

TASSI PIÙ ALTI PIÙ A LUNGO



I venti di guerra continuano a soffiare forte e, questa volta, i mercati finanziari sembrano iniziare a intimorirsi: i tassi d'interesse americani in particolare, sembrano tutti aver superato quella sottile linea rossa che aveva "tenuto" fino a ieri e che era costituita dalla soglia psicologica del 4% per i tassi a due anni, del 4,5% per quelli a dieci anni, e del 5% per quelli a trent'anni. Ovviamente un cambiamento non privo di conseguenze per i mercati e per l'economia...



Rendimento titoli di stato Stati Uniti 10 anni

US10Y - TVC

4,597 % +0,114 +2,54%
Rendimento

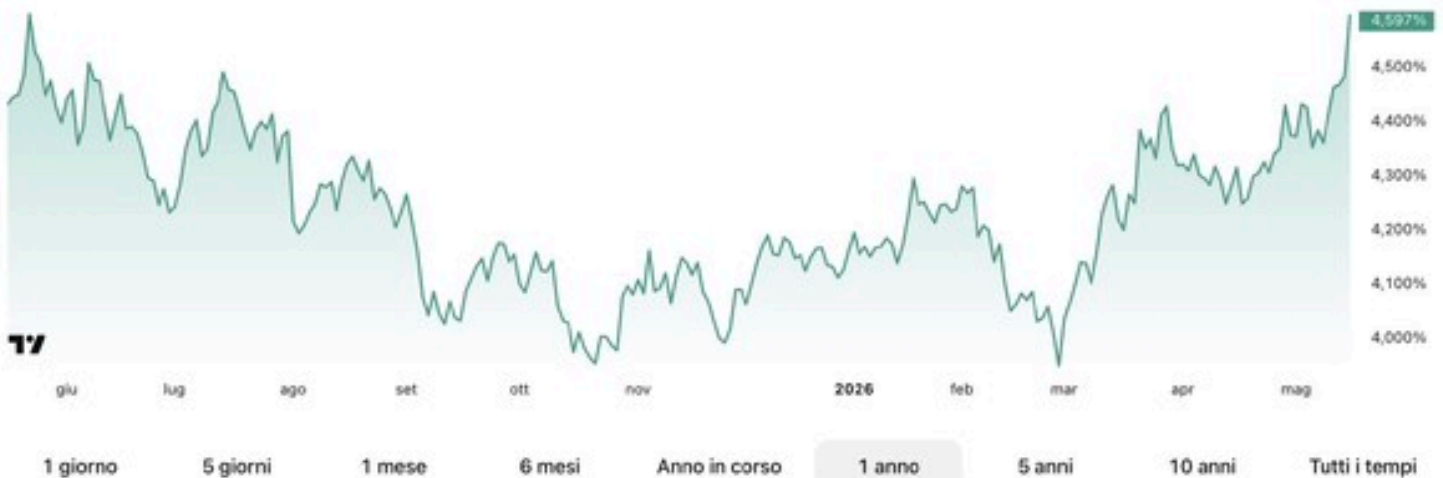
98'07'6 % val nom -0'28'7 -0,91%
Prezzo

Panoramica Notizie Comunità Curva rendimenti

Rendimento

Prezzo

Grafico intero





US 30Y yield

US30Y · TVC

5,122 % +0,092 +1,83%

Rendimento

98'04'5 % val nom -1'12'7 -1,40%

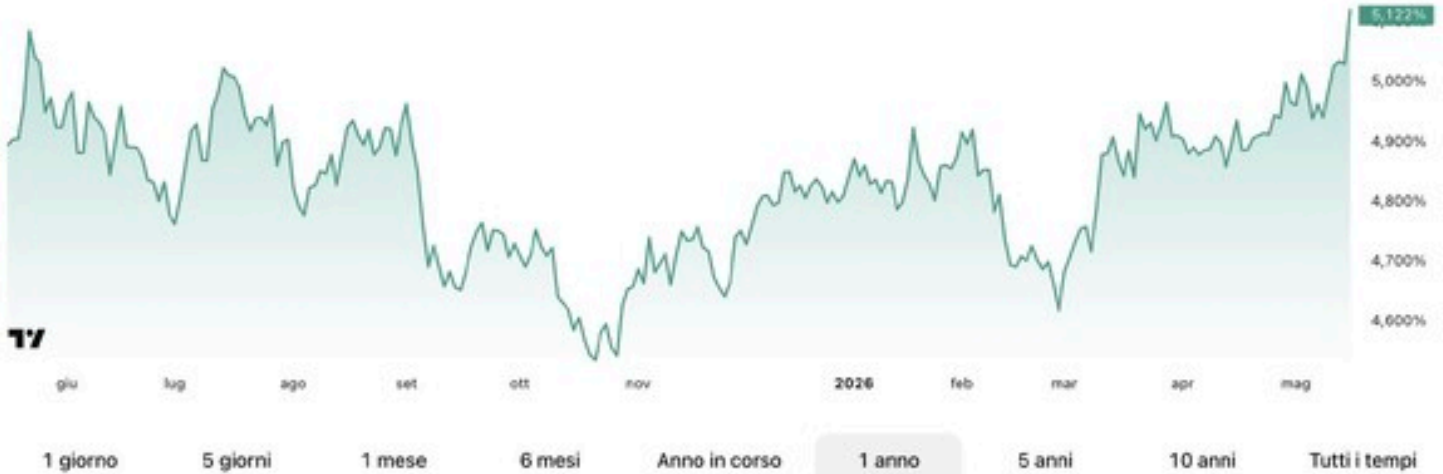
Prezzo

Panoramica Notizie Comunità Curva rendimenti

Rendimento

Prezzo

Grafico intero



GLI EFFETTI DELLA GEOPOLITICA

Con l'arrivo della nuova ondata inflazionistica i rendimenti obbligazionari sembrano peraltro destinati a salire ancora, a causa del consolidato rialzo dei prezzi petrolio, gas ed energia, che si stima incidano per il 12-15% sull'inflazione. Alcuni economisti hanno stimato che un aumento duraturo del prezzo del petrolio come quello registrato possa arrivare ad aggiungere circa 3 punti percentuali al tasso di inflazione dei prezzi al consumo e -forse- quasi altrettanti alla struttura dei tassi d'interesse.

미국 생산자물가 상승률 전월 대비 단위: %

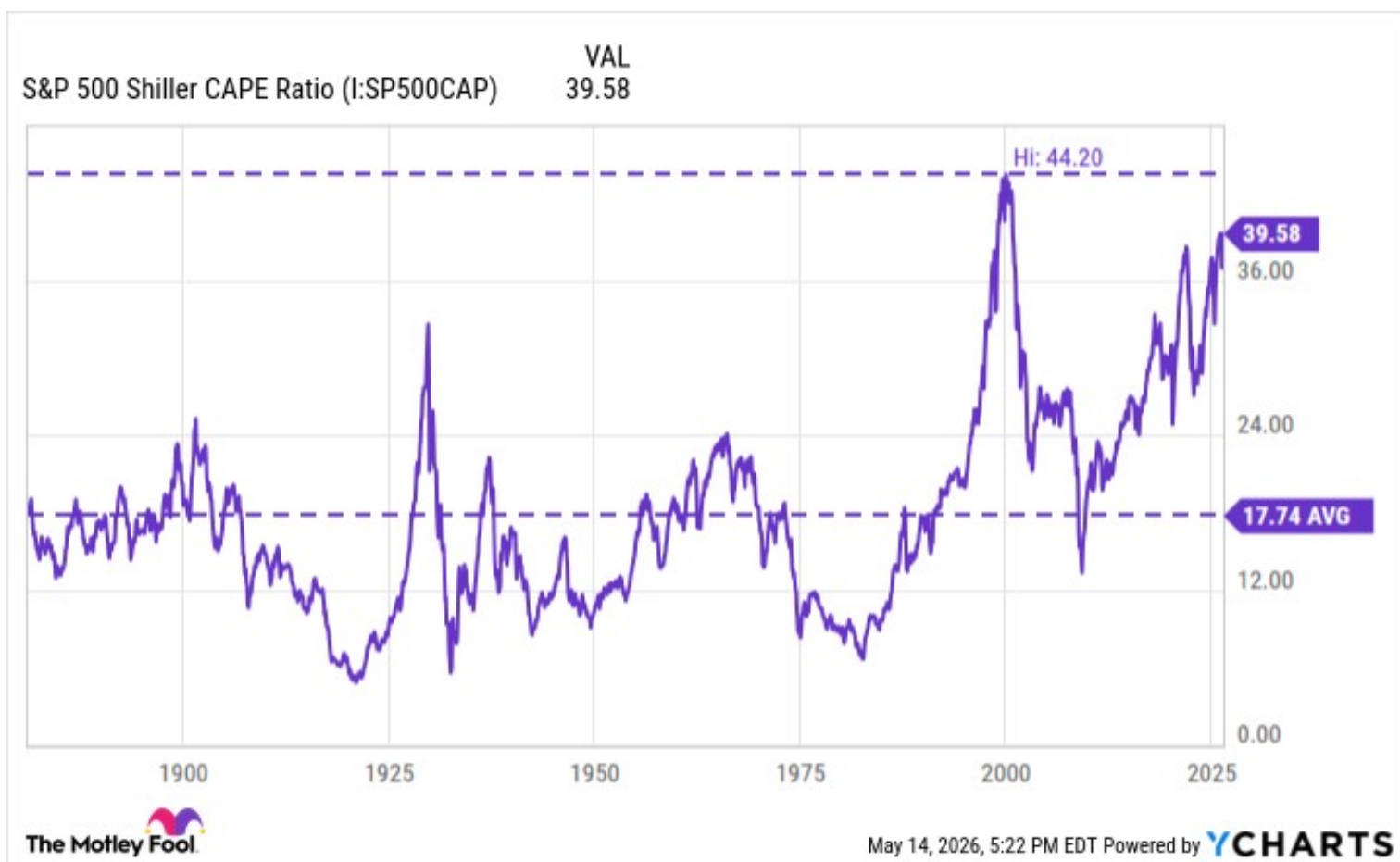


한국은행 | 2026년 5월

LE VALUTAZIONI AZIENDALI POTREBBERO FLETTERE

Cosa che può avere ovvie conseguenze negative sulle valutazioni aziendali, notoriamente basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, la quale si riduce quando il tasso di sconto inizia a crescere. nbsp; Paradossalmente ciò sembra accadere proprio in occasione di quotazioni borsistiche che sono giunte nelle ultime settimane a sfondare i livelli massimi di sempre.

