile; nel giro di pochi giorni, l'Iran consente la ripresa del transito attraverso lo Stretto di Hormuz	Limitato: <ul style="list-style-type: none"> Riduzione del 20% della produzione di gas dal Qatar e lavori di ricostruzione della durata di 3/5 anni Ripresa completa delle esportazioni di petrolio greggio appena un mese dopo la fine del conflitto Piena ripresa delle esportazioni di prodotti raffinati, prodotti chimici e alluminio dopo 2 mesi 	<ul style="list-style-type: none"> Petrolio al 90% nel primo mese, 100-125% in seguito Gas all'80% nei primi tre mesi, 80-100% nei 12 mesi successivi 	73 USD	37 EUR
SCENARIO DI BASE	Bloccato fino a metà maggio	<ul style="list-style-type: none"> Possibile intervento via terra degli Stati Uniti, con obiettivi limitati al controllo dello Stretto di Hormuz Escalation della rappresaglia iraniana Scorta statunitense dei convogli di petroliere da e verso il Golfo Persico a partire da metà aprile La riapertura parziale dello Stretto segue poche settimane dopo la sospensione delle ostilità 	Grave: <ul style="list-style-type: none"> Riduzione del 20% della produzione di gas dal Qatar e lavori di ricostruzione che potrebbero richiedere 3-5 anni Ripresa completa delle esportazioni di petrolio greggio solo un mese dopo la fine del conflitto Piena ripresa delle esportazioni di prodotti raffinati, prodotti chimici e alluminio solo dopo 6 mesi 	<ul style="list-style-type: none"> Petrolio al 90% nel primo mese, 100-110% in seguito Gas al 60% nei primi tre mesi, all'80-90% nei 12 mesi successivi; ritorno al 100% in circa 24 mesi 	90 USD	59 EUR
WORST CASE	Bloccato fino alla fine di agosto	<ul style="list-style-type: none"> Un'operazione militare statunitense-israeliana della durata di due o tre mesi, mirata allo Stretto di Hormuz, a Kharg e possibilmente alle scorte di uranio Ulteriore escalation della rappresaglia iraniana 	Ulteriori gravi danni alle infrastrutture militari, energetiche e civili su scala regionale; le riparazioni richiederanno molti mesi, o anni nel caso degli impianti di esportazione di GNL: <ul style="list-style-type: none"> Riduzione del 40% della produzione di gas dal Qatar, con lavori di ricostruzione che potrebbero durare dai 3 ai 5 anni Il 10% della produzione petrolifera del Golfo resta fuori servizio per un massimo di 2 mesi dopo la fine delle ostilità Piena ripresa delle esportazioni di prodotti raffinati, prodotti chimici e alluminio in circa 12 mesi 	<ul style="list-style-type: none"> Petrolio al 70% nel primo mese, 90-120% in seguito Gas al 50% nei primi tre mesi, 60-80% nei 12 mesi successivi; ritorno al 100% in circa 48 mesi 	108 USD	68 EUR

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Procedendo sulla base di queste ipotesi alla definizione delle stime di prezzo, teniamo conto della parziale possibilità di esportare petrolio tramite oleodotti che evitino il passaggio dal Golfo Persico, delle elevate scorte commerciali su scala mondiale e della possibilità che alcuni produttori OPEC e non-OPEC possano aumentare la produzione in risposta agli alti prezzi. Consideriamo sia l'entità del rilascio record di scorte di emergenza stanziato dall'International Energy Agency (IEA), pari a ben 400 miliardi di barili inclusi greggio e prodotti raffinati, sia le possibili complicazioni tecniche e logistiche del processo nei vari paesi.

Ipotizziamo che i danni alle infrastrutture possano ulteriormente aggravarsi, così come possa aumentare il numero di petroliere e navi metaniere severamente danneggiate dal conflitto.

Riteniamo che, una volta riaperto il transito da Hormuz, la successiva ripresa dei flussi sarà probabilmente più veloce per il greggio che per i prodotti raffinati e il gas naturale, sia per motivi tecnici che per i maggiori danni riportati sinora da raffinerie e terminali di esportazione, rispetto ai giacimenti.

Date queste considerazioni, **nello scenario di base** riteniamo probabile che il mercato mondiale del petrolio possa registrare un **deficit di circa 3 milioni di barili al giorno nel 2° trimestre 2026**, ma che questo ammanco possa essere compensato da una maggiore offerta e una minore domanda nella seconda metà dell'anno, se il conflitto non si estenderà oltre giugno. Di conseguenza, al momento riteniamo **probabile che il mercato del greggio possa risultare circa bilanciato in media annua nel 2026, e in surplus di circa 2 mb/g nel 2027.**

Tuttavia, i rischi geopolitici e la gravità dell'ammanco di offerta che si registrerà nel 2° trimestre dovrebbero comunque spingere il Brent verso nuovi record di prezzo in area 150 dollari. Nei mesi successivi, una volta riavviati i flussi dallo Stretto di Hormuz, il rientro delle quotazioni sarà abbastanza rapido. Riteniamo quindi possibile rivedere il Brent sotto la soglia dei 70 dollari già a fine anno.

Più grave sarà invece l'impatto su prezzi e bilancio di mercato di alcuni prodotti raffinati, come jet fuel e diesel, che potrebbero mantenersi in deficit per tutto l'anno.

Il mercato del gas naturale potrebbe registrare un piccolo deficit in media annua, da una precedente stima di surplus, a causa della minore elasticità della domanda rispetto ai prezzi, almeno in Europa. Il processo di **ribilanciamento** del mercato sarà probabilmente **più lento** e notevolmente complicato dalla necessità di ripristinare le scorte commerciali, erose nel corso dell'inverno.

Di conseguenza, **nel nostro scenario di base il rientro del Brent sui livelli pre-guerra potrebbe essere completo entro fine 2026, mentre per il TTF bisognerà probabilmente attendere metà 2027.**

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

Al 20.03.2026	2T26	3T26	4T26	1T27	2T27	3T27	4T27	2026	2027	2028	2029	2030
BRENT – BEST CASE	80	67	63	63	64	64	65	73	64	66	67	68
BRENT – BASELINE	125	85	70	67	64	64	65	90	65	66	67	68
BRENT – WORST CASE	145	115	90	80	70	67	65	108	70	66	67	68
TTF – BEST CASE	45	33	29	26	22	23	25	37	24	20	19	18
TTF – BASELINE	70	70	55	46	31	27	25	59	32	23	19	18
TTF – WORST CASE	80	80	72	68	40	31	27	68	42	24	22	20

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

L'inevitabile peggioramento dei costi energetici, particolarmente evidente nei primi tre trimestri del 2026, dovrebbe influenzare negativamente la crescita economica e la produzione industriale, nonché causare ritardi o rimodulazioni degli investimenti nei settori energivori e in Al. La Cina, primo consumatore al mondo di materie prime, potrebbe risentire sia delle difficoltà di approvvigionamento di idrocarburi a buon mercato (prima dal Venezuela, e ora dall'Iran), sia delle persistenti tensioni commerciali con l'amministrazione Trump. Per questi motivi, **abbiamo rivisto al ribasso le stime di prezzo per gran parte dei metalli industriali**, ad esclusione dell'alluminio che dovrebbe mostrare una maggiore resilienza data la rilevanza della produzione emiratina sull'offerta mondiale.

Anche i **metalli preziosi continueranno a risentire del conflitto**. È ormai evidente che i movimenti speculativi degli ultimi trimestri hanno compromesso la capacità di oro e argento di esercitare efficacemente la funzione di beni rifugio, almeno nel breve periodo. Infatti, entrambi i metalli hanno subito ampie ondate di liquidazioni nelle prime settimane del conflitto, giustificate dalla

Nello scenario di base, il mercato del greggio è circa bilanciato in media annua...

...mentre prodotti raffinati e gas naturale sono in deficit

La guerra dovrebbe amplificare le pressioni al ribasso sui prezzi dei metalli industriali...

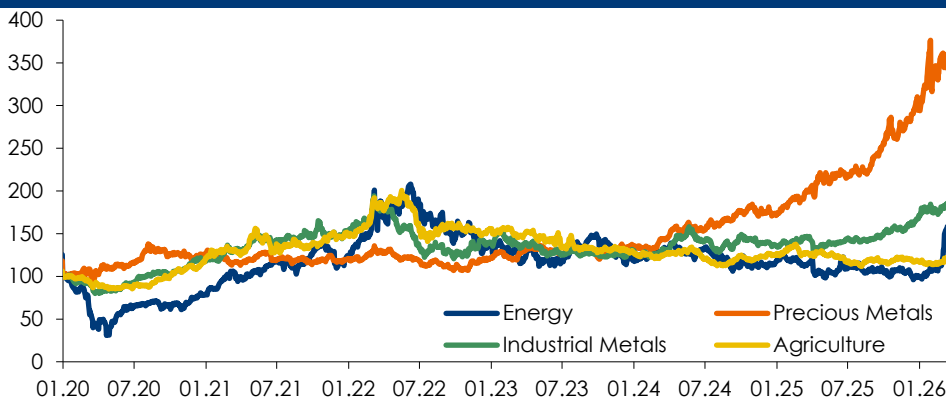
...e preziosi, soprattutto oro e argento

ricerca di liquidità da parte di investitori retail e istituzionali, soprattutto in Asia e in Medio Oriente. La stessa banca centrale della Turchia, uno dei compratori più attivi negli anni scorsi, sta valutando la possibilità di vendere parte delle riserve auree per sostenere la lira turca. Inoltre, molti altri fattori hanno contribuito ad amplificare le pressioni negative sull'oro: il rafforzamento del dollaro americano, il rialzo dei rendimenti obbligazionari e l'aspettativa che le banche centrali possano essere obbligate a sospendere i tagli dei tassi di interesse previsti in precedenza o addirittura annunciare rialzi per contenere le possibili spinte inflazionistiche, se il rincaro dei carburanti si dimostrerà più persistente di quanto sperato inizialmente.

