

Trovare valore nell'attuale ciclo delle materie prime

- > Geopolitica, inflazione e sviluppo dell'IA spingono al rialzo i prezzi delle materie prime
- > I prezzi più elevati consentono ad alcune società di restituire liquidità agli azionisti
- > Vediamo opportunità nei sottosettori energetici, così come nell'industria di produzione dell'oro e del rame

In questo articolo, Boston Partners, società del gruppo Robeco, analizza le diverse forze che stanno influenzando i mercati delle commodity e come queste stiano creando nuove opportunità per gli investitori value.

Le forze macroeconomiche e i fattori specifici legati alle singole materie prime hanno contribuito a sostenere un forte ciclo rialzista delle commodity nell'ultimo anno, riportando l'attenzione su settori tradizionalmente orientati al value, come energia e materiali. Riteniamo che l'attuale contesto offra ai gestori attivi l'opportunità di sovraperformare grazie alla selezione di società che presentano la combinazione più solida di valutazioni, fondamentali e crescita dei ricavi.

A nostro avviso, le società solide, che adottano una gestione disciplinata del capitale e la cui redditività non dipende da prezzi delle commodity ai massimi del ciclo, sono quelle meglio posizionate per generare consistenti flussi di cassa e beneficiare dell'aumento dei prezzi delle materie prime.

“Lo sviluppo delle infrastrutture per l'AI sta sostenendo la domanda di materie prime come rame e argento, fondamentali per il processo di elettrificazione.”

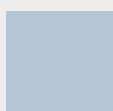
Cosa sta guidando il ciclo delle commodity?

Diversi aspetti macroeconomici stanno spingendo al rialzo i prezzi delle materie prime. Il primo è la geopolitica, caratterizzata da una riorganizzazione del commercio globale, il ritorno dei conflitti armati e nuovi comportamenti adottati dalle banche centrali nella gestione delle riserve: il reshoring, la reindustrializzazione e il riarmo sono tutti elementi che creano domanda di materie prime, mentre conflitti come la guerra con l'Iran e l'invasione russa dell'Ucraina provocano shock dell'offerta.

Il secondo, quindi, è il contesto macroeconomico: disavanzi fiscali strutturalmente più elevati e un'inflazione persistentemente più alta rispetto al periodo successivo alla crisi finanziaria globale stanno trainando la domanda