Un fattore poi che fino a ieri ha alimentato le quotazioni borsistiche fino ad oggi e che potrebbe nel prossimo futuro cambiare direzione è senz'altro l'eccesso di liquidità in circolazione, principalmente fornito dalle banche central, oggi probabilmente destinato a ridursi con l'aumento dei tassi d'interesse.



In particolare la più accomodante con il sistema bancario è stata proprio la banca centrale più importante di tutte (la Federal Reserve Bank of America), seguita a ruota da quasi tutto il resto del mondo, mentre l'inflazione invece cresceva a causa del rialzo dei costi energetici. Ma il mercato finanziario americano conta per circa il 75% del totale globale.

IL VERO RISCHIO PERÒ È LA RECESSIONE

La possibilità di ripresa delle attività belliche in Medio Oriente tende poi a spostare la percezione del rischio per i mercati finanziari dall'inflazione alla recessione, oggi più probabile dal momento che in tutto l'Occidente il mercato del lavoro si sta indebolendo e che le più basse aspettative salariali possono avere l'effetto di deprimere i consumi.

Euro area real GDP, composite output PMI and ESI

(left-hand scale: quarter-on-quarter percentage changes; right-hand scale: diffusion index)



Sources: Eurostat, European Commission and S&P Global.

Alcuni economisti fanno notare che il vero rischio per i mercati finanziari in questo momento non è quello di un'inflazione strutturale, ritenuta poco probabile in Occidente senza un'adeguata crescita salariale e contestualmente ad un probabile rallentamento della crescita economica, bensì quello di recessione (o minor crescita economica), a causa della progressiva riduzione dei posti di lavoro.

L'ENIGMA DELL'A.I.

Le cause della possibile riduzione dei posti di lavoro risiede anche nelle nuove tecnologie, oltre che nei consumi più incerti e nell'anomalo aumento del ricorso al credito al consumo (in alcuni paesi utilizzato persino per le spese più essenziali). Un segnale di riduzione del reddito reale disponibile che lascia pensare alla possibilità di una nuova ondata di insolvenze nei crediti e ad una probabile contrazione dei consumi. Una narrazione che contrasta le "sorti meravigliose et progressive" decantate fino ad oggi.



In particolare nessuno sembra in grado di riuscire correttamente a prevedere quali effetti avrà sull'economia reale l'impatto travolgente dell'intelligenza artificiale. Ho ascoltato in proposito un'intervista al premio nobel Stiglitz che va completamente contro corrente!



Ma per ora è ciò che sta mantenendo in moto l'economia.
In Europa, il quadro è diverso.

**LINKONTRO, STIGLITZ: AI È UNA BOLLA
XI HA LE CARTE IN MANO, L'EUROPA È SOLA**

POTREBBE ESSERE L'INIZIO DI UN CICLO

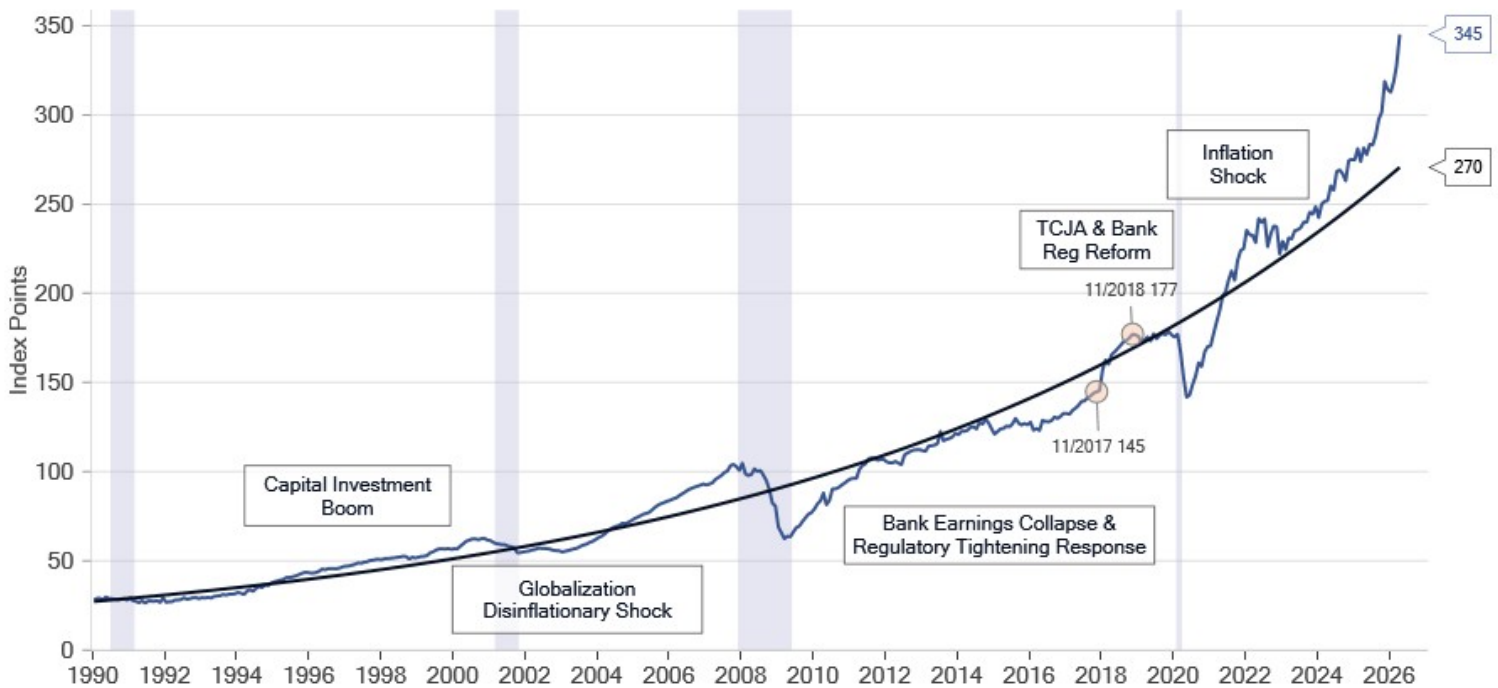
Dunque l'incrocio tra una possibile recessione e una quasi certa permanenza dell'inflazione

(pur senza picchi clamorosi) potrebbe generare per molti anni a venire delle concrete difficoltà per la prosecuzione dello sviluppo economico, che in ultima analisi potrebbe condurre ad un'attesa di riduzione dei profitti aziendali.

Per arginare questa possibile deriva negativa le banche centrali possono fare piuttosto poco, perché occorrerebbero invece una politica fiscale espansiva e una maggior spesa infrastrutturale, che invece viene soppiantata dalla necessità di finanziare armamenti e sistemi di intelligence militari.

S&P 500 12 Months Forward EPS

— Index [exp. trend 1990 -] — Index



Source: Macrobond/S&P 500/Ironsides Macro/Data as of April 2026

I conflitti geopolitici inoltre stanno spingendo inesorabilmente verso una riduzione degli interscambi internazionali, promuovendo al contrario il rimpatrio di tutte le produzioni industriali più strategiche per le maggiori economie del pianeta. Cosa che non può che danneggiare lo sviluppo economico dei paesi emergenti.

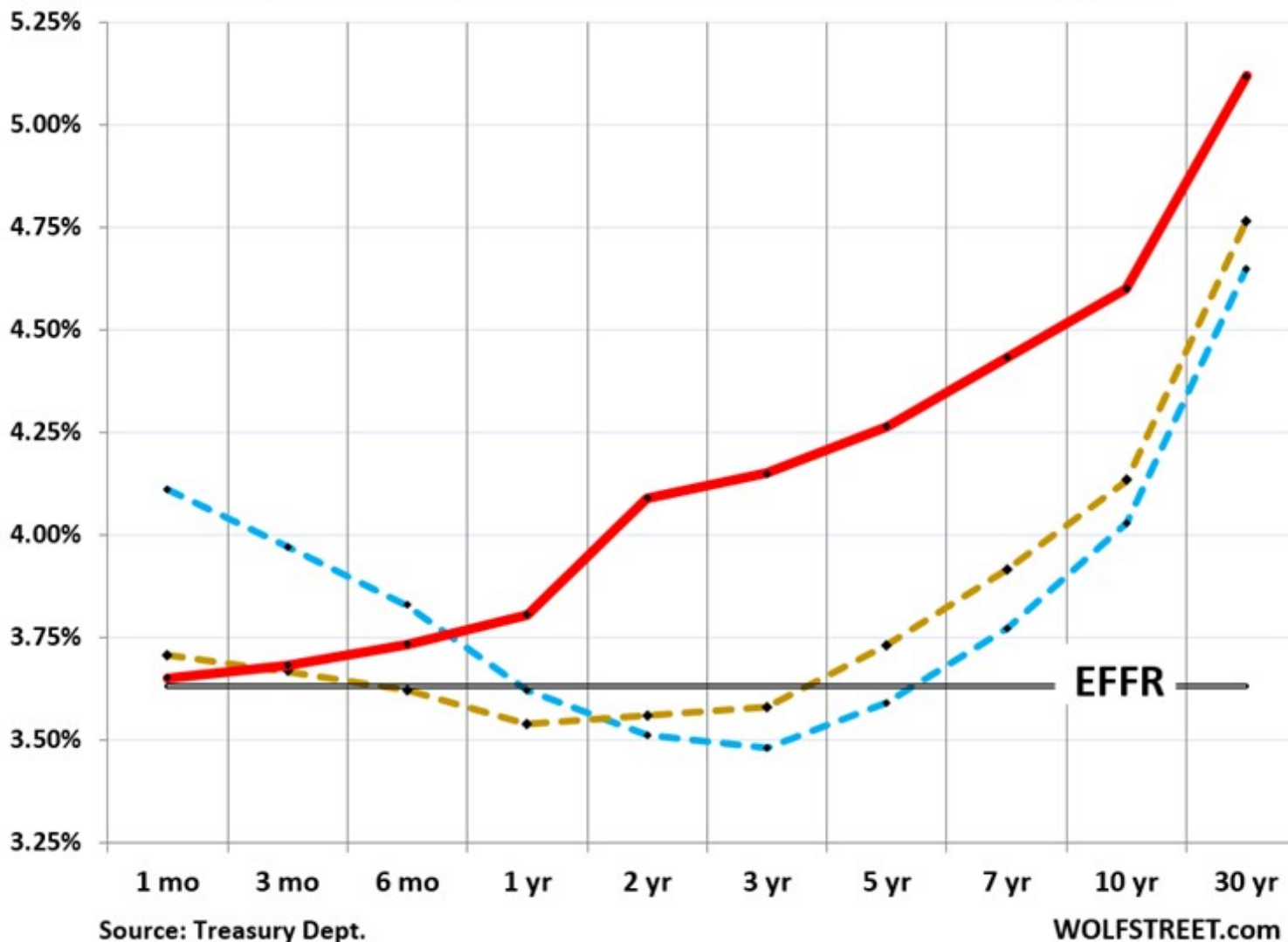
Sul piatto della bilancia dunque possono pesare non poco gli effetti a lungo termine della progressiva riduzione del commercio mondiale, del rincaro dell'energia e del rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine. Sempre che proseguano.