Al contrario, nelle prossime settimane **i prezzi delle merci agricole potrebbero aumentare ulteriormente**, spinte dalle difficoltà logistiche, dai rialzi energetici e dall'ammancio di input chiave nei processi produttivi, come urea, fertilizzanti e prodotti fitosanitari. In questo comparto, lo shock di prezzo potrebbe essere più prolungato, con strascichi anche sui raccolti 2027 a causa dei lunghi cicli di lavorazione, semina e raccolta.

Gli agricoltori dovrebbero invece aumentare di valore, complici i rialzi dei costi di produzione

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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 23.03.2026	2T26	3T26	4T26	2026	2027	% YTD	% 2026	% 2027
ICE BRENT (USD/barile)	125	85	70	90.0	65.0	67	32	-28
NYMEX WTI (USD/barile)	118.0	81.0	66.0	84.8	61.0	57	31	-28
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.6	3.8	4.0	3.7	4.0	-21	3	7
JKM GNL (USD/MMBtu)	23.8	23.8	18.9	20.4	11.2	119	66	-45
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	70.0	70.0	55.0	59.0	32.3	100	62	-45
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	71.0	71.0	56.0	60.0	33.3	88	57	-45
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	180.0	190.0	160.0	165.0	105.0	25	42	-36
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	165.0	175.0	135.0	144.0	80.0	-6	63	-44
EUA (EUR/tonnellata)	62.0	68.0	75.0	70.5	75.0	-21	-8	6
LME ORO (USD/oz)	4,500	4,200	4,000	4,390	4,200	2	28	-4
LME ARGENTO (USD/oz)	60.0	52.0	45.0	60.0	48.8	-7	50	-19
LME PLATINO (USD/oz)	2,000	2,000	1,950	2,025	1,956	-15	58	-3
LME PALLADIO (USD/oz)	1,350	1,310	1,280	1,410	1,370	-13	22	-3
LME RAME 3M (USD/ton)	10,500	11,000	12,000	11,575	13,000	-2	16	12
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	3,000	3,000	3,100	3,075	3,375	7	17	10
LME NICHEL 3M (USD/ton)	16,400	15,800	15,500	16,275	16,125	3	6	-1
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,800	2,910	3,000	2,990	3,213	-1	5	7
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	1,850	1,870	1,890	1,890	1,950	-6	-5	3
LME STAGNO 3M (USD/ton)	42,000	41,990	41,250	43,260	42,500	8	27	-2
SGX FERRO (USD/ton)	102	102	101	102	102	-1	0	0
LME HRC Nord America (USD/ton)	1,000	970	940	970	865	12	14	-11
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	685	660	630	660	600	12	11	-9
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	470	470	475	470	470	6	2	0
LME REBAR (USD/ton)	555	555	550	555	555	0	1	0
LME SCRAP (USD/ton)	380	364	360	370	360	4	5	-3
COMEX LITIO (USD/kg)	17.0	16.0	15.0	16.5	14.0	74	79	-15
COMEX COBALTO (USD/lb)	25.0	24.0	23.0	24.5	22.5	7	49	-8
CBOT MAIS (USc/bu)	480	460	440	455	460	4	4	1
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	640	620	600	605	610	16	13	1
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,250	1,200	1,150	1,180	1,150	12	14	-3
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	71	69	67	68	66	4	4	-3
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	465	470	475	458	480	5	-5	5
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	16.0	16.5	17.0	16.1	17.0	3	-5	6
MDE-OLIO DI PALMA (MYR/mt)	4,300	4,300	4,250	4,263	4,300	12	-1	1
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	360	375	380	359	380	-12	-2	6
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	3,950	3,995	4,000	3,956	3,850	-9	-15	-3
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	4,200	4,300	4,400	4,195	4,613	-48	-49	10
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	3,000	3,050	3,100	2,990	3,313	-46	-49	11
CBOT-RISO (USD/mt)	11.5	11.8	12.0	11.5	12.5	14	-6	8
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	330	335	330	326	330	10	12	1
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	68	70	66	65.8	57.0	36	34	-13

Fonte: stime Intesa Sanpaolo, dati storici Bloomberg

Petrolio: shock transitorio o persistente?

Esiste una buona capacità di compensazione nel mercato mondiale del greggio, e sarà probabilmente sufficiente a scongiurare un deficit se il blocco dello Stretto di Hormuz durerà meno di tre mesi. Tuttavia, non basterà a frenare il rialzo dei prezzi: l'incertezza e la gravità del quadro geopolitico potrebbero spingere il Brent verso nuovi record in area 150 dollari.

Circa i tre quarti della domanda globale di petrolio sono soddisfatti da idrocarburi spostati via mare. Fra le varie rotte di transito, **lo Stretto di Hormuz è il choke point più importante al mondo**: sino a poche settimane fa, in media 20 milioni di barili al giorno (mb/g), poco meno del 20% del consumo mondiale, transitavano da un ristrettissimo corridoio di traffico, composto da due sole corsie larghe appena due miglia nautiche (circa 3.7 km l'una) e da una zona cuscinetto (anch'essa di 2 miglia).

Il blocco inatteso e senza precedenti dello Stretto ha quindi creato **un immediato crollo dell'offerta**: non solo si sono interrotte le consegne di carichi di petrolio e gas, ma importanti impianti produttivi in Qatar, Kuwait e Iraq hanno dovuto bloccare l'operatività. Inizialmente, la sospensione delle attività è stata giustificata dal rapido esaurimento della capacità di stoccaggio (sia a terra - on land - che in mare - floating storage) e da motivi precauzionali, visto che sin dai primi giorni del conflitto l'Iran ha volontariamente preso di mira infrastrutture energetiche e logistiche nei paesi del Golfo e in Turchia (incluso l'oleodotto Baku-Ceyhan da cui Israele importa oltre il 30% del greggio). Col passare dei giorni, e con l'intensificarsi dei lanci di missili e droni, **molte strutture hanno riportato danni di cui si sta ancora valutando l'entità**. Il bilancio provvisorio suggerisce che i lavori di ricostruzione o riparazione più ingenti riguarderanno gli **impianti di liquefazione di GNL** in Iran nel giacimento South Pars e in Qatar a Ras Laffan. Relativamente a quest'ultimo, le prime stime di QatarEnergy suggerivano che saranno necessari dai tre ai cinque anni per ripristinare i volumi persi, pari a circa il 17% delle esportazioni di GNL del Qatar, mentre Shell indicava un orizzonte più breve.

Per quanto riguarda greggio e derivati, molte **raffinerie e depositi** nei paesi del Golfo e in Iran hanno riportato danni ingenti, e i tempi di recupero stimati variano da qualche settimana a vari mesi. Invece, al momento non sono stati ancora annunciati danni significativi a **pozzi di petrolio o giacimenti**, il che suggerisce che il ritorno a pieno regime della produzione di greggio al termine delle ostilità potrebbe essere abbastanza rapido - uno o due mesi - in tutti i paesi del Golfo, Iran escluso.

È quindi probabile che **una volta riaperto Hormuz, i mercati dei prodotti raffinati resteranno più tesi rispetto a quelli del greggio, sostenendo ampi margini di raffinazione**.

Anche le **infrastrutture logistiche**, inclusi **porti e oleodotti**, sono state interessate dagli attacchi, fortunatamente senza riportare danni gravi, sinora. Tuttavia, l'Oman ha ordinato di evacuare il terminal petrolifero di Mina Al Fahal e si sono registrate rapide alterazioni delle rotte commerciali Asia-Europa, con molti armatori che hanno ritenuto preferibile circumnavigare il Capo di Buona Speranza piuttosto che avvicinarsi alle coste della Penisola Arabica. **Queste distorsioni dei flussi dureranno vari mesi dopo il termine del conflitto, portando a un prolungato incremento dei tempi e dei costi di trasporto**.

Fortunatamente, nei decenni scorsi Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti hanno investito in oleodotti che permettessero di aggirare lo Stretto di Hormuz: a pieno regime, la **East-West Pipeline**, o Petrolina, potrebbe trasportare circa 7 mb/g dal giacimento saudita di Abqaiq vicino alla costa del Golfo Persico sino al terminale di Yanbu sul Mar Rosso; la **Abu Dhabi Crude Oil Pipeline** potrebbe trasportare circa 1.5 mb/g dal giacimento emiratino di Habshan sino al terminale di Fujairah sul Golfo di Oman. Purtroppo, sia il porto di Fujairah che di Yanbu sono stati

Il blocco dello Stretto di Hormuz e gli attacchi alle infrastrutture energetiche nel Golfo stanno causando un grave shock di offerta...

...più grave per i prodotti raffinati che per il greggio

più volte presi di mira da missili e droni iraniani, ed è quindi **incerto se i due oleodotti potranno veramente operare a pieno regime.**

È chiaro che per i mercati fisici e finanziari il nodo cruciale è quanto a lungo durerà il conflitto, e quindi il blocco di Hormuz: **lo shock energetico dipenderà dalla durata e dalla severità delle distorsioni dei flussi logistici nonché dall'entità dei danni riportati dalle infrastrutture nell'area.**

Secondo le nostre stime, **la perdita dei volumi del Golfo Persico è gestibile per periodi limitati: se si verificassero sino a tre mesi di blocco dei flussi il mercato mondiale del greggio non registrerebbe un deficit su base annua, ma sarebbe circa in equilibrio** perché l'ammancio della prima metà del 2026 sarebbe compensato da un rapido rimbalzo dell'offerta mondiale nella seconda metà dell'anno.