ARTICLE OCTOBER 2026

Marketing material for professional investors, not for onward distribution

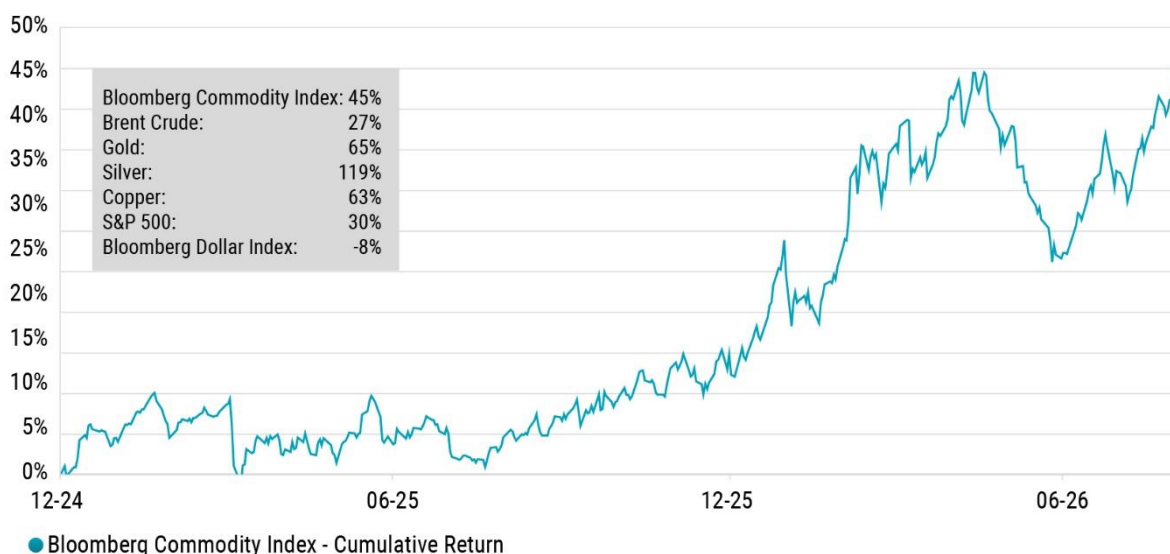


BostonPartners

di asset reali. Il terzo, infine, è rappresentato dallo sviluppo dell'infrastruttura per l'IA, che alimenta la domanda di materie prime cruciali per l'elettrificazione, come il rame e l'argento.

Questi fattori, insieme ad altri venti favorevoli specifici a livello settoriale, hanno sostenuto i rialzi nei comparti legati alle materie prime, come energia e materiali, offrendo ai gestori attivi svariate opportunità. Tre aree che esemplificano questa dinamica sono quelle relative a petrolio ed energia, oro e rame.

Figura 1: l'impennata nei prezzi delle commodity



I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

Fonte: Bloomberg, Boston Partners, settembre 2026.¹

Petrolio ed energia

Per il petrolio e, più in generale, per il comparto energetico, il 2026 è stato caratterizzato da shock dal lato dell'offerta legati a fattori geopolitici. All'inizio dell'anno, molti analisti temevano un ribasso dei prezzi del petrolio dovuto a un possibile eccesso di offerta, in particolare per effetto della capacità produttiva inutilizzata dell'OPEC+ e delle aspettative di un aumento della produzione da parte di Paesi non appartenenti all'OPEC+, come Brasile e Guyana.

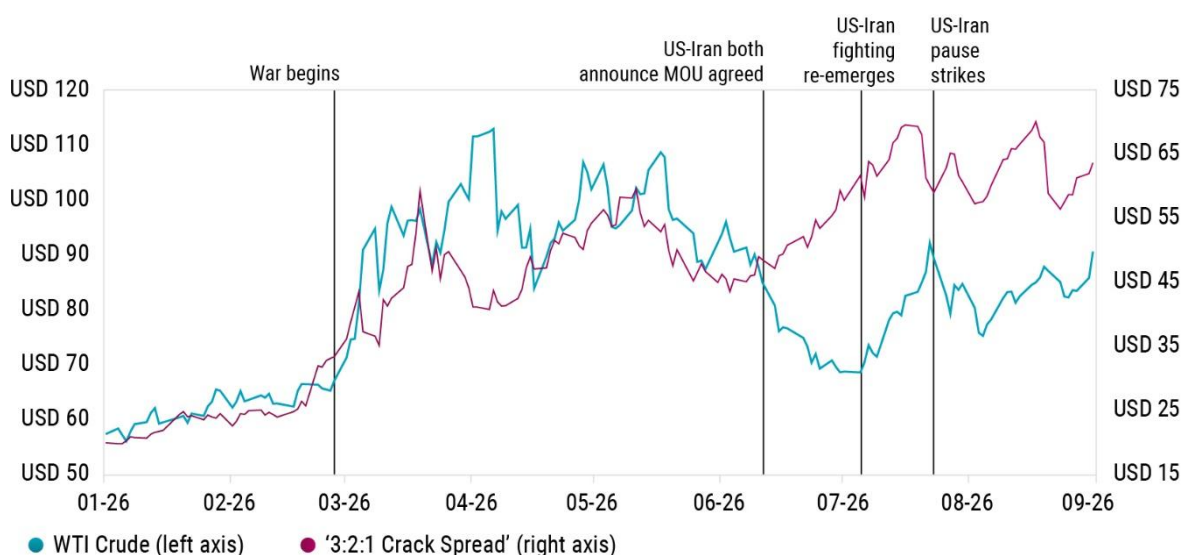
Queste preoccupazioni sono rapidamente cambiate con lo scoppio della guerra con l'Iran, che ha portato alla chiusura dello Stretto di Hormuz e a quello che molti analisti hanno definito il più grande shock dell'offerta di petrolio mai registrato. In risposta immediata alla chiusura dello Stretto, i prezzi del greggio Brent e WTI sono saliti rispettivamente oltre i 120 e 110 dollari al barile. Da allora, i prezzi del petrolio hanno registrato forti oscillazioni, influenzati da diversi fattori, tra cui l'alternarsi di fasi di negoziazione e interruzione dei colloqui di pace, la deviazione dei flussi di petrolio provenienti dal Golfo Persico, le cosiddette navi della "flotta ombra" che continuano a transitare attraverso lo Stretto, l'aumento della produzione da parte dei Paesi al di fuori del Golfo e la sostituzione delle fonti di approvvigionamento, soprattutto da parte della Cina.