LA CURVA DEI TASSI POTREBBE IMPENNARSI

In uno scenario moderatamente riflessivo come questo i tassi d'interesse a breve termine sarà relativamente improbabile che vengano alzati inopinatamente, mentre quelli a lungo termine potranno riflettere più obiettivamente il rialzo dell'inflazione e la prevalenza dell'offerta sulla domanda di titoli a reddito fisso.

US Treasury Yield Curves on:

May 14, 2026. March 6, 2026. Sep 16, 2025, before last 3 rate cuts



Source: Treasury Dept.

WOLFSTREET.com

In compenso, le banche centrali potrebbero privilegiare la riduzione della liquidità in circolazione per combattere l'inflazione, ponendo così tuttavia un freno importante alla possibilità che i mercati continuino a correre, dato il livello elevatissimo cui sono già arrivati.

SELL IN MAY...(AND SAIL AWAY)

I mercati finanziari perciò potrebbero essere entrati, con il mese di Maggio, in una fase molto volatile, con probabilità leggermente maggiore di correzione delle borse o di andamento "laterale" rispetto alle tendenze registrate fino ad oggi, soprattutto in caso di nuove tensioni geopolitiche che sembrano nei prossimi mesi, sempre più probabili.

I fattori chiave che potrebbero farlo pensare sono i tassi d'interesse in salita, il maggior costo dell'energia e una certa probabilità che la guerra e la ridotta circolazione dei capitali spinga al ribasso liquidità complessiva dei mercati, a scapito delle quotazioni di titoli (sia azionari che obbligazionari), con una lieve differenziazione a favore dei settori più

tradizionali, dell'energia, della difesa e delle materie prime.

Stefano di Tommaso

IL PROBLEMA DELL'ENERGIA



I listini delle borse valori di tutto il mondo continuano a viaggiare intorno ai massimi di sempre, nonostante le guerre e i pesanti incrementi nel costo dell'energia, nonostante ogni previsione degli analisti i quali, pur fondandosi su solide osservazioni macroeconomiche, hanno costantemente sottostimato sino ad oggi la capacità delle grandi imprese quotate di produrre straordinari e crescenti profitti aziendali. Quindi le borse hanno continuato a correre soprattutto in funzione degli sviluppi determinati dalle nuove tecnologie e in funzione dei profitti che queste stanno generando. Tuttavia per il proseguimento di questa stagione positiva si pongono problemi più complessi: il maggior costo dell'energia e la necessità di produrre quest'ultima in modo più compatibile con le esigenze ambientali potrà convivere con l'esigenza di ingenti investimenti computazionali e infrastrutturali?



Dall'introduzione del grande business dell'Intelligenza Artificiale (AI) l'attenzione degli investitori si è concentrata principalmente sulle cosiddette Magnificent Seven (Mag7, le maggiori società tecnologiche quotate a Wall Street: **Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, NVIDIA, Tesla**), che infatti hanno raggiunto un peso superiore ad un terzo del totale del listino azionario americano e hanno contribuito non poco tanto allo sviluppo economico complessivo come pure all'attuale crescita smisurata delle quotazioni delle borse valori. In particolare i grandi fornitori di servizi cloud, i cosiddetti "hyperscaler" sono stati capaci di ampliare la "scala" dimensionale del loro business riuscendo a fare grandi progressi nell'offerta di servizi legati alle nuove tecnologie e, in tal modo, ad erigere importanti barriere all'entrata di possibili concorrenti.



Nei mesi scorsi erano emersi timori della necessità di un eccesso di investimenti in infrastrutture per l'AI, ma poi i risultati estremamente positivi attesi per tutto il 2026 hanno rimosso quasi del tutto le preoccupazioni legate alla necessità degli ingenti investimenti necessari per competere sulle nuove tecnologie, il cui ritorno appare in ogni caso soggetto a qualche rischio.

Pertanto occorre riconoscere che il turbocompressore che sembra alimentare una crescita senza precedenti nella storia economica delle quotazioni degli indici di borsa è più che mai dipendente dai business collegati alle nuove tecnologie di AI e, anzi, molti analisti si attendono una prosecuzione ancora per diversi anni di tale tendenza. Tuttavia è stato da più parti fatto notare che, negli ultimi tempi, chi sembra aver guadagnato davvero tanto, più che le grandi società attive nelle applicazioni dell'AI (le Mag7 innanzitutto) sono stati soprattutto i loro principali fornitori: cioè quelli che fabbricano semiconduttori e componenti, i produttori di memoria e, soprattutto, i fornitori di energia e di impianti per l'energia necessari per alimentare il funzionamento dei "data center" dove "girano" i software più evoluti. Le Mag-7 restano sempre dominanti tra i titoli quotati a Wall Street,

ma il loro vantaggio sugli altri si sta riducendo.

L'attenzione degli investitori si sta quindi oggi (correttamente) spostando verso un concetto ben più ampio di business legato all'AI, che include la velocità di connessione digitale e la produzione e l'uso efficiente dell'energia. Il business dell'energia ha inoltre tante sfaccettature che lo rendono non semplice da interpretare correttamente, sia perché resta sempre più problematico produrla continuando ad utilizzare carburanti inquinanti di origine fossile (e non a caso oggi sta tornando di moda il nucleare), come anche perché il costo e l'efficienza del suo trasporto sul territorio pone dei vincoli importanti. Soprattutto adesso che l'eccesso di domanda rispetto all'offerta (a livello globale) lascia supporre che il costo dell'energia difficilmente tornerà ad essere basso anche dopo l'eventuale conclusione dell'attuale crisi energetica.

I business legati alla generazione e gestione dell'energia (così forse come anche quelli delle interconnessioni, tanto elettriche quanto digitali) potrebbero quindi rappresentare la vera sfida esistenziale di questo secolo e anche l'opportunità di maggiori guadagni tra le società quotate in borsa. Ovviamente ciò non significa che automaticamente chi oggi scommette sull'energia potrà avere la ragionevole certezza di fare cospicui guadagni sui propri investimenti. L'andamento di questi ultimi dipenderà parecchio dall'evoluzione del quadro economico globale, dall'andamento dell'inflazione (che potrebbe incidere in modo significativo sulla struttura dei tassi d'interesse) e dalla possibilità che lo sviluppo economico globale non subisca pesanti battute d'arresto a causa di guerre o altri impedimenti alla libera circolazione di merci e servizi.



Questo anche a causa del fatto che le borse già scontano una prosecuzione della crescita economica globale e dei profitti che potranno portare a casa i principali beneficiari dello sviluppo (soprattutto le grandi multinazionali tecnologiche). Sarebbe forse sufficiente passare dalle attuali previsioni di generosa crescita ad altre più prudenti di appiattimento delle tendenze (ovvero ad un eccesso di oneri finanziari legati al costo degli ingenti investimenti in corso) per determinare una disaffezione degli investitori sui principali titoli quotati.

E questo è teoricamente quasi probabile laddove i conflitti bellici dovessero proseguire a lungo determinando pesanti conseguenze sul costo delle materie prime e dell'energia. Sia perché la domanda di energia sopravanzerebbe troppo l'offerta, rischiando di far impennare costi e prezzi oltre ogni ragionevole attuale speranza. Ma anche perché la spesa pubblica legata agli armamenti, alle loro munizioni e al loro sviluppo (che oggi, sin tanto che resta moderata anzi contribuisce allo sviluppo economico) potrebbe, in caso di ricorso eccessivo, spedire il mondo intero in recessione e in crisi di fiducia per la tenuta dei debiti pubblici creando una pericolosa spirale negativa sui mercati finanziari.

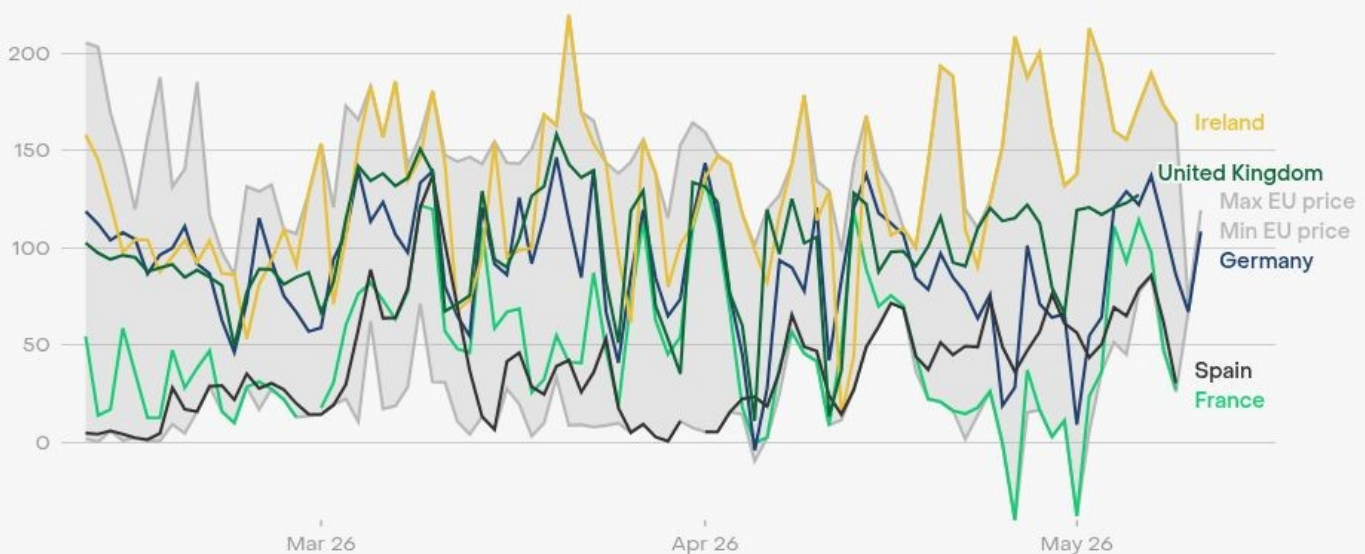
Un rischio teorico ma molto concreto che ha anche un altro paio di pesanti risvolti pratici: se anche nessun eccesso di spesa militare dovesse verificarsi e i mercati finanziari dovessero “tenere” piuttosto bene nonostante i conflitti, il denaro pubblico che sarebbe potuto servire ad ampliare l’apparato infrastrutturale legato al supporto delle nuove tecnologie rischia comunque di venire dirottato verso i sistemi d’arma e di intelligence, limitando in tal modo i possibili benefici per l’economia reale derivanti dall’applicazione estensiva delle nuove tecnologie; la “fame di energia” determinata dalle nuove tecnologie comporta il rischio di lasciar passare in secondo piano il problema delle emissioni nocive per l’ambiente legate al maggior consumo di energia. Un problema ulteriore, quello del “colore” dell’energia prodotta e utilizzata, che si sarebbe potuto risolvere qualora fosse stato più agevole sostenere il maggior costo dell’energia “verde”, ma che determina il possibile peggioramento dell’inquinamento globale proprio nel momento nel quale avremmo dovuto compiere lo sforzo maggiore.