Fortunatamente, il conflitto è iniziato in una fase caratterizzata da un eccezionale surplus sul mercato del greggio. Non solo: tutti i principali analisti si attendevano un'ulteriore espansione dell'eccesso di offerta grazie al previsto aumento di produzione non-OPEC. Le **scorte commerciali, strategiche** (in Asia e soprattutto in Cina), **e di emergenza**, come quelle gestite dall'International Energy Agency (IEA), erano quindi molto elevate. Di conseguenza, in aggiunta al record di 400 miliardi di barili prontamente stanziati dall'IEA, c'è ancora ampio spazio per rilasciare ulteriori quote di riserve, se necessario. Riteniamo che nel 2° trimestre le scorte commerciali potranno compensare circa 2,0 mb/g di ammanco dal Medio Oriente, e le riserve di emergenza sino a 2,2 mb/g, ma il ritmo di rilascio potrebbe essere ampliato sino a 4,0 mb/g se il blocco dello Stretto di Hormuz superasse le tempistiche attese.

È inoltre probabile che si registreranno incrementi di produzione superiori a quanto ipotizzato a fine 2025 in **Venezuela** (almeno +1 mb/g nei prossimi 12 mesi), **Stati Uniti e altri paesi non-OPEC** (+0.8 mb/g). La **Russia** potrebbe registrare un incremento di circa 1 mb/g di esportazioni se si allentassero le sanzioni internazionali.

Infine, gli **oleodotti** sauditi ed emiratini nella Penisola Arabica e quelli irakeni verso Turchia e Mar Mediterraneo potrebbero trasportare sino a 7 mb/g aggiuntivi, evitando il transito via Hormuz. Ovviamente se queste infrastrutture non saranno danneggiate dagli attacchi iraniani.

È comunque importante sottolineare che **esiste una buona capacità di compensazione nel mercato mondiale del greggio. Se il blocco di Hormuz non si protrarrà oltre metà maggio, il rialzo dei costi energetici sarà transitorio, e probabilmente sarà completamente riassorbito in pochi mesi. Quindi, gli impatti negativi su crescita ed inflazione saranno limitati.**

Se invece il blocco si protrarrà più a lungo, ad esempio **sino a fine agosto**, e se i danni alle infrastrutture energetiche saranno più gravi, **non sarà possibile compensare pienamente** lo shock di offerta, col mercato mondiale del greggio che passerebbe in deficit già nel 2° trimestre 2026. **Il rialzo dei costi energetici sarà percepito come permanente e probabilmente non sarà completamente riassorbito prima del 3° trimestre 2027. Quindi, gli impatti negativi su crescita ed inflazione saranno più rilevanti.**

Al momento, il nostro scenario di base ipotizza **un blocco quasi totale di Hormuz sino a metà maggio.** L'incertezza e la gravità del quadro geopolitico spingerebbero il **Brent verso nuovi record in area 150 dollari.** I prezzi medi si manterrebbero eccezionalmente elevati nel **2° trimestre**, vicini ai **125 dollari.** Tuttavia, una volta ripresi i flussi e avviate le riparazioni, le quotazioni del greggio diminuirebbero velocemente sino a tornare **ai livelli pre-guerra entro fine anno. La media 2026 si attesterebbe attorno ai 90 dollari, mentre quella 2027 è confermata vicino ai 65 dollari.**

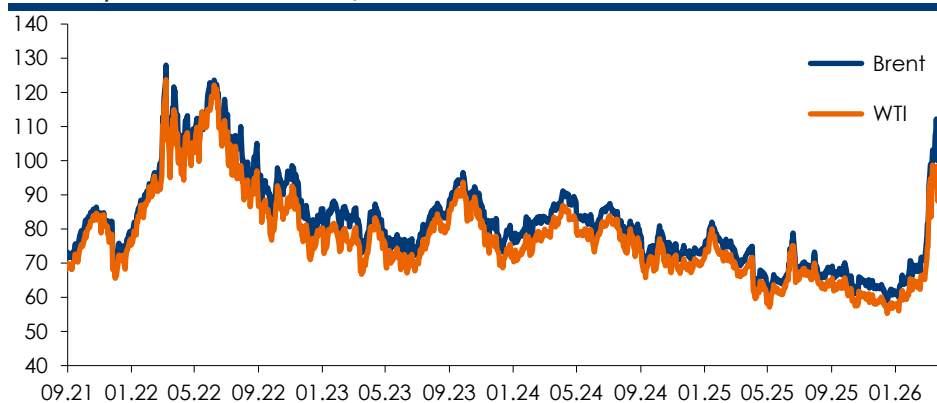
Il mercato del greggio può sopportare sino a tre mesi di stop da Hormuz senza registrare deficit su media annua

La durata del blocco di Hormuz influenzerà la percezione dello shock: transitorio o persistente?

Diverso è il discorso per i prodotti raffinati, soprattutto jet fuel e middle distillates: come spiegato in precedenza, per questi carburanti il rientro dei prezzi sarà molto più lento e potrebbe essere solo parziale se la Cina manterrà i limiti alle esportazioni, se le sanzioni contro la Russia non saranno significativamente allentate e se l'Ucraina continuerà a colpire raffinerie russe. Probabilmente ancora per vari mesi dopo il termine delle ostilità **i margini di raffinazione resteranno elevati e gli spread fra benchmark regionali si manterranno ben più ampi rispetto alla media pre-crisi**, in particolar modo Dubai vs. Brent, e in minor misura Brent vs. WTI.

Diverso è il discorso per i prodotti raffinati: gli impatti negativi saranno più persistenti

Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



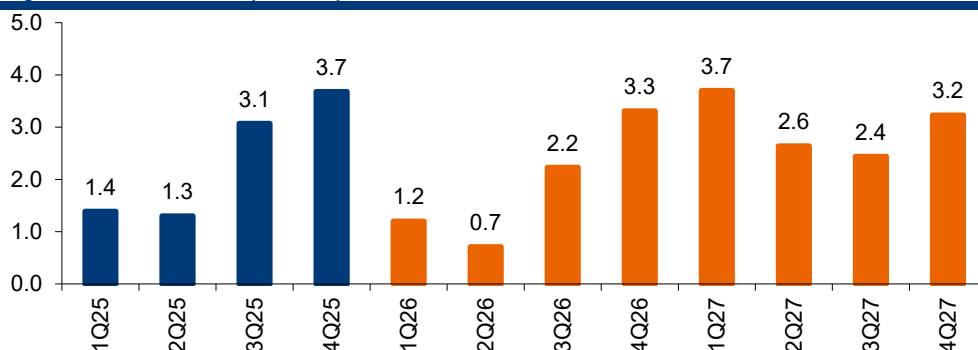
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di domanda e offerta, Short-Term Energy Outlook, U.S. Energy Information Administration: nonostante la revisione peggiorativa implementata nei primi giorni di guerra, l'agenzia si aspetta ancora un mercato in ampio surplus nel 2026

Marzo 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	103.9	72.5	13.6	5.8	28.0	25.6	2.4
2025	105.2	73.7	13.6	6.0	27.4	25.5	1.9
Variazione a/a	1.2	1.2	0.0	0.2	-0.6	-0.1	
2026	106.6	75.0	13.8	6.2	28.5	25.5	3.0
Variazione a/a	1.4	1.3	0.2	0.2	1.1	0.0	

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: l'ampia revisione negativa delle stime di surplus è soprattutto evidente nel 2° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Mercati energetici: un déjà vu

Ancora una volta, un grave conflitto ha bloccato le spedizioni di gas da un importante produttore. E, come quattro anni fa, i prezzi energetici hanno registrato rialzi ben più ampi in Europa che in Asia. Perché?

La buona notizia è che gran parte del commercio mondiale di gas naturale avviene via gasdotto: **la quota di GNL sul consumo mondiale di gas è appena del 30%**.

Di questi volumi trasportati via mare, circa un 20% (quindi approssimativamente il 6% della domanda mondiale di gas), transita da Hormuz e proviene principalmente dal Qatar. Si tratta di una quota sul mercato globale molto inferiore rispetto al petrolio.

Passiamo ora alle cattive notizie. A differenza degli idrocarburi liquidi, che possono essere più facilmente immagazzinati e conservati per periodi prolungati, la capacità di stoccaggio del gas è generalmente limitata perché si tratta di un'attività ben più costosa (a causa della necessità di mantenere pressioni elevate e basse temperature per limitare l'inevitabile evaporazione) e potenzialmente pericolosa (essendo i gas più facilmente infiammabili ed esplosivi). Un secondo fattore da considerare è che parte degli idrocarburi liquidi può essere trasportata al di fuori del Golfo Persico via oleodotti che arrivano in porti sul Mar Rosso (Yanbu) o sull'Oceano Indiano (Fujairah), mentre non esistono gasdotti che oltrepassino Hormuz. Quindi, non c'è nessuna possibilità di spostare il gas naturale dal Golfo, se lo stretto è impraticabile, e la produzione deve essere necessariamente interrotta.

Di solito, i tempi di riavvio di un giacimento di gas sono più lunghi rispetto ad un pozzo petrolifero convenzionale, e possono estendersi sino ad un mese.

In questa nuova crisi, l'Europa è particolarmente mal posizionata. Dal 2022, il vecchio continente ha efficacemente ridotto le importazioni via gasdotto dalla Russia, ma ha aumentato le importazioni di GNL. Se prima del 2022 dipendevamo per circa il 40% dai flussi russi, oggi **dipendiamo per oltre il 45% dai carichi di GNL**: circa il 27% arriva dagli USA, il 7% dalla Russia, e il 10% da altri paesi. Il Qatar pesa in media il 4%.

