

Macro Rapid Response

Dalla tregua alla pace? Le incognite su Hormuz e sui negoziati

8 aprile 2026

L'annuncio di una tregua di due settimane nel conflitto del Golfo Persico suggerisce che l'esito della crisi potrebbe collocarsi alla fine tra il nostro scenario centrale e quello favorevole. Allo stesso tempo, trasformare la tregua in accordo di pace sarà tutt'altro che semplice: è ancora presto per puntare tutto sul *best case*.

Research Department

Nella notte tra martedì 7 e mercoledì 8 aprile, **è stata annunciata una tregua di due settimane nel conflitto che dal 28 febbraio vede Israele e gli Stati Uniti opposti all'Iran**. La pausa nei combattimenti dovrebbe consentire l'avvio di **negoziati di pace a partire dal 10 aprile**. La cessazione dei bombardamenti sull'Iran è condizionata alla riapertura dello stretto di Hormuz al transito navale, secondo quanto dichiarato dalla Casa Bianca.

Macroeconomic Research

I missili iraniani hanno continuato a colpire i Paesi del Golfo e Israele per alcune ore dopo l'avvio della tregua, ma ciò non dovrebbe essere considerato una violazione pregiudiziale degli accordi. Piuttosto, si riscontrano due **significative divergenze interpretative fra le parti, che potrebbero pesare sui negoziati di pace**. Primo, Israele non si è impegnato a sospendere le ostilità in Libano, diversamente da quanto dichiarato dai mediatori internazionali. Secondo, mentre l'amministrazione Trump ha prospettato "l'apertura totale, immediata e sicura dello Stretto di Hormuz", l'Iran ha precisato che il transito navale dovrà avvenire in accordo con le forze armate iraniane e sarà soggetto a limitazioni "tecniche". Mentre scriviamo, non si osserva ancora una significativa ripresa dei movimenti di navi mercantili rispetto ai giorni passati, quando in media sono transitate circa 10 navi al giorno, per quattro quinti legate all'Iran e ai suoi alleati.

Luca Mezzomo
Economista

Riguardo alla probabilità che alla tregua segua un accordo di pace duraturo, restano molti dubbi. L'Iran ha subito diffuso un estratto del suo [piano in 10 punti](#), sostenendo che gli Stati Uniti avrebbero accettato in linea di principio di discuterlo nei prossimi negoziati. Per il poco che valgono ormai le sue parole, il presidente Trump ha detto che le richieste iraniane non sono "massimaliste" e che rappresentano "una base concreta su cui negoziare": parole che farebbero pensare a una proposta differente, perché i dieci punti resi pubblici includono un'unica concessione (la cessazione dello sviluppo delle armi nucleari) e molte rivendicazioni (controllo sullo Stretto di Hormuz, cessazione delle sanzioni, diritto all'arricchimento dell'uranio, partenza delle truppe americane dal Medio Oriente ecc.). Probabilmente, gli Stati Uniti partiranno dalla propria proposta in 15 punti, che si presume sia molto lontana dalla piattaforma negoziale iraniana: se accettassero i punti in essa contenuti, sarebbe un netto passo indietro rispetto agli stessi accordi che in passato Trump ha fatto saltare e il sostanziale riconoscimento di una sconfitta strategica. D'altro canto, al di là delle dichiarazioni trionfalistiche di queste ore, sembra che Trump stesse disperatamente cercando un'alternativa onorevole all'escalation del conflitto, con le sue implicazioni nefaste per mercati e consenso; probabilmente l'asticella da superare per la ripresa delle ostilità è ora diventata un po' più alta.

Che cosa implica la tregua per l'andamento dell'economia? Ricordo che stiamo gestendo le conseguenze della crisi sulla base di un **portafoglio di scenari di riferimento**, che dovrebbero coprire il range di esiti più probabili. Rimandiamo al nostro [Scenario macroeconomico](#) di marzo 2026 per i dettagli (in particolare, le pagg. 2-6). Le variabili guida sono costituite dai tempi di riapertura dei transiti via Hormuz e dall'andamento dei prezzi di petrolio e gas naturale:

- Nello **scenario favorevole**, i transiti riprendono da metà aprile e i prezzi di petrolio e gas naturale nel 2026Q2 sono rispettivamente \$80/barile e €45/MWh; nel terzo trimestre, calerebbero a \$67 e €33 rispettivamente.

- Nello **scenario centrale**, i transiti di petroliere riprendono da metà maggio. I prezzi di petrolio e gas naturale nel 2026Q2 sono rispettivamente \$125/barile e €70/MWh; nel Q3, \$85/barile e €70/MWh. Un 20% della capacità produttiva di GNL risulta indisponibile per anni.
- Nello **scenario avverso**, il traffico riprende soltanto da agosto, i danni infrastrutturali sono più diffusi e le tensioni sui prezzi sono più intense e persistenti. Il prezzo del petrolio si colloca mediamente a \$145 nel Q2 e risulta ancora pari a \$80 nel 2027Q1; quello del gas, resta sopra €65 fino al 2027Q1.

Gli sviluppi della scorsa notte riducono la probabilità dello scenario avverso e aumentano quella che gli eventi si collochino fra lo scenario centrale e quello favorevole. Si badi che lo scenario favorevole rappresenta l'esito migliore possibile, a questo punto, in quanto è basato sull'assunto che la tregua diventi permanente e che Hormuz sia riaperto definitivamente (poco rilevante se gli iraniani chiederanno un pedaggio per il transito, che potrebbe forse incidere per \$1/barile sul prezzo del greggio). Anche se il primo contratto *future* sul petrolio è crollato sotto i \$100, la sua scadenza è giugno: il prezzo spot del Brent, invece, è ancora a \$127 quest'oggi. D'altronde, da 130 a 190 milioni di barili di greggio e prodotti della raffinazione sono ora bloccati nel Golfo Persico, che impiegheranno da due a tre settimane dal momento dello sblocco di Hormuz per raggiungere le destinazioni asiatiche e 3-5 settimane per le destinazioni europee. Riguardo al gas, le quotazioni sono in linea con le ipotesi dello scenario favorevole, ma riteniamo che la riduzione di capacità potrebbe avere effetti persistenti.

Per quanto concerne le **implicazioni di politica monetaria**, data l'altissima incertezza dello scenario non abbiamo rincorso le attese di rialzo dei mercati, che ora si sono ridimensionate: un aumento di 25pb ad aprile è scontato al 33%, anche se restano due rialzi nei prezzi, uno a giugno-luglio e il secondo a settembre. Continuiamo a ritenere eccessivo un rialzo dei tassi ufficiali BCE ad aprile; l'ipotesi di un aumento di 25pb a giugno, invece, è plausibile alla luce della revisione delle proiezioni di inflazione che abbiamo attuato nelle scorse settimane, se la trasmissione dell'impulso sarà in linea con le attese e i mercati finanziari non crolleranno o, al contrario, recupereranno parte di quanto perso durante le settimane di conflitto.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

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.

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 si 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 US 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 US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, 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 pubblicazione sul 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

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, sui tassi di cambio 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.

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 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.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 AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic ResearchPaolo Mamei (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mamei@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