Wholesale electricity prices in Europe

€/MWh

Monthly Daily (1 year) Daily (3 months)

Max EU price x Min EU price x Germany x France x United Kingdom x Spain x Ireland x Enter countries to show



Source: LCCC (UK), semopx (Ireland), ENTSO-e (all other EU countries). Prices are average day-ahead spot prices per MWh sold per time period; Max and min prices refer to the highest and lowest average values of any country in the EU in that period; Prices converted from £/MWh to €/MWh for the UK. Download data [here](#).

EMBER

Le risposte ovviamente non sono affatto scontate ma le prospettive restano buone, al momento. Un meraviglioso equilibrio sta continuando a tenere sui massimi i mercati finanziari. Con effetti positivi per il mondo intero!

Stefano di Tommaso

L'INFLAZIONE NON ALLARMA LE BORSE



Leggiamo da più parti che, dato il perdurare della crisi del Golfo Persico, il prossimo inverno rischiamo di rimanere al fresco, che potremmo essere costretti a razionare le scorte di carburante, che i prezzi di quasi tutto schizzeranno alle stelle. In pratica: saremo più poveri e, a causa dell'inflazione, i nostri risparmi varranno decisamente meno. I numeri al riguardo sono inquietanti: l'energia è quasi raddoppiata, in Italia l'incremento mensile dei prezzi al consumo è poco sotto il 2% (cioè intorno al 20% annuo), le previsioni di sviluppo economico globale sono già state riviste al ribasso e i debiti pubblici stanno crescendo ad un ritmo feroce. In sintesi l'inflazione si appresta a colpire molto duramente. Allora perché i mercati finanziari ne restano indifferenti ?

Oil prices surge to wartime high

Brent crude (\$ per barrel)

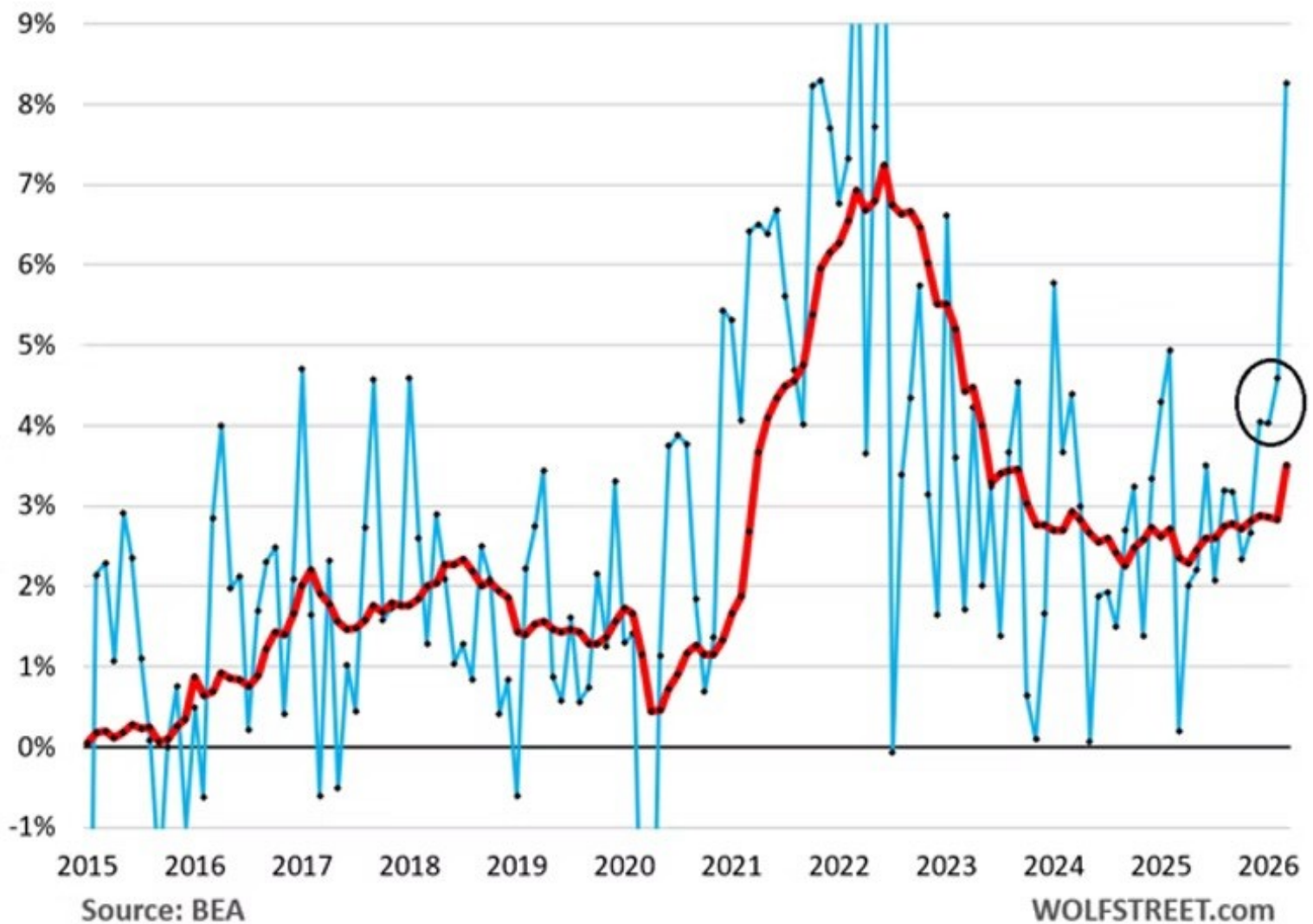


Source: LSEG via markets.ft.com

L'INFLAZIONE È GIÀ NELLE STATISTICHE

Per rispondere occorre scavare parecchio, sebbene i timori di qualche mese fa oramai siano divenuti una certezza. Non solo in Europa bensì anche in America, come si può leggere dal grafico qui sotto riportato.

PCE Price Index, Monthly Annualized, Year-over-Year



IL NUOVO RECORD STORICO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA

Ciò nonostante le Borse hanno bruciato i precedenti massimi storici, le imprese quotate in borsa mostrano profitti importanti e crescenti, i tassi d'interesse non crescono e le banche non tirano i freni. Com'è possibile questo "iato"? Che i mercati finanziari ignorino una prospettiva economica decisamente grave? La risposta in parte è nelle cose, e in una certa parte invece proprio non c'è: non ci sono veri precedenti al riguardo.