Sulla carta, non sembrerebbe troppo difficile per l'Europa sopperire alla mancanza dei flussi qatarini tramite un incremento delle importazioni da altri fornitori, che venga accompagnato da una marginale riduzione dei consumi.

Purtroppo, il problema è ben più complesso: uno stop da Hormuz rende tesi tutti i mercati mondiali del GNL, ed in particolare quelli dell'Asia, verso cui i flussi in uscita da Hormuz sono per la stragrande maggioranza destinati (per oltre l'85%). **L'Europa deve quindi subire sia prezzi più elevati, dato lo shock globale di offerta, sia una maggior concorrenza internazionale** per i carichi di GNL.

Un rialzo dei prezzi energetici ha un maggior impatto sulle economie europee che su quelle asiatiche perché la dipendenza dalle importazioni di gas è mediamente superiore. I paesi del Nord Asia beneficiano di mix di generazione più bilanciati grazie a un maggior utilizzo del nucleare (Giappone), del carbone e delle rinnovabili (Cina) rispetto all'Europa.

Ciò spiega perché il **premio del TTF** (benchmark del gas naturale europeo) **sul JKM** (riferimento per il GNL in Nord Asia) è esploso nei primi giorni di conflitto: pur ricevendo relativamente pochi flussi dal Qatar, il vecchio continente è estremamente dipendente dal GNL, e gli operatori sono quindi disposti a pagare un premio pur di ricevere le consegne.

A peggiorare lo scenario, contribuisce il fatto che ancora **una buona parte delle spedizioni** di GNL verso l'Europa **non è vincolata da contratti a lungo termine, ma è regolata su base spot**, e quindi caratterizzata da maggiore incertezza sia sui prezzi sia sulle consegne. L'arrivo delle metaniere non è garantito perché queste potrebbero essere dirottate con poco preavviso verso altre regioni sulla base della convenienza economica del venditore.

I rischi di un prolungato stop delle forniture mediorientali sono particolarmente seri per l'Europa a causa della dipendenza dalle importazioni di GNL...

La scarsità, alimentata dai rischi geopolitici, si riflette correttamente sui mercati finanziari in una **curva forward in backwardation**: i prezzi per il breve termine, ad esempio in primavera/estate, sono molto superiori a quelli di lungo termine, ad esempio in inverno. Ciò significa che con l'attuale inclinazione della curva non è conveniente riaccumulare scorte di gas per il prossimo inverno, a meno che non intervengano nuovamente i governi fornendo sussidi o incentivi.

Come nel 2022, la sicurezza energetica europea potrebbe essere messa nuovamente a repentaglio da problemi di approvvigionamento perché, come quattro anni fa, **le scorte di gas sono eccezionalmente basse**. Nell'estate 2025 i depositi non sono stati riempiti a sufficienza perché ritenuto non economicamente conveniente da alcuni operatori, soprattutto tedeschi e olandesi, e nell'inverno 2025/26 si sono svuotati più velocemente della media a causa di temperature più rigide che hanno spinto al rialzo i consumi e a causa di alcuni problemi di generazione da nucleare in Francia, che ha portato ad un maggiore ricorso al gas per la produzione di elettricità. Secondo i dati di Gas Infrastructure Europe (GIE), al 22 marzo le **scorte europee** erano vicine al 28,5% della capacità totale, **inferiori alla media stagionale** quinquennale del 41,2%. Si tratta di un livello ben al di sotto del record registrato nel 2024 (59,3%) e nel 2023 (55,8%). **Solo nel 2022 i depositi erano marginalmente più vuoti**, con un riempimento pari solo al 25,5% nel medesimo periodo dell'anno.

Purtroppo, **la situazione potrebbe diventare ben più critica se l'Unione Europea decidesse di eliminare il gas russo dal proprio sistema energetico ancor più rapidamente di quanto inizialmente previsto**. Il Cremlino ha dichiarato che in tal caso non esiterebbe a interrompere immediatamente le spedizioni di GNL, causando un ulteriore ammanco pari a circa il 7% delle importazioni europee di gas dell'ultimo trimestre.

Insomma, il nervosismo del mercato è pienamente giustificato e non è facile fare previsioni perché **i prezzi energetici saranno determinati dalla futura evoluzione delle tensioni in Medio Oriente e dalla effettiva disponibilità di gas e GNL**.

Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che i flussi dal Golfo Persico siano bloccati sino a metà maggio e che **la perdita di circa il 17% delle esportazioni di GNL dal Qatar non sarà recuperata in tempi brevi** a causa dei gravi danni riportati dalle infrastrutture di Ras Laffan dopo l'attacco iraniano del 19 marzo. Le esportazioni complessive di gas da Hormuz potrebbero tornare ai livelli di inizio 2026 solo verso la metà del 2027. Altri paesi aumenteranno le spedizioni per compensare la perdita dal Medio Oriente (e beneficiare di prezzi più elevati), ma ciò risulterà appena sufficiente per riportare il mercato mondiale in equilibrio verso fine anno.

Date queste ipotesi, il TTF potrebbe attestarsi vicino ad una media di 70 euro nel 2° e nel 3° trimestre. **Su base annua, il TTF passerebbe da una media di 36 euro nel 2025 a circa 59 euro nel 2026**. Confermiamo la previsione di un ampio calo nel 2027 verso una media di circa 32 euro come conseguenza dell'incremento dell'offerta mondiale di GNL trainata dagli investimenti negli Stati Uniti, in Australia e Malesia.

Ovviamente, sottolineiamo che **la volatilità resterà elevata**, data la vulnerabilità del sistema energetico europeo, e che **i rischi di prezzo sono sbilanciati al rialzo** nell'ipotesi di conflitto prolungato e/o di ulteriori gravi interruzioni dell'offerta.

Purtroppo, anche nello scenario più favorevole, con un conflitto di breve durata e limitate ripercussioni sugli approvvigionamenti nei mesi estivi, **i prezzi di gas ed energia in Europa resteranno ben superiori rispetto ad altre regioni**, sia a causa della pressante necessità di riaccumulare scorte di gas prima del prossimo inverno sia della strutturale dipendenza del continente dalle importazioni.

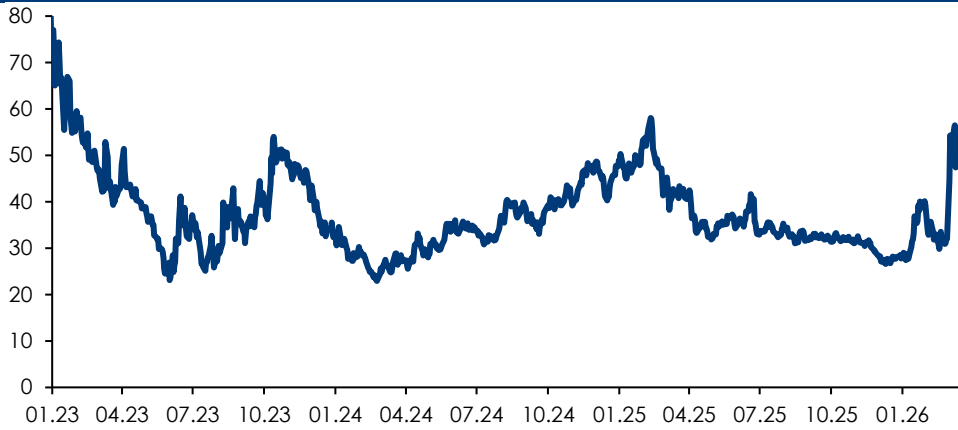
Il confronto con altre nazioni è impietoso. Gli Stati Uniti hanno raggiunto la piena autosufficienza energetica e sono anzi esportatori netti, con volumi di export pari a circa il 9% dei propri consumi. La Cina, pur essendo il primo importatore al mondo di materie prime energetiche e industriali, dipende dall'estero per appena il 20% dell'energia consumata ogni anno. Al contrario, in Europa

...e di scorte di gas ai minimi stagionali, come nel 2022

I danni ai terminali qatarini eserciteranno un impatto negativo sull'offerta mondiale ancora per molti mesi

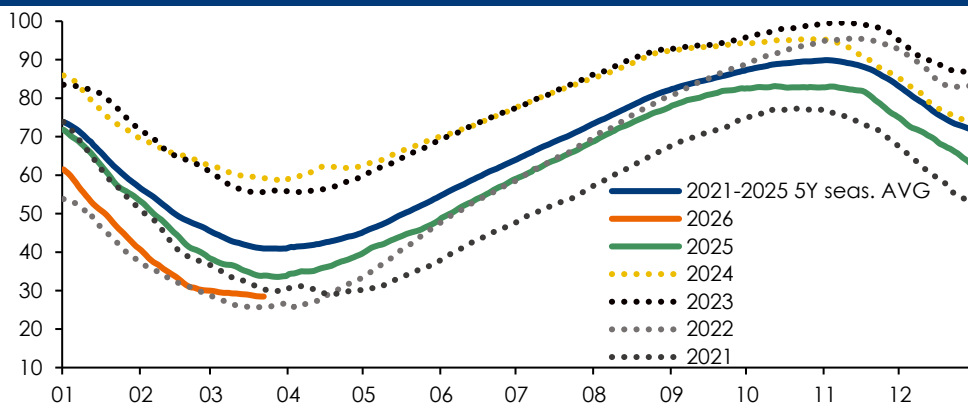
quasi il 57% della domanda di energia è soddisfatto dalle importazioni. L'Italia risulta fra i paesi più esposti alle incertezze del commercio internazionale, con una dipendenza dall'estero prossima al 74% dei consumi di energia. La Francia resta invece fra i paesi più resilienti grazie alla generazione da nucleare, ma resta comunque dipendente per oltre il 40% dalle importazioni.