¹ Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue affiliate (collettivamente "Bloomberg"). BARCLAYS® è un marchio commerciale e di servizio di Barclays Bank Plc (collettivamente con le sue affiliate, "Barclays"), utilizzato su licenza. Bloomberg o i suoi licenziatari, tra cui Barclays, detengono tutti i diritti di proprietà sugli indici Bloomberg Barclays. Né Bloomberg né Barclays approvano o avallano il presente materiale, né garantiscono l'accuratezza o la completezza delle informazioni ivi contenute, né forniscono alcuna garanzia, espressa o implicita, in merito ai risultati che ne potranno derivare e, nella misura massima consentita dalla legge, nessuna delle due parti si assume alcuna responsabilità per lesioni o danni derivanti da esso.

Sebbene siano i prezzi del petrolio a dominare i titoli dei giornali, anche i prodotti petroliferi come benzina, diesel e carburante per aerei stanno subendo impatti ancora più marcati, comunemente definiti come un ampliamento dei "crack spread". Questo fenomeno non è dovuto soltanto alle interruzioni causate dalla guerra con l'Iran, ma anche agli attacchi dell'Ucraina alle raffinerie petrolifere russe, volti a esercitare maggiore pressione nell'ambito del conflitto. Finché questi conflitti continueranno e l'incertezza resterà elevata, è probabile che le commodity energetiche continuino a incorporare un premio per il rischio.

“Sebbene siano i prezzi del petrolio a dominare i titoli dei giornali, i prodotti petroliferi come benzina, diesel e carburante per aerei stanno subendo impatti ancora più marcati, che si riflettono in un aumento dei cosiddetti “crack spread”

Figura 2: Il costo dei prodotti raffinati è in aumento



Fonte: Bloomberg, Boston Partners, settembre 2026

Dove vediamo oggi le opportunità

I diversi sottosettori del comparto energetico sono influenzati da fattori differenti. I produttori upstream sono correlati ai prezzi del petrolio, le società di raffinazione sono maggiormente legate ai mercati dei prodotti petroliferi, mentre le società di servizi sono più direttamente connesse alla manutenzione e alla costruzione di nuovi impianti di produzione e raffinazione.

Un elemento positivo che interessa trasversalmente il settore riguarda la disciplina nell'allocazione del capitale. Per molti anni, le società energetiche hanno rapidamente aumentato gli investimenti e la produzione per sfruttare i picchi dei prezzi dell'energia, salvo poi trovarsi in difficoltà quando i prezzi scendevano. Soprattutto nel corso di questo decennio, tuttavia, gli investitori hanno spinto il settore ad adottare una maggiore disciplina, trasformandolo in un comparto più orientato alla creazione di valore e caratterizzato da solidi ritorni sul capitale.