IL RECORD STORICO DI WALL STREET: IL LIVELLO RAGGIUNTO DALL'INDICE SP500

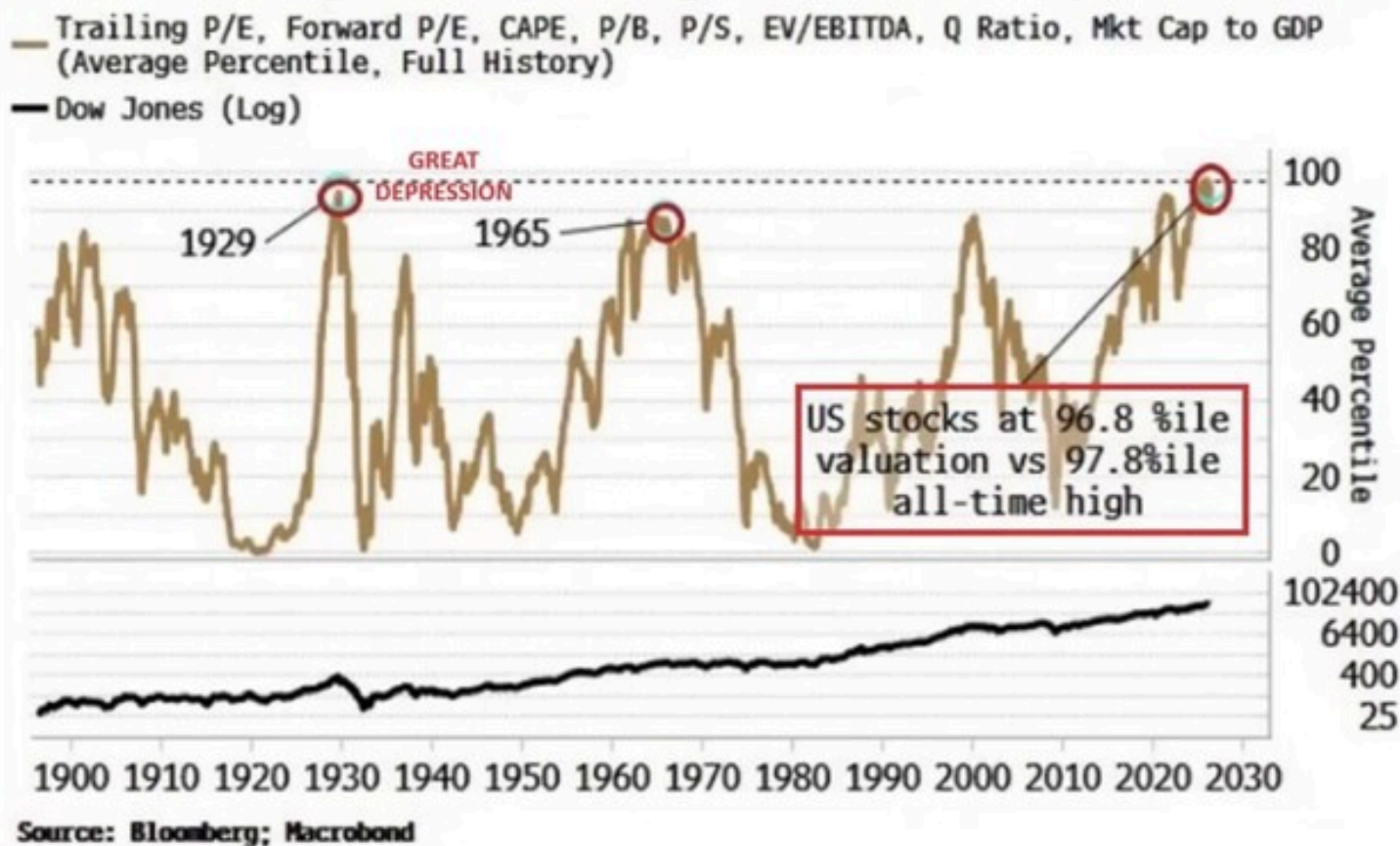
ADDIRITTURA LA VOLATILITÀ SCENDE

Sicuramente viviamo in un'epoca molto speciale: le borse hanno battuto tutti i record precedenti anche in termini di valutazioni delle imprese (cioè i multipli di valutazione delle imprese quotate sono più alti che nel 1929, nel 1968 e nel 2001). Un'epoca nella quale non ci sono mai stati così tanti asset finanziari (cioè tanto debito) rispetto al valore del prodotto lordo dell'economia reale. Nemmeno l'analisi della volatilità della borsa delle borse (Wall Street) ci aiuta ad adottare prudenza: i nuovi record dell'indice sono stati raggiunti mentre la volatilità scendeva a livelli molto bassi:



Siamo cioè tecnicamente nel pieno di una “bolla” speculativa e, come spesso accade in questi casi, nessuno si sta preoccupando sino a quando la bolla non scoppia. Ma scoppierà davvero? Dopo tanto brusio al riguardo, molti analisti iniziano a pensare che quella prospettiva è sì possibile, ma non necessariamente probabile.

Stocks Virtually at All-Time High Valuations Despite Iran War

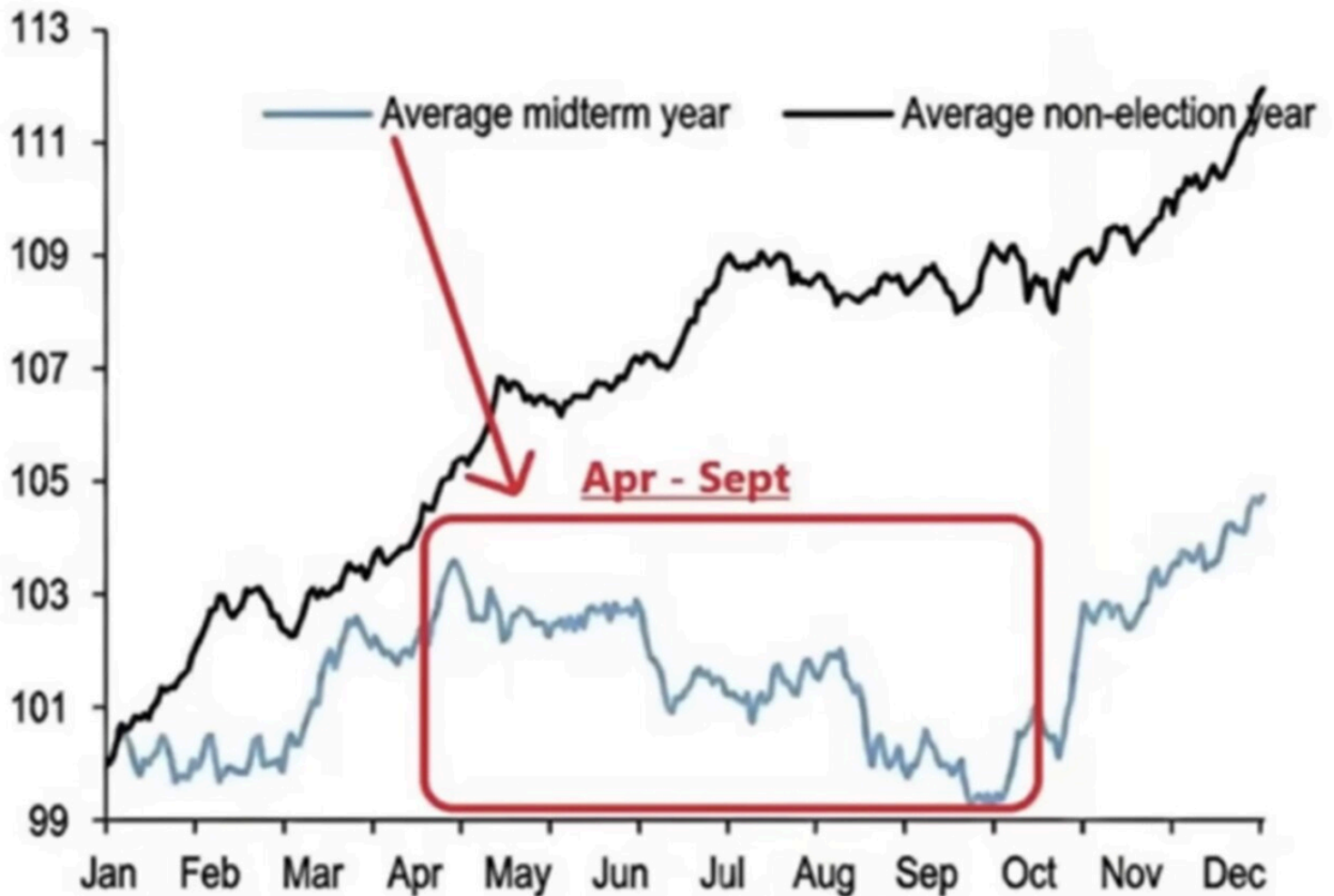


IL RAPPORTO PREZZO/UTILI DELLE AZIONI NON È MAI STATO COSÌ ALTO

LA BOLLA SPECULATIVA SCOPPIERÀ ?

A richiamare prudenza tuttavia interviene un grafico molto esplicativo: la media mensile storica dell'andamento delle quotazioni di Wall Street degli ultimi anni, in particolare negli anni in cui è in arrivo una tornata elettorale (qui sotto). Questo significa che, anche senza alcun crollo, statisticamente potremmo aspettarci dei ribassi consistenti fino a tutta l'estate.

Average S&P500 level (indexed at 100 in Jan) for midterm and non-election years. Sample starts in 1946



Source: J.P. Morgan

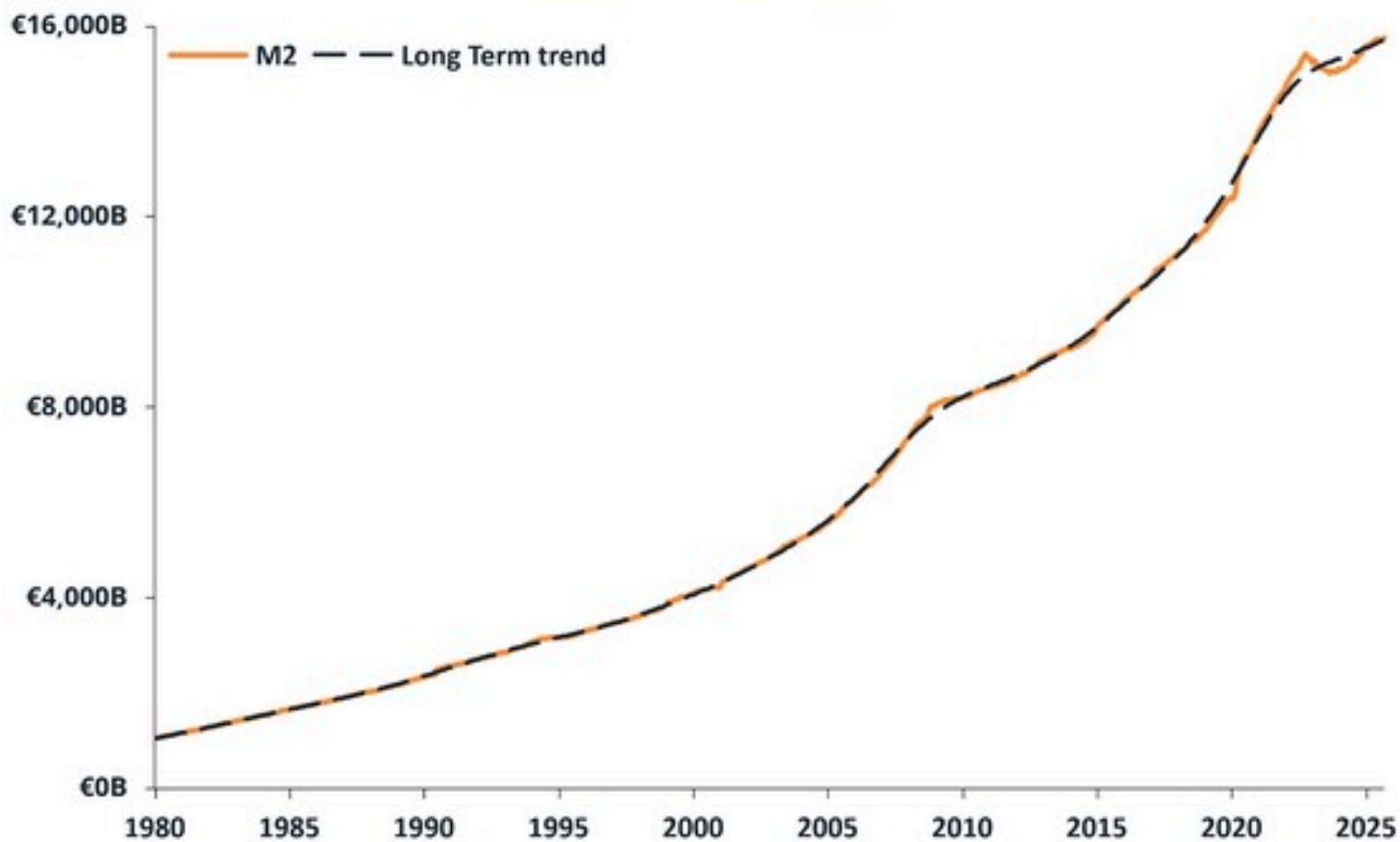
L'INFLAZIONE PUÒ INFLUENZARE POSITIVAMENTE I TITOLI AZIONARI

Ho chiesto all'Intelligenza Artificiale cosa succede ai mercati finanziari quando l'inflazione si radica e, anzi, picchia più duro. La risposta è stata che i tassi d'interesse non possono che aumentare e che i profitti delle imprese sono a rischio. Ma soprattutto che si crea una disconnessione inevitabile tra Wall Street e Main Street, cioè tra finanza e economia reale. Quest'ultimo è forse l'aspetto più contro-intuitivo di tutta la faccenda, dal momento che - con l'attesa di una crescita dei tassi d'interesse nominali- le valutazioni dei titoli azionari dovrebbero scendere. E invece salgono.