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



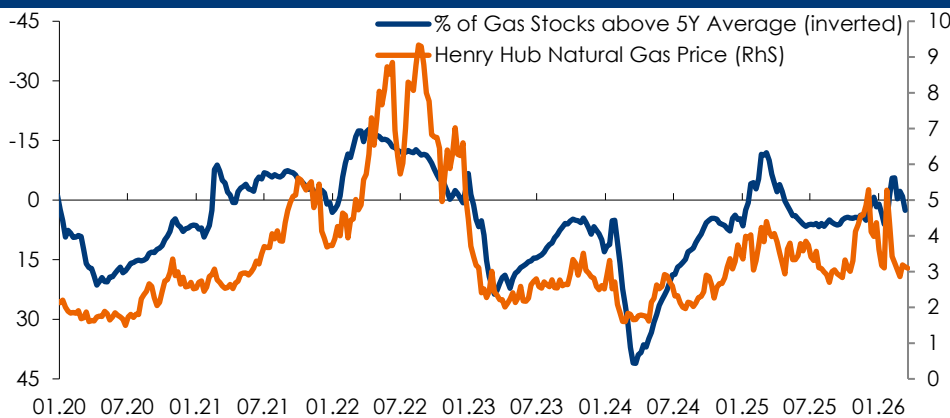
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: vittime del loro stesso successo

I movimenti speculativi degli ultimi trimestri hanno compromesso la capacità di oro e argento di esercitare efficacemente la funzione di beni rifugio, almeno nel breve periodo: la ricerca di liquidità ha gonfiato le vendite di entrambi i metalli nelle prime settimane del conflitto.

Il 29 gennaio, l'oro ha registrato un nuovo record storico a 5.595 dollari l'oncia, circa tre volte il livello di appena due anni e mezzo fa.

Le ragioni del rally sono ben note: incertezza macroeconomica e **imprevedibilità** delle politiche economiche, commerciali, finanziarie implementate dall'amministrazione Trump; ripetuti attacchi della Casa Bianca alla **Federal Reserve**, che hanno destato dubbi sulla possibile perdita di indipendenza di quest'ultima; **deficit** pubblici in espansione nei paesi occidentali e dubbi sulla efficacia della politica monetaria nel contenere l'inflazione e sostenere le valute, data l'incapacità (o impossibilità) dei governi di ridurre stabilmente l'indebitamento; concorrenza geo-strategica fra Stati Uniti e Cina, con quest'ultima che alimenta ogni embrionale spinta verso la **dedollarizzazione**; **rischi geopolitici** in Ucraina e Medio Oriente, minacce alla Groenlandia e rischi di disgregazione della NATO.

Da agosto 2025 in poi, tutte queste ragionevoli preoccupazioni si sono sommate a un cambiamento di atteggiamento della Federal Reserve, poiché a partire dal discorso di Jackson Hole l'attuale governatore Powell ha segnalato la possibilità di ulteriori tagli dei tassi d'interesse di riferimento.

Anche le voci sulla nomina del prossimo governatore della Fed, scelto da Trump, giustificavano l'aspettativa di un prossimo avvio di una politica monetaria statunitense più espansiva, che avrebbe potenzialmente indebolito il dollaro e favorito oro e argento, che non pagando cedole né dividendi tendono ad aumentare di valore nelle fasi di allentamento monetario e di incrementi di liquidità sui mercati.

Nei mesi autunnali e invernali, i mercati finanziari hanno poi amplificato le spinte rialziste grazie a ingenti flussi in acquisto su future, opzioni e prodotti basati sull'oro, alimentati da dinamiche ben note alla finanza comportamentale: **momentum trading e fear-of-missing-out (FOMO)**. In altre parole, gli investitori si sono affannati a inseguire un trend positivo per timore di non partecipare ai guadagni.

Per molti mesi, questo movimento rialzista ha effettivamente offerto remunerazioni eccezionali: i rendimenti di oro e argento sono stati fra i migliori registrati nel 2025 e nel gennaio 2026 fra tutte le asset class.

Il 29 gennaio, il metallo giallo ha subito **una prima battuta di arresto quando la Casa Bianca ha finalmente annunciato la nomina del nuovo chairman della Fed: Kevin Warsh**, generalmente apprezzato e rispettato sia a Washington che a Wall Street, molto esperto dei meccanismi che regolano la banca centrale statunitense e quindi percepito dal mercato come poco disposto ad assecondare acriticamente i desiderata del Presidente Trump.

Questa nomina apparentemente ben ponderata ha portato ad una rapida revisione delle aspettative di tagli dei tassi di interesse sui mercati finanziari, passate velocemente da quasi tre a poco più di uno nel 2026.

Una seconda, ben più prolungata, fase di rallentamento delle quotazioni dei preziosi è **scaturita dall'inasprimento delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente**, importante centro di domanda mondiale di metalli preziosi sia per investimento che in gioielleria. In quelle settimane, sui mercati

Un rally senza precedenti per oro e argento...

...prima frenato dalla nomina di Warsh...

...poi dalle tensioni in Medio Oriente culminate nella guerra in Iran

di oro e argento ha prevalso un atteggiamento attendista, in linea con quanto registrato nella guerra di dodici giorni fra Iran e Israele nel giugno 2025.

La vera doccia fredda è arrivata con l'inatteso attacco di Stati Uniti e Israele all'Iran, seguito dalle gravi ritorsioni del regime contro tutti i paesi limitrofi. La reazione immediata dei mercati alla notizia di una nuova guerra è stata un rialzo dell'energia e un calo dei preziosi spiegato dalla **ricerca di liquidità** di molti operatori finanziari. Infatti, l'inatteso rialzo di petrolio e gas ha incrementato l'entità dei versamenti richiesti per detenere questi contratti future (le cosiddette margin), e spinto una rapida copertura delle ingenti posizioni speculative nette corte sul comparto, volta ad evitare di amplificare le perdite.

Purtroppo, l'inasprimento del conflitto ha amplificato i flussi in vendita, avendo colpito due delle regioni con la più alta domanda di oro al mondo: il Medio Oriente e l'Asia. È evidente come **le economie mediorientali risentiranno a lungo dell'impatto negativo della guerra**. La propensione ai **consumi discrezionali**, gioielleria inclusa, subirà quindi una profonda correzione. Le **banche centrali** dei paesi del Golfo e della Turchia potrebbero rallentare i ritmi degli acquisti ed essere addirittura costrette a ridurre le riserve di oro difendere le valute da attacchi speculativi a fronte del peggioramento delle prospettive di crescita e delle dinamiche di spesa pubblica.

Tuttavia, anche Paesi asiatici, in particolare Cina e India, potrebbero subire revisioni al ribasso delle stime di crescita e al rialzo per l'inflazione a causa del duplice impatto derivante dal rincaro dei costi energetici e dal calo dei volumi di importazione di idrocarburi, in un contesto di preesistente incertezza generata dalle tensioni commerciali. **Molte ondate di vendita sui mercati finanziari si sono infatti registrate proprio durante le ore di contrattazione in Asia**, dove gli investitori hanno cercato rifugio nella liquidità, preferendo ridurre l'esposizione verso gli asset più facili da smobilitare, che hanno registrato rendimenti migliori della media nei trimestri precedenti.

In occidente, l'attrattiva dell'oro nei portafogli finanziari è stata scalfita dal rafforzamento del dollaro americano, dal rialzo dei rendimenti obbligazionari e dal timore che il prolungamento del conflitto, accompagnato dal rincaro dei prezzi energetici, possa alimentare l'inflazione e obbligare le banche centrali ad alzare i tassi di interesse.

Ironicamente, sembra che oro e argento siano stati vittime del loro stesso successo: i movimenti speculativi degli ultimi trimestri hanno compromesso la loro capacità di esercitare efficacemente la funzione di beni rifugio, almeno nel breve periodo.

Nel nostro scenario di base, caratterizzato da un conflitto relativamente breve e da una successiva normalizzazione dei prezzi energetici, **l'oro potrebbe scambiare attorno a una media di circa 4.390 dollari nel 2026 e 4.200 dollari nel 2027**, vs. circa 3.440 dollari registrati nel 2025. Riteniamo che possa proseguire la contrazione della domanda mondiale dalla gioielleria, e che gli acquisti da parte delle banche centrali rallenteranno ulteriormente, dopo il -20% a/a registrato nel 2025. Anche i consumi del comparto tecnologico diminuiranno, mentre continuerà a crescere l'offerta mondiale, sia primaria (da estrazione mineraria) che secondaria (da oro recuperato). La domanda per investimento, e soprattutto la componente legata agli ETF sarà molto volatile, ma è probabile che almeno nel 2° trimestre prevarranno i flussi in vendita.

Data la maggiore volatilità e la precedente sovra performance, l'**argento** dovrebbe ora perdere terreno più velocemente dell'oro. Prevediamo un prezzo medio di **circa 60 dollari nel 2026 e 49 dollari nel 2027**, vs. 40 dollari nel 2025.