Oggi, le società energetiche meglio posizionate per generare consistenti flussi di cassa in una fase di rialzo delle commodity energetiche sono quelle che hanno mostrato disciplina nella spesa in conto capitale, sviluppato bilanci solidi e mantenuto la redditività anche sulla base di stime prudenti dei prezzi del petrolio. Naturalmente, i gestori attivi hanno la possibilità di essere ancora più selettivi, privilegiando le società che mostrano ulteriori segnali di business momentum, ad esempio attraverso una maggiore efficienza produttiva o la capacità di valorizzare gli asset grazie a un'esecuzione efficace di progetti caratterizzati da elevati rendimenti.

In Boston Partners, puntiamo a individuare società in grado di generare free cash flow sotto il proprio controllo, ossia non eccessivamente dipendenti dai prezzi dell'energia, così da poter cogliere l'ampio ventaglio di opportunità che si presenta in un contesto di elevata volatilità dei prezzi delle commodity sottostanti.

Le aree di maggiore interesse all'interno dei diversi sottosettori energetici sono destinate a cambiare nel tempo. Le società di raffinazione hanno registrato forti rialzi dall'inizio della guerra, beneficiando di crack spread insolitamente elevati. Questi rialzi hanno tuttavia portato le valutazioni a livelli che risultano sostenibili solo se i margini di metà ciclo rimarranno strutturalmente più elevati in futuro. Anche le società maggiormente esposte ai prezzi del petrolio hanno registrato buone performance e potrebbero beneficiare ulteriormente di un aumento dei prezzi del greggio, qualora le società di raffinazione incrementassero i livelli di lavorazione sfruttando la capacità inutilizzata, contribuendo così a ridurre i crack spread. Le società di servizi, le cui prospettive sono legate all'attività di sviluppo di nuovi progetti, potrebbero invece diventare interessanti qualora i produttori allentassero la disciplina sul capitale per aumentare la spesa e sfruttare prezzi persistentemente elevati.

At Boston Partners, we aim to find companies that generate controllable free cash flow, i.e., not dependent solely on energy prices...