Non soltanto perché spesso le imprese sono in posizione "rialzista" quando salgono i prezzi (le scorte e gli impianti si rivalutano, i margini nominali crescono, eccetera) ma anche perché il cambiamento di paradigma che arriva con il rincaro dei costi accentua le performances delle imprese migliori, che tipicamente sono quelle quotate in Borsa (ovviamente vale per le più solide e grandi tra loro, molto meno per le altre). Ovviamente tutto questo avviene quando la liquidità in circolazione resta elevata (ed è ai massimi storici anch'essa, come si può leggere dal grafico qui sotto), altrimenti il gioco non

funziona più.

European Monthly M2: Monetary aggregate M2 reported by MFIs, central gov. and post office giro institutions, Stocks



Source: Proprietary analysis based on data from European Central Bank.

I TASSI D'INTERESSE PERÒ STANNO GIÀ SALENDO

Poi bisogna vedere cosa succede con l'unica conseguenza certa dell'inflazione: l'inevitabile rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine, dal momento che, con l'inflazione, la perdita di valore intrinseco dei titoli a reddito fisso deve venir compensata da un rialzo dei rendimenti degli stessi. E se i tassi a lungo termine salgono, anche la spesa per interessi dei debiti pubblici sale e si avvicina alla soglia di sostenibilità. Ho letto che la storia insegna che i regimi crollano quando la spesa per interessi supera quella militare. Certamente ci si avvicina molto al limite.

US Treasury 30-Year Yield, EFR %



Source: Treasury Dept.

WOLFSTREET.com

Sì è però visto già in passato che il mondo può convivere con una struttura di tassi d'interesse più elevata qualora esistano motivi per i quali si può evitare la recessione. E il mondo oggi ne ha a bizzeffe! Innanzitutto la spinta incredibile allo sviluppo economico (e al ribasso dei costi di produzione) che sta arrivando dalle nuove tecnologie (la spesa per investimenti relativi all'intelligenza artificiale crescerà anche per tutto il 2027) e dai profitti che (tutte) le imprese quotate stanno facendo, ma poi anche l'incremento della spesa pubblica ha un effetto anti-depressivo per l'economia. Almeno sin tanto che gli interessi sui debiti restino sostenibili. Anzi: entro certi limiti l'inflazione aiuta a far calare il valore reale dei debiti pubblici rispetto al prodotto interno lordo.

European Monthly Detrended Monetary Expansion-Contraction Cycles and Interest Rates



IL CICLO MONETARIO DELL'ULTIMO QUINQUENNIO È STATO PARTICOLARMENTE ESPANSIVO

Ma i problemi derivanti dall'incremento dell'inflazione possono arrivare anche da altre direzioni. Un classico delle fiammate inflazionistiche precedenti è stato il cosiddetto "fuoco amico": l'effetto recessivo che arriva qualora la politica monetaria assume una posizione eccessivamente restrittiva, perché quando la liquidità dei mercati si riduce, quando il credito disponibile aumenta il suo costo e restringe i suoi volumi, quando le infrastrutture rallentano perché vengono a costare più care, evidentemente, la recessione può avvicinarsi.

LA RECESSIONE POTREBBE NON ARRIVARE

Questa volta tuttavia -almeno per un primo periodo- sappiamo già che è relativamente improbabile che le banche centrali vogliano esagerare, dal momento che:

- se il problema -è arcinoto- viene dall'esterno e non dai consumi, non c'è la necessità di penalizzare questi ultimi con rialzi indiscriminati dei tassi a breve termine che possono gettare l'economia reale in recessione;
- comunque un qualche effetto negativo sull'occupazione arriverà di sicuro e i salari

reali in realtà fanno fatica a tenere il passo, dunque i consumi si ridurranno comunque e non ci sarà bisogno di penalizzarli;

- la spesa pubblica (soprattutto militare) continuerà a crescere fornendo stimoli positivi all'economia; i ministri del Tesoro dovranno collocare maggiori emissioni di titoli di Stato e dunque
- le banche centrali non potranno andare troppo sfacciatamente contro le necessità dei governi di finanziare il disavanzo, dunque difficilmente dreneeranno la liquidità.

Le banche centrali al tempo stesso non potranno restare del tutto indifferenti all'inflazione e alla conseguente tendenza dei tassi a lungo termine a crescere per poter compensare la perdita di valore nominale. Dunque è probabile che, a fronte di un'inflazione che dovesse rivelarsi tutt'altro che passeggera (come in realtà già è chiaro oggi), alla fine qualche rialzo dei tassi di sconto sarà da mettere tra le cose probabili.

L'ECONOMIA GLOBALE È COMUNQUE A RISCHIO

Ma il problema più inquietante tuttavia sarà il "rimescolamento" nell'economia industriale che sarà dettato dalla presa d'atto che il forte rialzo dei costi dell'energia non è destinato ad essere passeggero. Non ci sarà soltanto un effetto a catena dei costi dell'energia sui costi di tutti gli altri settori dell'industria. Ci sarà soprattutto un deciso rialzo dei prezzi dei costi dei trasporti, delle derrate alimentari (penalizzate dalla scarsità di fertilizzanti e conservanti), con il rischio che alcune popolazioni arrivino a dover ridurre la spesa alimentare per non poterselo permettere.

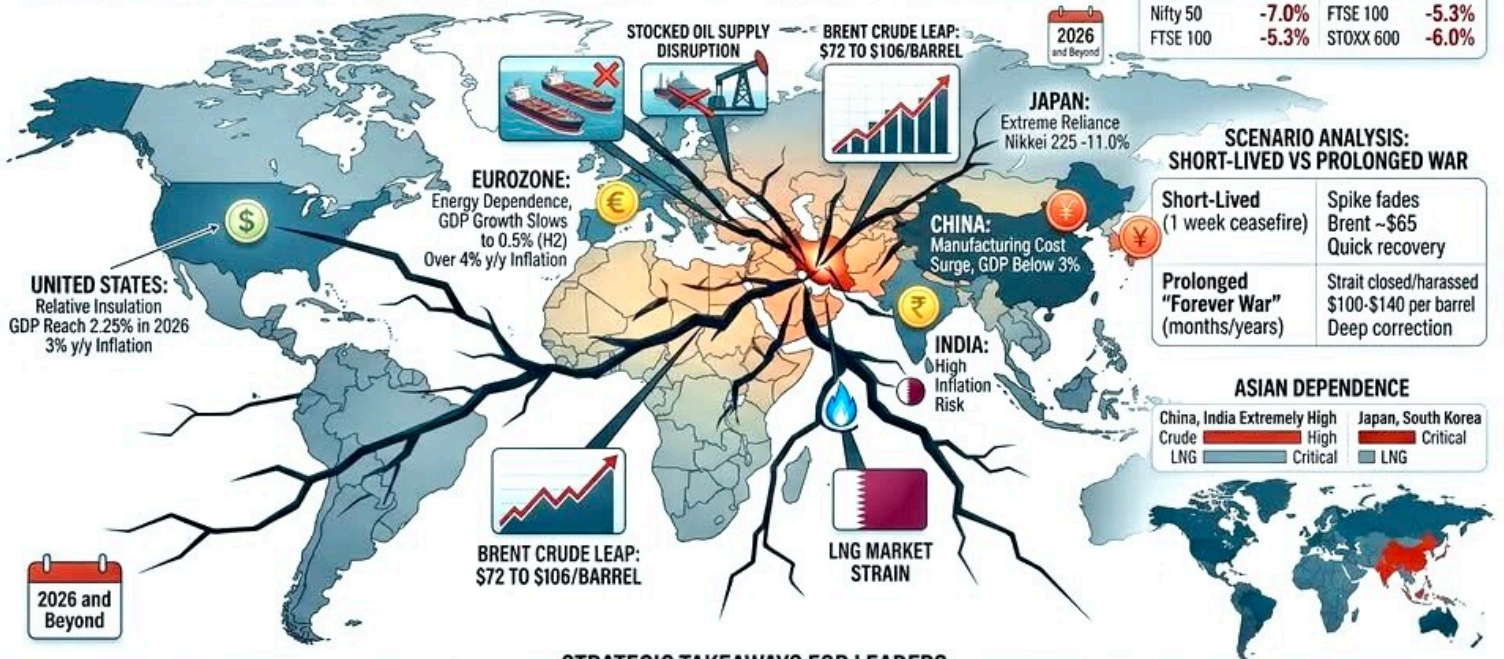
In generale alcuni settori, con il rialzo generalizzato dei fattori di produzione, inizieranno ad avere industrie anti-economiche, fino ad andare fuori mercato, generando anche disoccupazione. In condizioni normali questi meccanismi generano recessione o comunque problemi allo sviluppo economico. Questo oggi non è più così scontato, ma resta chiaro che il cambiamento socio-economico sarà impetuoso.