Platino e palladio sono meglio posizionati per mantenere buona parte dei guadagni consolidati nel 2025, sostenuti dai **processi di sostituzione in gioielleria** (dove parte della domanda si sta spostando dal più costoso oro verso il ben più economico platino) **e nel settore automotive** (dove

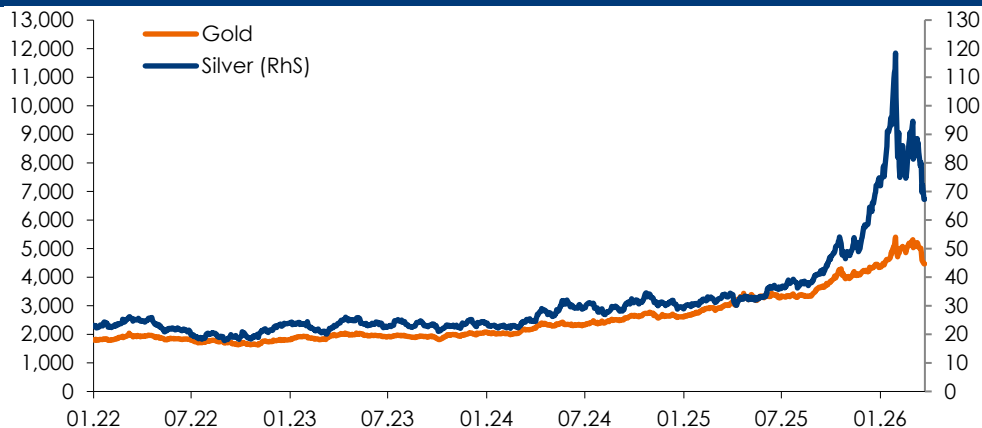
Le vendite sono state spinte dalla ricerca di liquidità...

...e dal deterioramento delle prospettive economiche nei paesi mediorientali e asiatici, grandi compratori d'oro

La speculazione sui preziosi ha compromesso la loro funzione di bene rifugio

il più conveniente palladio è preferito al platino). Il platino potrebbe quindi scambiare quest'anno ad un prezzo medio di circa 2.025 dollari, il palladio di 1.410 dollari.

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



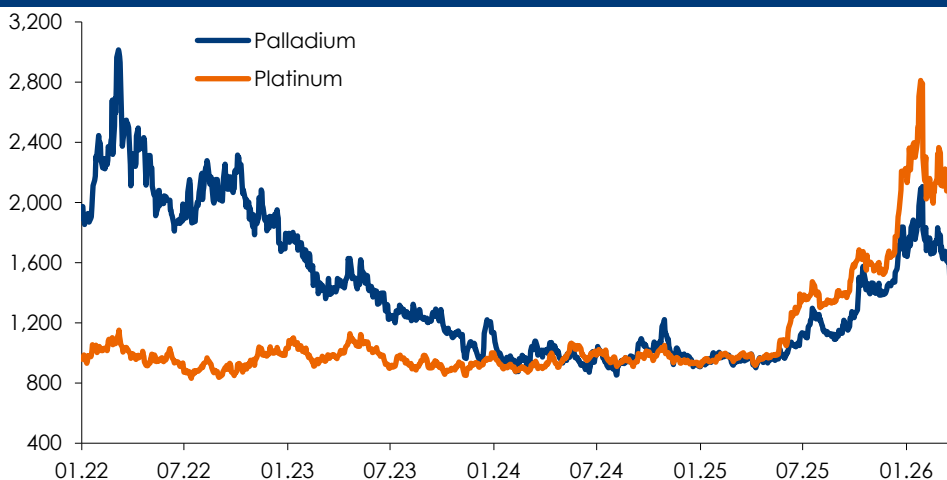
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime del World Gold Council, in tonnellate

	2024	% sul totale	2025	% sul totale	Crescita a/a %
Domanda totale di oro, in tonnellate	4,631		4,999		8
Consumo in gioielleria	1,887	41	1,542	31	-18
Scorte in gioielleria	140	3	96	2	-31
Lingotti e monete	1,188	26	1,374	27	16
ETF	-3	0	801	16	---
Banche centrali	1,092	24	863	17	-21
Tecnologia	326	7	323	6	-1
Offerta totale di oro, in tonnellate	4,962		5,002		1
Produzione mineraria	3,650.4	74	3,672	73	1
Hedging netto dei produttori	-53.8	-1	-74	-1	37
Riciclo	1,365.3	28	1,404	28	3

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: incertezze sull'offerta (e la domanda)

Riteniamo probabile che nei prossimi mesi possano prevalere pressioni al ribasso sui prezzi di molti metalli industriali, perché il previsto rallentamento della domanda mondiale potrebbe predominare sui temporanei timori di scarsità di offerta legata alla guerra in Medio Oriente.

La guerra in Medio Oriente ha creato profonde distorsioni anche su domanda e offerta di metalli industriali e prodotti siderurgici.

Innanzitutto, le **difficoltà di transito** nello stretto di Hormuz e il conseguente **incremento dei noli** marittimi minacciano gravemente l'approvvigionamento europeo e asiatico di alluminio, stagno e acciaio dai Paesi del Golfo, che hanno visto aumentare la propria quota di mercato dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e l'introduzione delle sanzioni occidentali contro la Russia. Indirettamente, anche il blocco delle spedizioni di zolfo verso l'Indonesia potrebbe frenare la produzione e le esportazioni di nickel dal primo produttore al mondo. Fra questi metalli, **l'alluminio ha registrato i rialzi più forti per il peso dei Paesi del Golfo sull'offerta mondiale** (circa 8%). In Qatar, il produttore di alluminio Qatalum ha ridotto la sua capacità produttiva al 60%, procedendo allo spegnimento di alcune linee di fusione a causa di una temporanea sospensione delle forniture di gas. In Bahrain, Aluminium Bahrain (Alba), il più grande impianto di fusione al mondo, ha annunciato il taglio di circa il 20% della sua capacità produttiva a causa delle difficoltà di approvvigionamento di energia e input produttivi come l'allumina, solitamente importata dall'Asia o dall'America Latina.

A complicare il quadro, si aggiungono le aspettative che l'aumento dei prezzi energetici possa portare a **maggiori costi di produzione mondiali**, soprattutto per le industrie energivore della filiera siderurgica e dei metalli non ferrosi. È ancora fresco nella memoria il taglio dell'offerta europea di zinco e alluminio nella precedente crisi energetica del 2022, quando gli alti prezzi del gas resero di fatto antieconomico continuare a raffinare metalli nel Vecchio Continente, aggravando il deficit sul mercato mondiale.

A questa situazione si somma poi la **prospettiva di possibili revisioni al ribasso delle stime di domanda mondiale**. Infatti, parte degli ambiziosi investimenti in intelligenza artificiale e datacenter potrebbe essere posticipata a causa del rialzo di gas ed elettricità, ma anche delle meno favorevoli condizioni di finanziamento, se un conflitto prolungato spingerà le banche centrali ad aumentare nuovamente i tassi di interesse. Inoltre, le monarchie del Golfo erano fra i più entusiastici promotori degli investimenti in transizione energetica e digitalizzazione. È possibile che questa guerra porterà ad una importante revisione nelle priorità di spesa pubblica.

Nel nostro scenario di base, **nei trimestri centrali dell'anno potrebbero prevalere pressioni al ribasso sui prezzi di molti metalli industriali**, perché il previsto rallentamento della domanda mondiale potrebbe predominare sui temporanei timori di scarsità di offerta legata alle tensioni nello stretto di Hormuz.

Fra tutti i metalli, nel breve periodo siamo più negativi sul rame, complici gli elevati livelli di scorte mondiali, gonfiate dalla minaccia di una possibile introduzione di tariffe statunitensi. Per il contratto future a tre mesi sul rame raffinato scambiato sull'LME, prevediamo un prezzo medio di circa 10.500 dollari nel 2° trimestre ma un recupero verso 12.000 dollari nel 4° trimestre del 2026. Le stime di prezzo medio sono di 11.575 dollari nel 2026, e 13.000 dollari nel 2027, ipotizzando che il conflitto in Iran si concluda in pochi mesi.

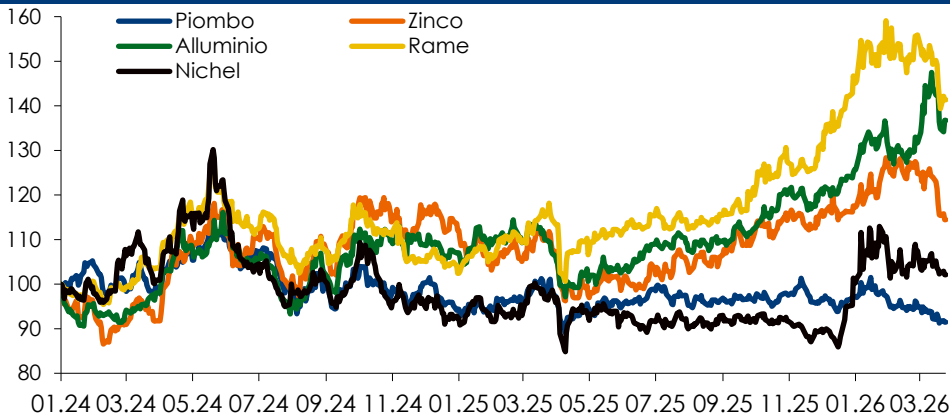
Riteniamo che l'**alluminio** sia meglio supportato dai problemi all'offerta, e stimiamo un prezzo medio di circa 3.075 dollari nel 2026 e 3.375 dollari nel 2027 per il contratto future LME a tre mesi. Per il contratto LME sullo **zinco** prevediamo un prezzo medio di circa 2.990 dollari nel 2026 e 3.213 dollari nel 2027, mentre il **nickel** potrebbe scambiare sul LME ad un prezzo medio di circa 16.275 dollari nel 2026 e 16.125 dollari nel 2027.

L'offerta dal Medio Oriente è stata rivista al ribasso...

...ma potrebbero arrivare presto revisioni negative anche per la produzione europea...