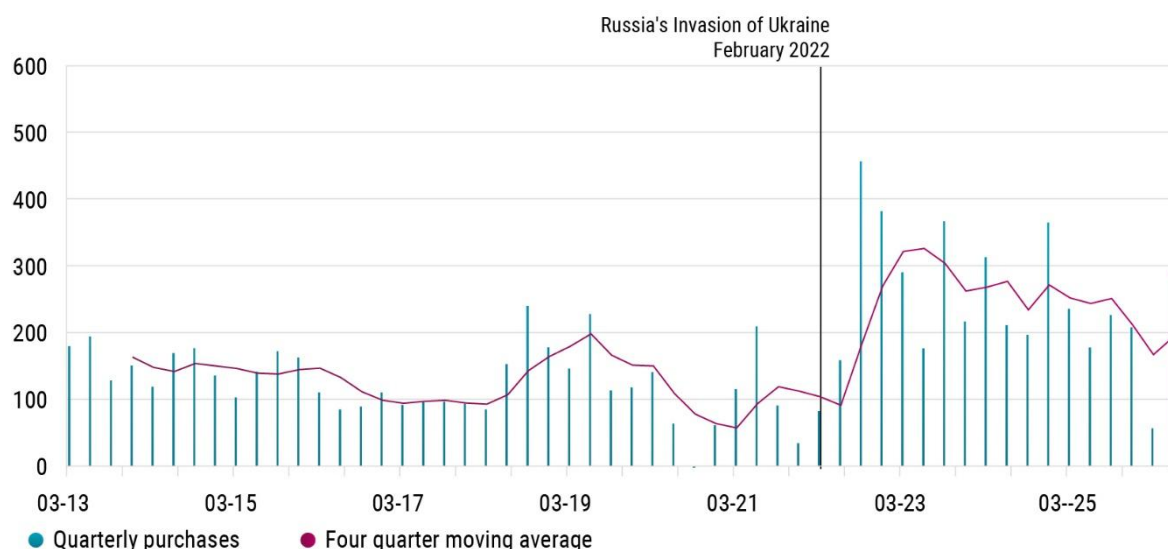
Oro

L'oro è stato caratterizzato da un cambiamento nei principali fattori alla base della domanda marginale. Storicamente, i prezzi dell'oro hanno mostrato una correlazione inversa con i tassi di interesse reali: tassi reali più elevati aumentano il costo opportunità di detenere un'attività priva di rendimento come l'oro. Questa relazione si è temporaneamente indebolita a partire dal 2022, dopo l'invasione russa dell'Ucraina. In risposta, le democrazie occidentali hanno congelato gli asset sovrani russi e le banche centrali globali sono diventate acquirenti marginali di oro, nel tentativo di diversificare le proprie riserve.

La correlazione storica è riemersa nel 2025, quando le aspettative di tagli dei tassi e le preoccupazioni relative all'indipendenza della Fed, ai deficit fiscali e all'inflazione hanno alimentato ulteriormente il rialzo dell'oro. Per gran parte del 2026, invece, le aspettative di tassi più elevati legate alla guerra con l'Iran e le attese che il nuovo presidente della Fed, Kevin Warsh, adottasse una politica più rigorosa nel contrasto all'inflazione hanno rappresentato un fattore sfavorevole per l'oro.

Sebbene vi siano argomentazioni solide a sostegno di scenari diversi per l'andamento futuro dell'oro, molti analisti mantengono una visione positiva sul metallo nel lungo periodo, almeno a livelli di prezzo che consentano ai produttori di rimanere redditizi e di continuare a migliorare le proprie attività. È probabile che la nuova domanda strutturale proveniente dalle banche centrali e il ripetersi di fasi di preoccupazione legate all'inflazione e alla spesa fiscale contribuiscano a fornire un livello di supporto ai prezzi.

Figura 3: Acquisti di oro da parte della banca centrale



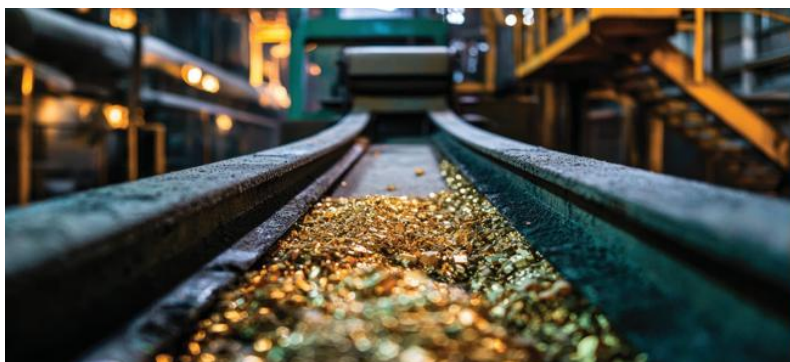
Fonte: Bloomberg, Metals Focus Data, Boston Partners, giugno 2026.

Le opportunità offerte dai produttori di oro

Storicamente, i produttori d'oro sono stati un investimento difficile, alimentando quel livello di scetticismo del mercato che spesso può creare opportunità per gli investitori value. Si tratta di attività ad alta intensità di capitale, che richiedono investimenti costanti per mantenere i livelli di produzione esistenti. Nel tempo, i costi operativi sono storicamente aumentati: manodopera, energia, materiali di consumo e royalties tendono a crescere insieme ai prezzi dell'oro e sono difficili da comprimere. Di conseguenza, i produttori hanno storicamente subito una forte compressione dei margini quando i prezzi dell'oro scendono.