GLOBAL ECONOMY AT RISK: IRAN WAR EXPLAINED

KEY INSIGHTS: Strait of Hormuz Chokepoint | Oil Prices Soar | Asian Dependence | Stock Market Declines | Supply Chain Disruption | Scenario Planning

STOCK MARKET DECLINES ACROSS MAJOR EXCHANGES

NYSE Composite	-6.0%	Nasdaq	-2.4%	Nikkei 225	-11.0%		-7.0%
Nifty 50			-7.0%	FTSE 100			-5.3%
FTSE 100			-5.3%	STOXX 600			-6.0%



SCENARIO ANALYSIS: SHORT-LIVED VS PROLONGED WAR

Short-Lived (1 week ceasefire)	Spike fades Brent ~\$65 Quick recovery
Prolonged "Forever War" (months/years)	Strait closed/harassed \$100-\$140 per barrel Deep correction

ASIAN DEPENDENCE

China, India	Extremely High	Japan, South Korea	Critical
Crude	High	Crude	Critical
LNG	Critical	LNG	Critical

STRATEGIC TAKEAWAYS FOR LEADERS

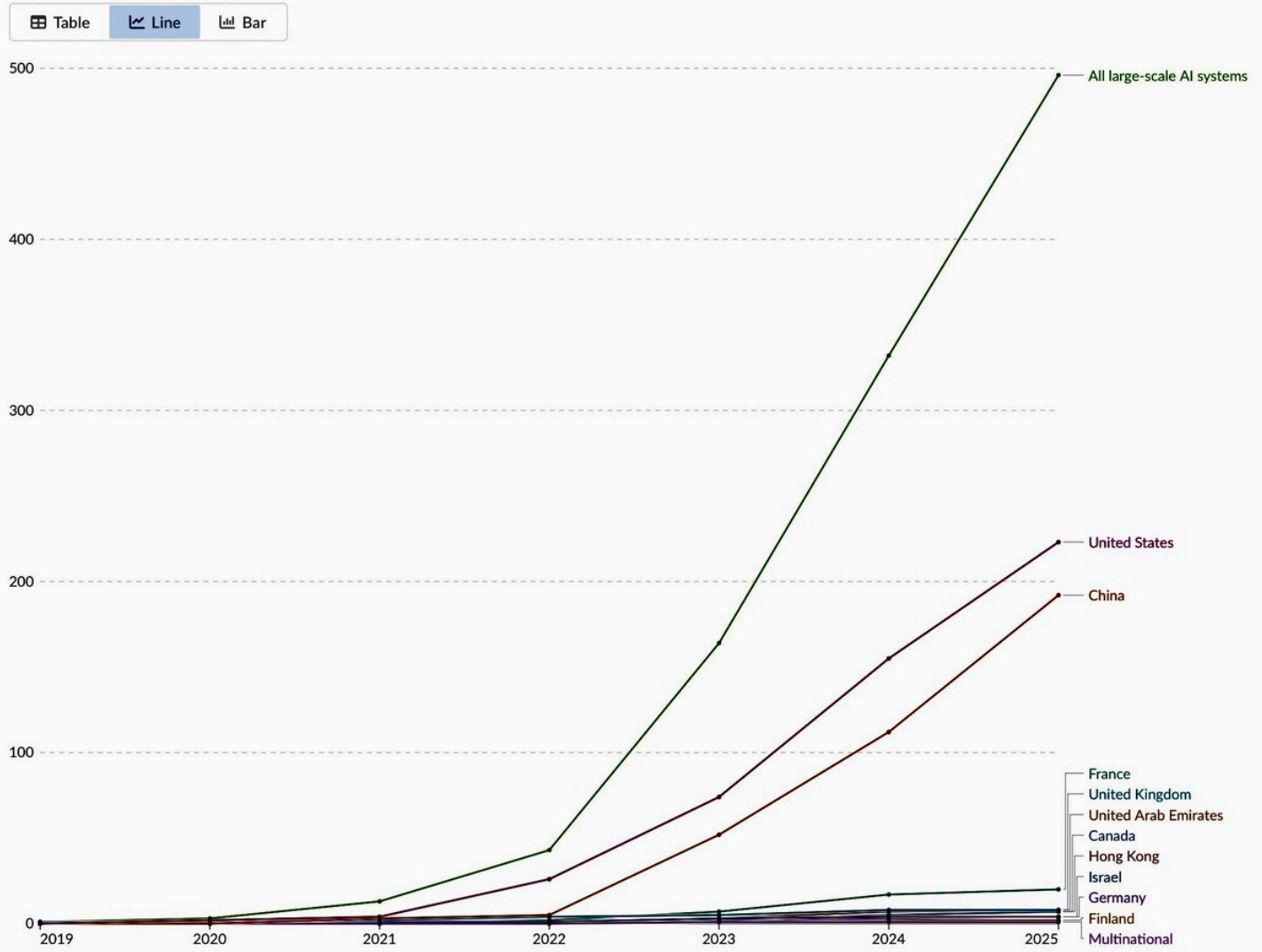
1. Energy Risk Mitigation
2. Supply Chain Resilience
3. Scenario Planning
4. Financial Strategy Adjustment
5. Compliance and Regulatory Readiness

Quello che appare strano ma possibile è che al tempo d'oggi il mondo inizi a convivere con tutte le meravigliose ricadute dell'intelligenza artificiale e sembra oramai accertato il suo impatto decisamente positivo sulla stragrande maggioranza dei settori economici. Le due cose dunque potrebbero miracolosamente bilanciarsi e la contemporaneità dell'arrivo dell'inflazione al tempo stesso dell'accelerazione della produttività del lavoro potrebbe portare a situazioni senza precedenti nella storia economica, non necessariamente negative, sempre che i conflitti armati non divengano la variabile prevalente nella narrazione economica.

Cumulative number of large-scale AI systems by country since 2019

Refers to the location of the primary organization with which the authors of a large-scale AI systems are affiliated.

Our World
in Data



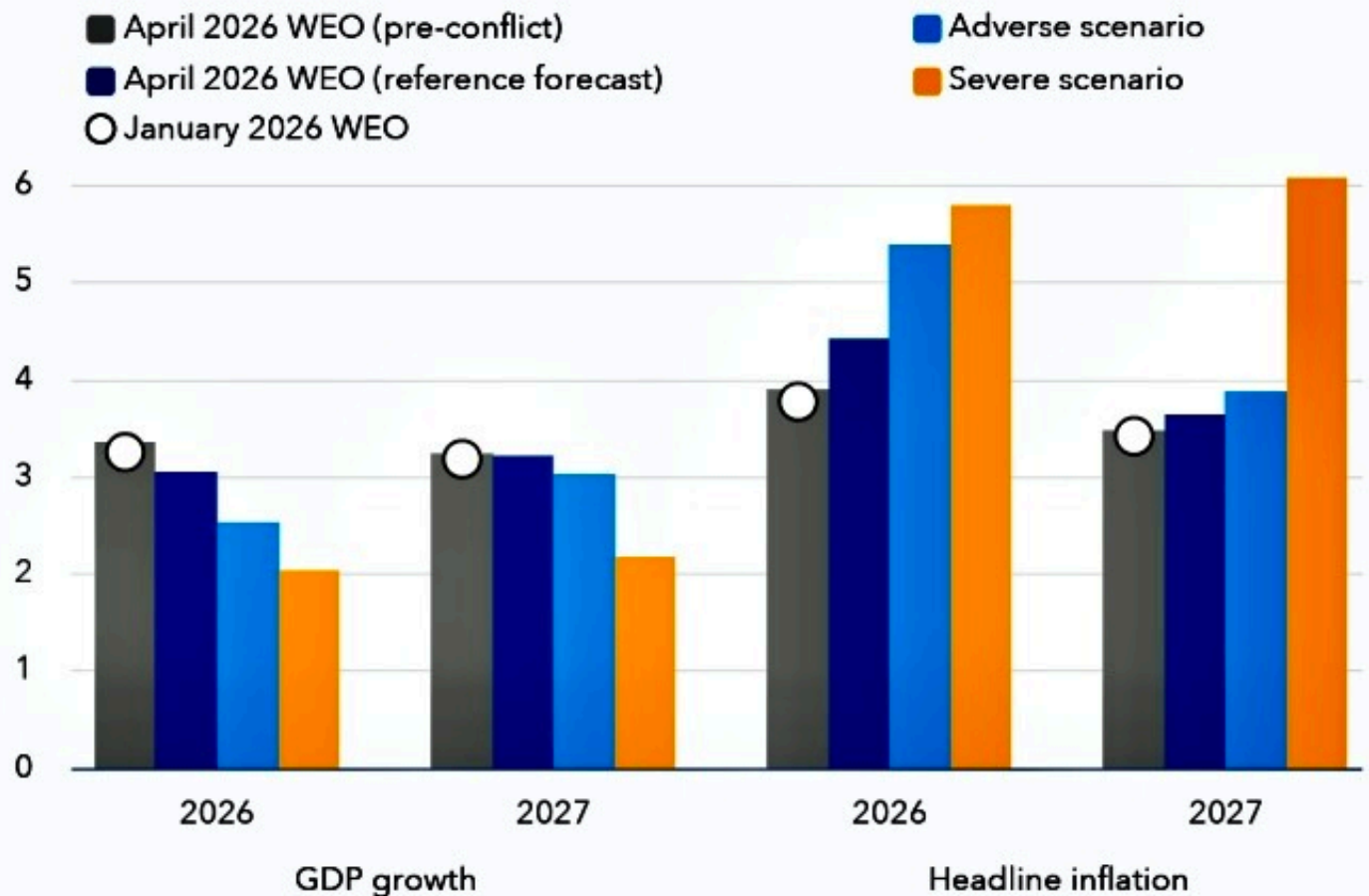
L'ECORME SPINTA ESPANSIVA DEGLI INVESTIMENTI SULL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE

SI PUÒ SUPERARE LO SHOCK PETROLIFERO, MA SOLO FINO A UN CERTO PUNTO

Assumendo tuttavia che il mondo non arriverà a una nuova guerra mondiale o a situazioni simili, l'inflazione potrebbe perciò accelerare il cambiamento che le nuove tecnologie stavano già somministrando alle principali economie del pianeta, senza necessariamente portarle verso una recessione, mentre il rapporto tra lo stock di debito complessivo e il prodotto lordo (il PIL) dei paesi più indebitati potrebbe addirittura migliorare. Il condizionale però resta d'obbligo qualora vogliamo indossare gli occhiali rosa nell'osservare la congiuntura economica attuale. E per restare ottimisti occorre che la misura dei problemi causati dalla scarsità di petrolio, gas, fertilizzanti e derrate alimentari in generale non superi una certa soglia.

The duration and scale of the conflict will shape the global outlook

Percent



Sources: IMF, April 2026 World Economic Outlook; and IMF staff calculations.

IMF

E occorre anche che i conflitti armati non divengano la normalità, dal momento che in generale essi distruggono ricchezza e capacità di reddito, oltre ad aumentare i debiti pubblici per l'accelerazione delle spese militari.