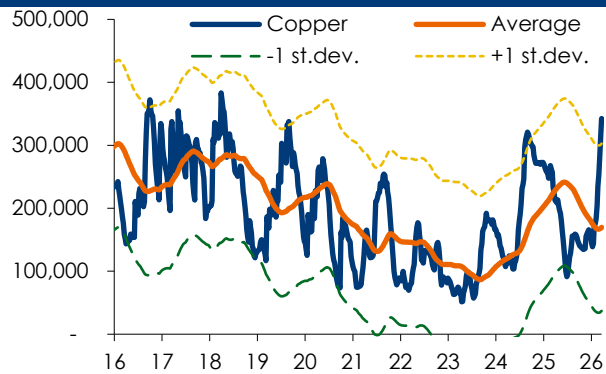
...e per la domanda mondiale, dato il probabile rallentamento degli investimenti in settori altamente energivori

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



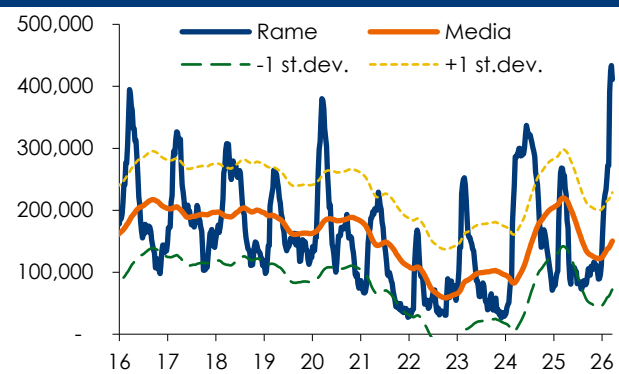
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte al London Metal Exchange



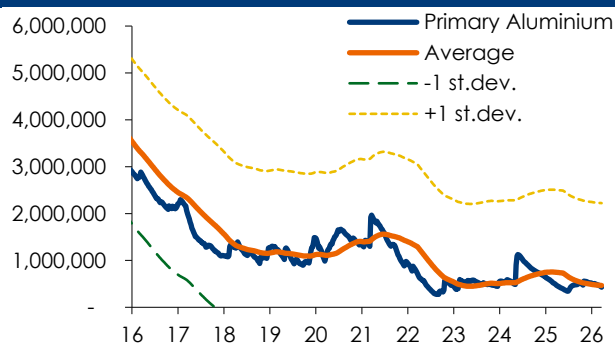
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte allo Shanghai Futures Exchange



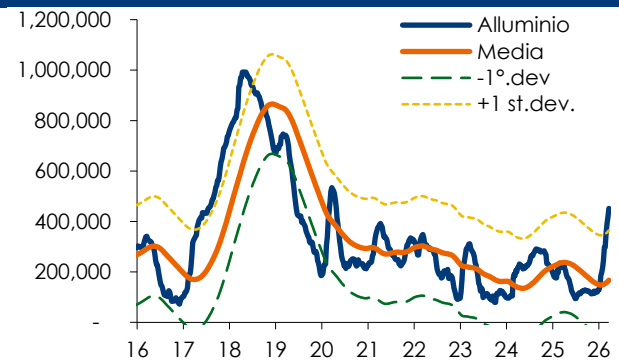
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte al London Metal Exchange



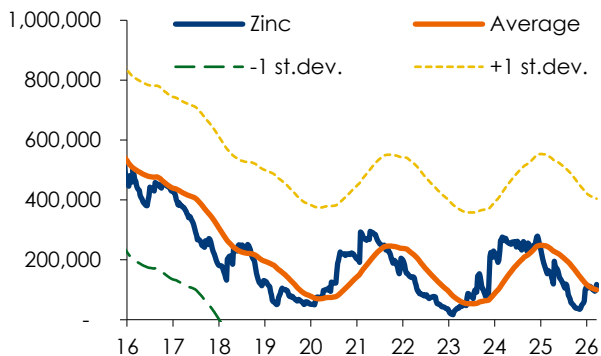
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte allo Shanghai Futures Exchange



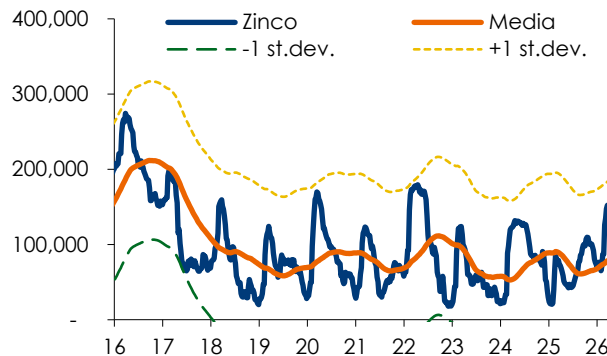
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte al London Metal Exchange



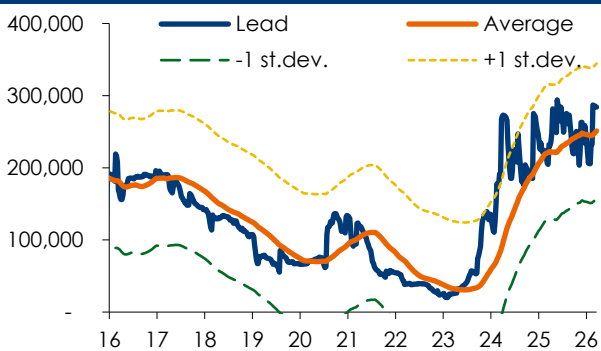
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte allo Shanghai Futures Exchange



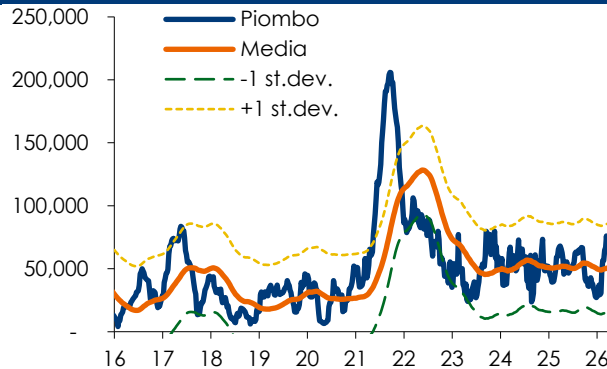
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte al London Metal Exchange



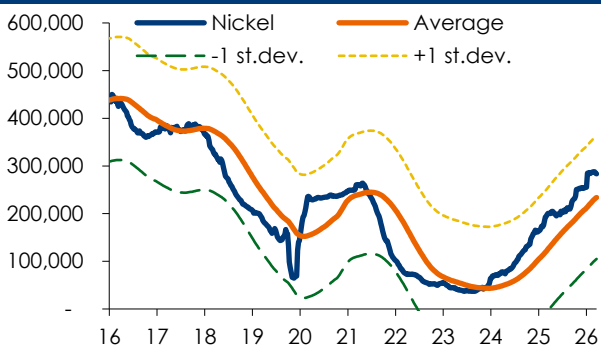
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte allo Shanghai Futures Exchange



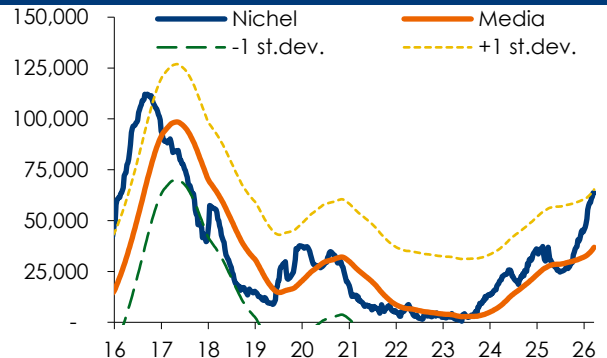
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



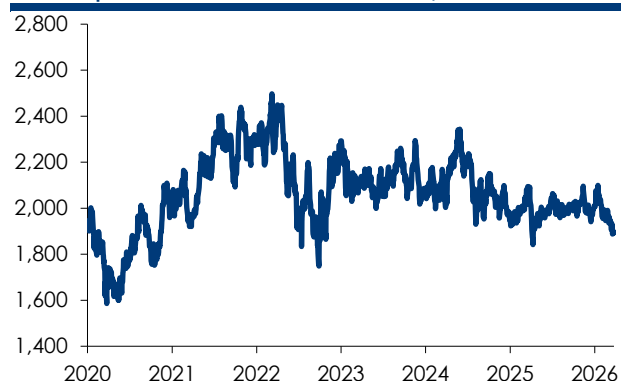
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



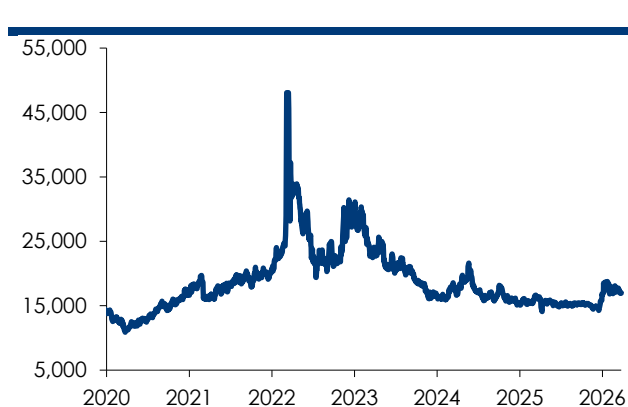
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



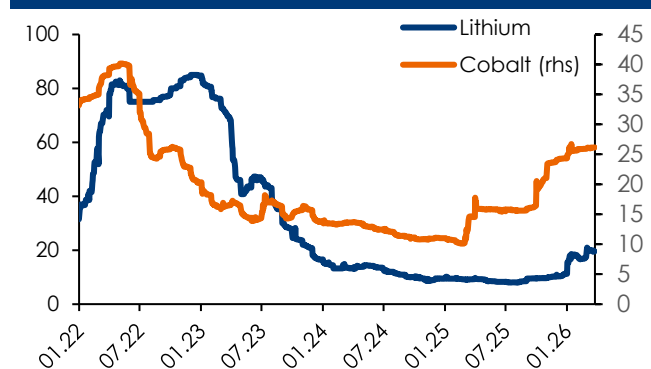
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