Dal punto di vista delle valutazioni, il mercato continua a considerare molti produttori d'oro come società strutturalmente incapaci di creare valore per gli azionisti. Vediamo regolarmente società che trattano a sconto rispetto al valore patrimoniale netto, non solo agli attuali prezzi dell'oro, prossimi ai 4.500 dollari per oncia troy, ma anche a livelli significativamente inferiori. E sebbene i fondamentali di queste società rimarranno probabilmente complessi a causa dei fattori strutturali sopra descritti, i prezzi dell'oro significativamente più elevati hanno contribuito a migliorare le caratteristiche finanziarie del settore in modi misurabili. Ad esempio, il forte aumento dei prezzi dell'oro ha consentito ai produttori di rafforzare i propri bilanci e la generazione di cassa sta iniziando a tradursi in maggiori distribuzioni agli azionisti.

Analogamente a quanto osserviamo nel comparto energetico, ricerchiamo produttori caratterizzati da disciplina nell'allocazione del capitale e che non dipendano esclusivamente da prezzi ai massimi del ciclo: società in grado di aumentare la produzione e il free cash flow per azione grazie a fattori specifici dell'azienda. Monitoriamo inoltre il business momentum per verificare che il miglioramento sia reale e persistente; revisioni al rialzo degli utili e un miglioramento dei rendimenti sul capitale consentono di distinguere le società i cui fondamentali stanno migliorando da quelle che sono semplicemente a buon mercato. Oggi vediamo opportunità tra i produttori d'oro che presentano queste caratteristiche.



...sharp increases in gold prices have allowed miners to clean up their balance sheets, and cash is beginning to flow through to shareholders.

Rame

Mentre la dinamica del petrolio è stata principalmente determinata dall'offerta e quella dell'oro soprattutto dalla domanda, i prezzi del rame sono aumentati significativamente per effetto di entrambi i fattori. Dal lato della domanda, il rame è un input fondamentale per il processo di elettrificazione e, di conseguenza, per lo sviluppo dell'AI, non tanto per i data center in sé, quanto per l'elettrificazione necessaria a supportare le infrastrutture. Anche la forte crescita della produzione globale di veicoli elettrici e pannelli solari sta contribuendo ad alimentare la domanda.

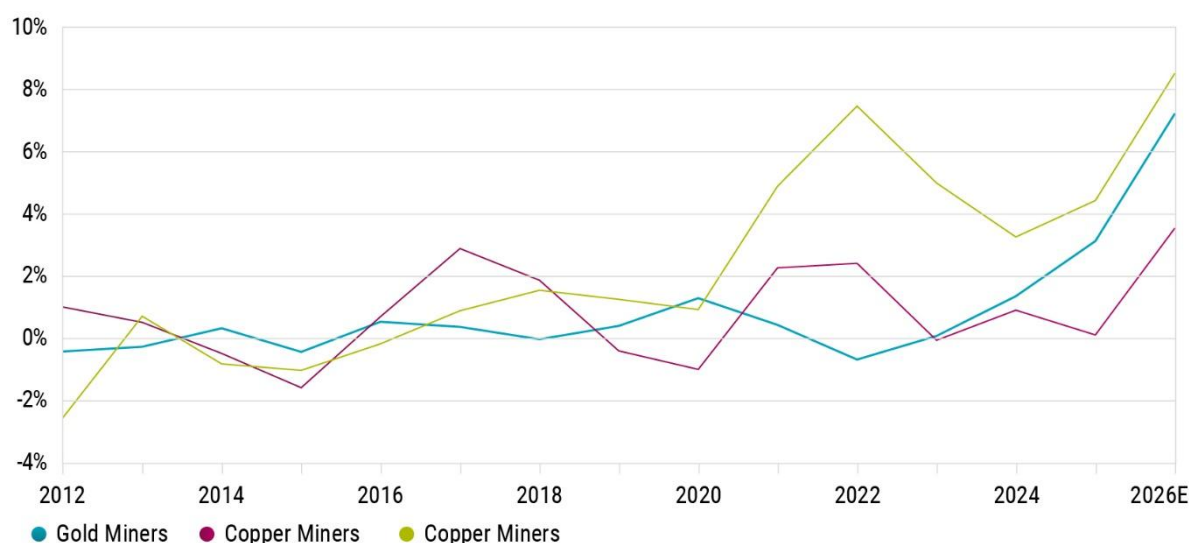
Nel frattempo, molti analisti prevedono che il mercato del rame possa entrare in una fase di deficit ancora più marcata, man mano che questa maggiore domanda si confronta con diverse criticità dal lato dell'offerta, tra cui i lunghi tempi necessari per sviluppare nuove miniere, le interruzioni dovute a fattori geopolitici e operativi, la carenza di nuove scoperte di giacimenti di rame, il calo dei tenori del minerale – ossia la percentuale di rame contenuta nella roccia estratta e lavorata – e le distorsioni delle scorte causate dai dazi.

Le opportunità offerte dai produttori di rame

Le condizioni di equilibrio sempre più tese tra domanda e offerta stanno creando opportunità per i produttori di rame, che possono reinvestire a livelli di rendimento elevati, finanziando in larga misura tali investimenti con la cassa generata internamente dalle attività operative. La scarsità delle risorse di rame è significativa, mentre gli asset presentano caratteristiche strutturalmente diverse rispetto a quelli dell'oro: mentre le miniere d'oro possono disporre di riserve sufficienti per 10-15 anni, rendendo necessari investimenti continui, i grandi giacimenti di rame possono rimanere operativi per decenni.

Naturalmente, progetti di questo tipo comportano un elevato livello di rischio operativo, ma una volta completati possono generare flussi di cassa significativi. Considerati i rischi operativi, monitoriamo il momentum per contenere il rischio di ribasso – i problemi strutturali nel settore minerario tendono infatti a persistere – e al contempo ricerchiamo società con una comprovata capacità di portare a termine con successo i propri progetti.

Figura 4: Flussi di cassa relativi ai titoli azionari legati alle materie prime



I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

Fonte: Bloomberg, Boston Partners, settembre 2026. Metodologia: si calcola la media dei dati storici di Bloomberg relativi ai flussi di cassa liberi precedenti al 2026 e la media dei dati storici di Bloomberg combinati con le stime per l'anno solare 2026. Per l'oro, abbiamo calcolato la media relativa a sette grandi società minerarie aurifere (Kinross Gold, Equinox Gold, Newmont Gold, AngloGold Ashanti, Royal Gold, Coeur Mining e Aura Minerals)². Per il rame, abbiamo calcolato la media relativa a tre grandi società minerarie (Freeport-McMoran, Southern Copper e Teck Resources). Per il settore energetico, abbiamo calcolato la media di tutti i componenti dell'indice S&P 500 Energy.

In definitiva, utilizziamo lo stesso approccio nella valutazione delle società minerarie di entrambi i metalli: cerchiamo aziende con valutazioni interessanti, fondamentali in miglioramento e un momentum positivo. Nel settore dei metalli in senso più ampio, riteniamo che le opportunità siano interessanti e sostenute da fattori macroeconomici e geopolitici, mentre da un punto di vista bottom-up le società minerarie stanno generando flussi di cassa solidi, con opportunità sia di reinvestimento che di distribuzione di liquidità agli azionisti.

² Le società/i titoli riportati in questa diapositiva hanno solo scopo illustrativo, al fine di illustrare la strategia di investimento alla data indicata. Tali società/titoli non sono necessariamente detenuti da una strategia/un fondo, né se ne garantisce l'inclusione futura. Non è possibile trarre alcuna conclusione sull'andamento futuro della società. La presente non costituisce una raccomandazione di acquisto, vendita o mantenimento della posizione.