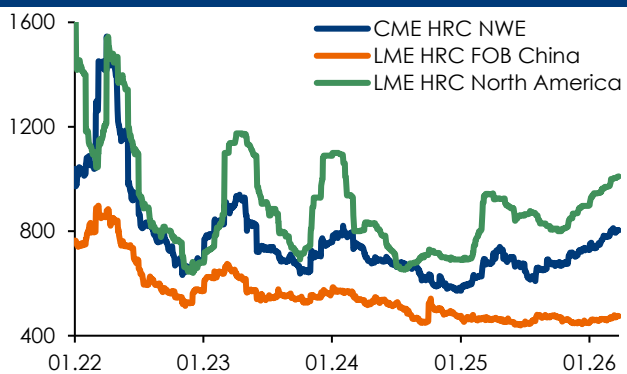
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



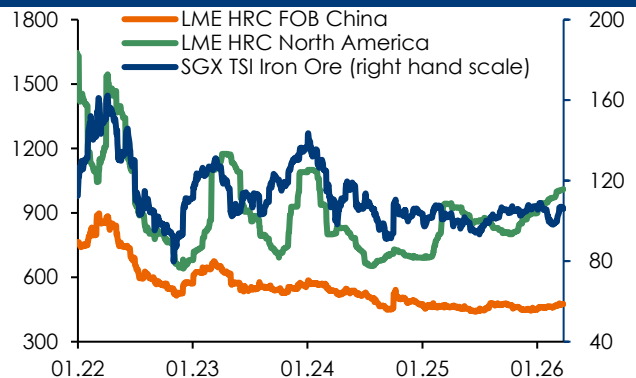
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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: impatti ritardati dal conflitto

I prezzi delle merci agricole potrebbero aumentare ulteriormente, spinti dalle difficoltà logistiche, dai rialzi energetici e dall'ammancio di input chiave nei processi produttivi, come urea, fertilizzanti e prodotti fitosanitari.

La chiusura dello stretto di Hormuz, causata dallo scoppio del conflitto in Medio Oriente, rischia di impattare negativamente sull'agricoltura mondiale a causa del **probabile rincaro di fertilizzanti, pesticidi, prodotti fitosanitari, carburanti per i macchinari agricoli e il trasporto, ma anche energia elettrica, necessaria a garantire la catena del freddo.**

Sin dai primi giorni del conflitto, una delle principali preoccupazioni è stata la perdita di volumi pari a circa un terzo del **commercio globale di urea**, il composto chimico a base di azoto utilizzato nella maggior parte dei **fertilizzanti**. Col passare del tempo ci si è resi conto che i problemi per il comparto agricolo sono ben più numerosi e complessi sia a causa della molteplicità di input ai processi produttivi che transitavano dal Golfo Persico, sia per **l'allungamento dei tempi e dei costi di trasporto fra Asia ed Europa**. Infatti, molte compagnie di navigazione hanno deciso a scopo precauzionale di evitare di avvicinarsi alle coste della Penisola Arabica e quindi sono costrette a doppiare il Capo di Buona Speranza.

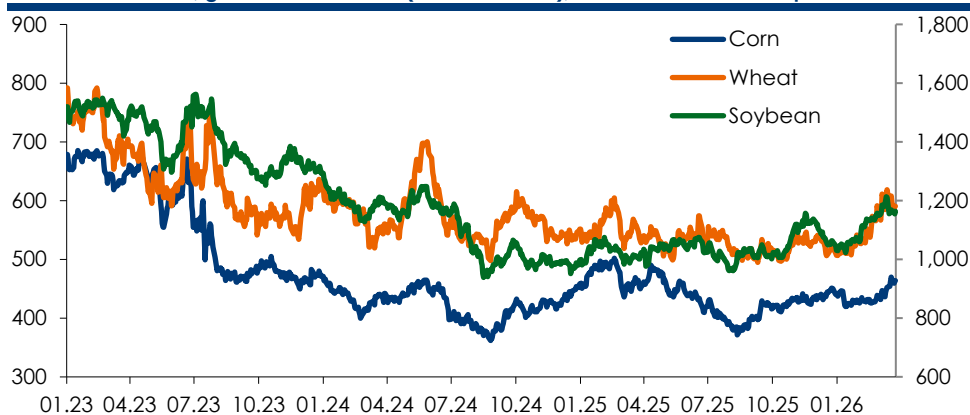
In queste prime settimane di conflitto, gran parte delle merci agricole ha registrato rincari. Le quotazioni di **cotone e zucchero** sono aumentate sulla scia di quelle del petrolio. Infatti, le fibre naturali risentono direttamente del costo relativo delle fibre sintetiche, e quindi tendono ad aumentare di valore quando diventano più cari i filamenti derivati da idrocarburi. In Brasile, la canna da zucchero è coltivata sia per usi alimentari, attraverso i processi di raffinazione che portano ad ottenere zucchero bianco, grezzo o melassa, sia per la produzione di etanolo, un carburante miscelato con la benzina.

Il rialzo dei prezzi appare evidente anche sui **cereali**, complice la stagionalità positiva nella domanda di fertilizzanti e carburanti, mentre alcuni coloniali come **cacao e caffè** hanno interrotto la dinamica ribassista ma non ancora registrato una chiara inversione di tendenza.

Nel nostro scenario di base, **rimaniamo positivi sul comparto agricolo, ed in particolar modo sullo zucchero e sui cereali**. Infatti, i rincari dei costi di produzione dovrebbero contribuire a supportare le quotazioni a fronte di un incremento strutturale della domanda mondiale, complici la crescita demografica e il conseguente aumento dei consumi per alimentazione umana, mangimi animali e usi industriali.

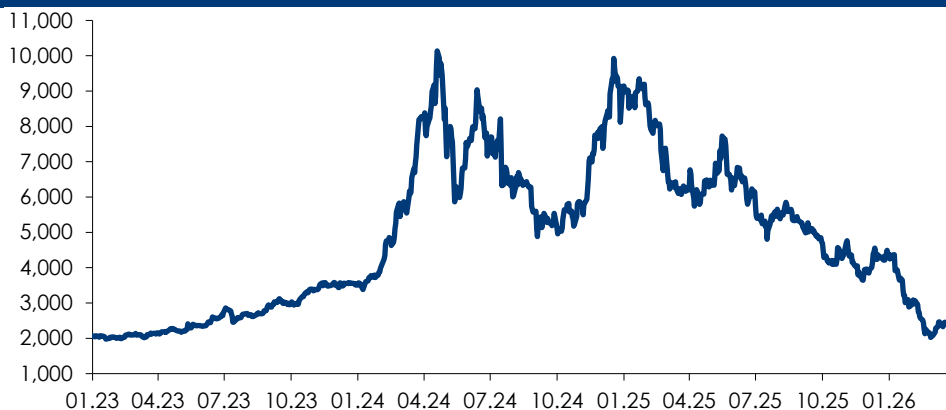
Il transitorio aumento dei costi di produzione e la strutturale crescita della domanda sostengono i prezzi degli agricoli

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



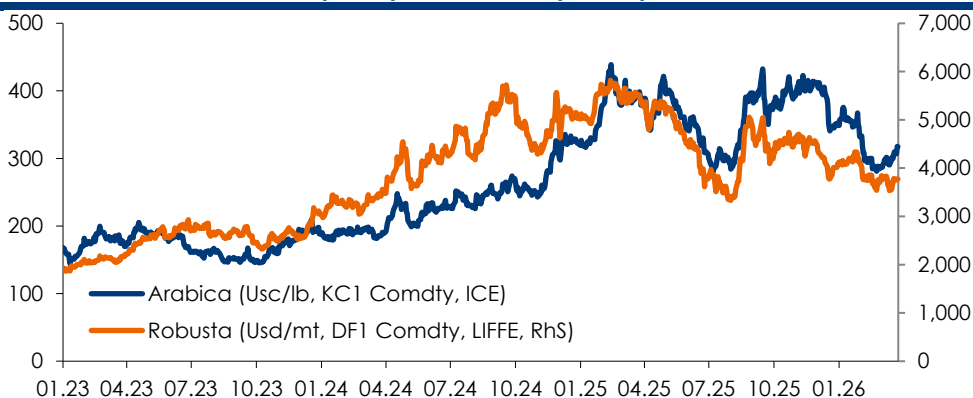
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



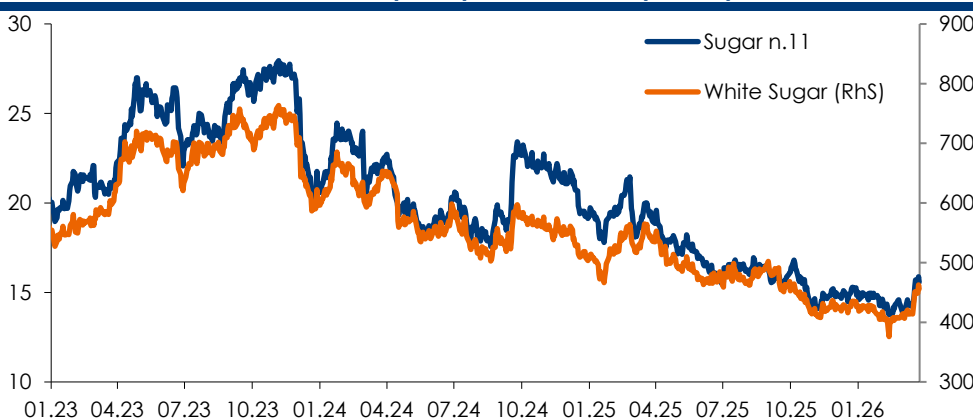
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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.intesasampaolo.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@intesasanpaolo.com**Rates, FX & Commodities Research**

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com