Informazioni importanti – Il capitale investito è a rischio

Robeco Institutional Asset Management B.V., è autorizzata quale gestore di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) e in Fondi di Investimento Alternativo (FIA) ("Fondo/i") dall'Autorità Olandese di vigilanza sui mercati finanziari. Il presente documento è una comunicazione di mercato destinata esclusivamente agli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Robeco Institutional Asset Management B.V. e/o le sue società collegate, affiliate e controllate ("Robeco") non saranno in alcun caso responsabili di eventuali danni derivanti dall'utilizzo del presente documento. Gli utilizzatori di dette informazioni che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono responsabili della valutazione della propria idoneità a riceverle in conformità al Regolamento MiFID II. Nella misura in cui tali informazioni rientrano tra i benefici non monetari minori ragionevoli e accettabili di cui al MiFID II, gli utilizzatori che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono tenuti a rispettare i requisiti vigenti in materia di contabilità e trasparenza. Il contenuto del presente documento si basa su fonti di informazione ritenute attendibili ed è privo di qualsiasi tipo di garanzia. Il presente documento non può essere considerato completo in mancanza di ulteriori spiegazioni. Ogni parere, stima o previsione potrà essere modificato in qualsiasi momento senza obbligo di preavviso. In caso di dubbi, rivolgersi a un consulente indipendente. Il presente documento è finalizzato a fornire all'investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non è una ricerca di Robeco in materia di investimenti e non costituisce una raccomandazione di investimento né una consulenza per l'acquisto, la detenzione o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento né per l'adozione di determinate strategie di investimento, né tanto meno una consulenza in ambito legale, contabile o fiscale. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo documento non può essere copiato o condiviso con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco. Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Gli investitori devono assicurarsi di avere compreso appieno i rischi associati ai prodotti e ai servizi che Robeco eroga nei paesi in cui sono domiciliati. Gli investitori dovrebbero inoltre tener presente i propri obiettivi di investimento e i propri livelli di tolleranza al rischio. I rendimenti storici sono forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non rappresentano in alcun modo una garanzia delle performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore ovvero minore una volta convertita nella valuta locale dell'investitore. I dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per la contrattazione dei titoli contenuti nei portafogli dei clienti e per l'emissione o il riscatto di quote. Salvo quanto altrimenti riportato, le performance si intendono i) al netto delle commissioni basate sui prezzi delle operazioni e ii) con i dividendi reinvestiti. Per ulteriori dettagli si rimanda al prospetto informativo del Fondo. La performance viene riportata al netto delle commissioni di gestione degli investimenti. Le spese correnti di cui al presente documento corrispondono a quelle riportate nell'ultima relazione annuale del Fondo alla data di chiusura dell'ultimo anno solare. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, né all'utilizzo da parte di persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o alle normative locali, oppure costringerebbe il Fondo o Robeco Institutional Asset Management B.V. a rispettare un obbligo di registrazione o di autorizzazione in tale giurisdizione. La decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una giurisdizione specifica deve avvenire unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto, informazioni che possono divergere da quelle contenute nel presente documento. I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell'eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e il Documento contenente le informazioni chiave (PRIIP) relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente sui siti di Robeco.

Alcune parti del materiale di marketing possono prevedere l'uso di strumenti assistiti dall'IA a supporto della creazione e della revisione dei materiali di marketing. Tali strumenti sono progettati per contribuire a garantire una maggiore coerenza ed efficienza. Tutti i risultati sono convalidati da operatori umani.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

Il presente documento è destinato esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e di clienti professionali privati (come definito dall'Articolo 26 (1) (b) e (d) del Regolamento Consob N. 16190 del 29 ottobre 2007). Se messo a disposizione di distributori e di soggetti autorizzati dai distributori a condurre attività promozionali e di marketing, esso potrà essere utilizzato esclusivamente per le finalità per le quali è stato concepito. I dati e le informazioni contenute nel presente documento non possono essere utilizzate per comunicazioni con le autorità di vigilanza. Il presente documento non contiene informazioni volte a determinare, nel concreto, la propensione all'investimento e, di conseguenza, non può e non dovrebbe costituire la base di decisioni di investimento di alcun genere.