Stefano di Tommaso

BORSE INFLAZIONE E STAGNAZIONE



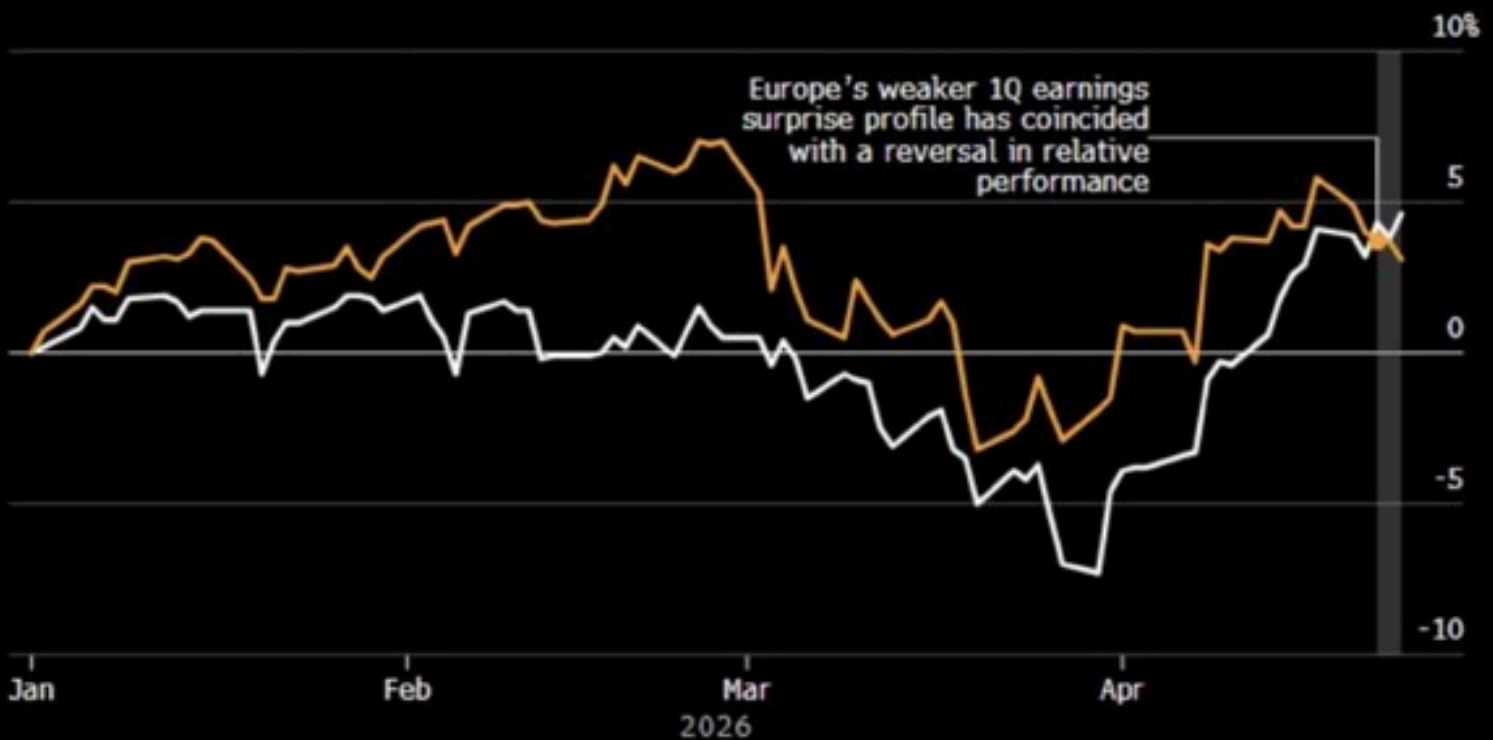
Dopo due mesi dall'attacco militare all'Iran e dal conseguente rincaro dei prezzi di numerose materie prime legate al petrolio e al gas, la congiuntura economica sembra evolvere in una direzione sempre più chiara: i mercati finanziari fino ad oggi hanno "tenuto" perché l'economia di USA e Cina (le due grandi superpotenze) si è mostrata resiliente, mentre ci sono segnali evidenti che quella del resto del mondo inizia ad arrancare, in particolare quella europea.

La ragione non sta soltanto nel rincaro delle importazioni di materie prime cui è costretto il vecchio continente bensì anche nel crescente bisogno di importare tecnologie, armamenti e sinanco materie prime, che vengono esportate principalmente da USA e Cina. Questa divaricazione tra le "grandi" economie e il resto del mondo salva le statistiche globali, fino ad oggi ha favorito le borse, ma comporta inevitabilmente un'elevata probabilità di stagnazione e inflazione.

Europe's Lead Slips Away

Recent weakness has left European stocks trailing the US in 2026

Stoxx 600 S&P 500



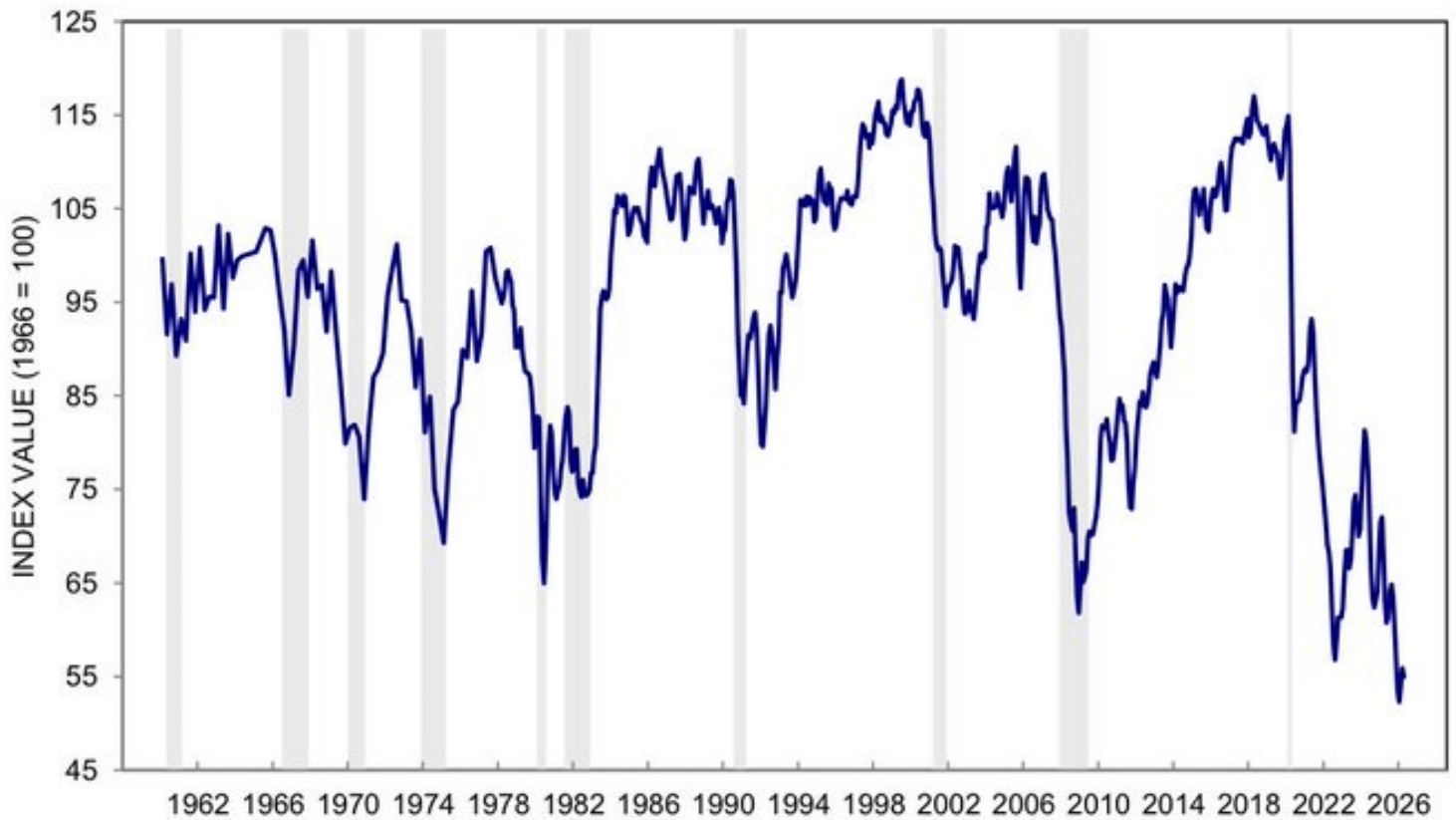
Note: Data as of 5:01pm London time on 24 April 2026.

Source: Bloomberg

LA PREDOMINANZA AMERICANA SUI MERCATI FINANZIARI

L'America dal canto suo non soltanto vanta un'economia decisamente più solida e resiliente rispetto a buona parte del resto del mondo ma ospita 59 delle prime 100 multinazionali del pianeta e le sue borse capitalizzano il 75% del totale mondiale. Cioè di fatto attira il 75% dei capitali a livello globale e orienta il restante 25%. Non è un caso peraltro che i profitti delle grandi imprese americane facciano da traino al fatturato delle altre imprese americane e che tanto le une quanto le altre abbiano fino ad oggi continuato a generare ricchezza. E non stupisce che, nonostante i molti timori per il futuro, il consumatore americano continui a spendere cifre molto importanti e che ciò ha sino ad oggi aiutato non poco a finanziare il bilancio federale americano (dazi compresi). Le grandi tensioni internazionali degli ultimi due mesi stanno cioè creando un vantaggio per l'economia delle grandi potenze e soprattutto per quella americana.

CURRENT ECONOMIC CONDITIONS INDEX



Anche il cambio del Dollaro è stato aiutato dalla fuga dei capitali dal Medio Oriente e dalla sostanziale tenuta dei mercati finanziari americani. Anche per questo motivo i tassi d'interesse americani non sono cresciuti come si sarebbe già potuto temere due mesi fa, all'inizio della guerra con l'Iran. L'inflazione probabilmente aumenterà, ma gradualmente e, almeno fino ad oggi, sembra lo stia facendo anche in misura limitata.



L'ECCESSO DI DEBITO FA TEMERE IN CASO DI RIALZO DEI TASSI

Ma la possibile prosecuzione dello stato di guerra pone il problema di un potenziale rincaro strutturale dei prezzi di quasi tutte le materie prime. E rischia di rimescolare presto le carte, perché il maggior costo di materie prime, energia e commodities (Ivi compresi i generi alimentari), laddove non rientrasse presto tra le anomalie temporanee, non potrà non generare una ben più elevata inflazione dei prezzi. E in tal caso il rialzo dei tassi d'interesse apparirebbe inevitabile. Cosa relativamente normale se oggi ci trovassimo in una situazione normale. Ma la congiuntura economico-finanziaria globale non si trova in una situazione "normale": il mondo convive con un eccesso strutturale di debito (pubblico e privato) che rischia davvero di guastare la festa in caso di rialzo dei tassi d'interesse.

GLOBAL GOVERNMENT DEBT PERCENT OF GDP

GENERAL GOVERNMENT GROSS DEBT PERCENTAGE

DN



Source: IMF

DOVE ARRIVERÀ L'INFLAZIONE ?

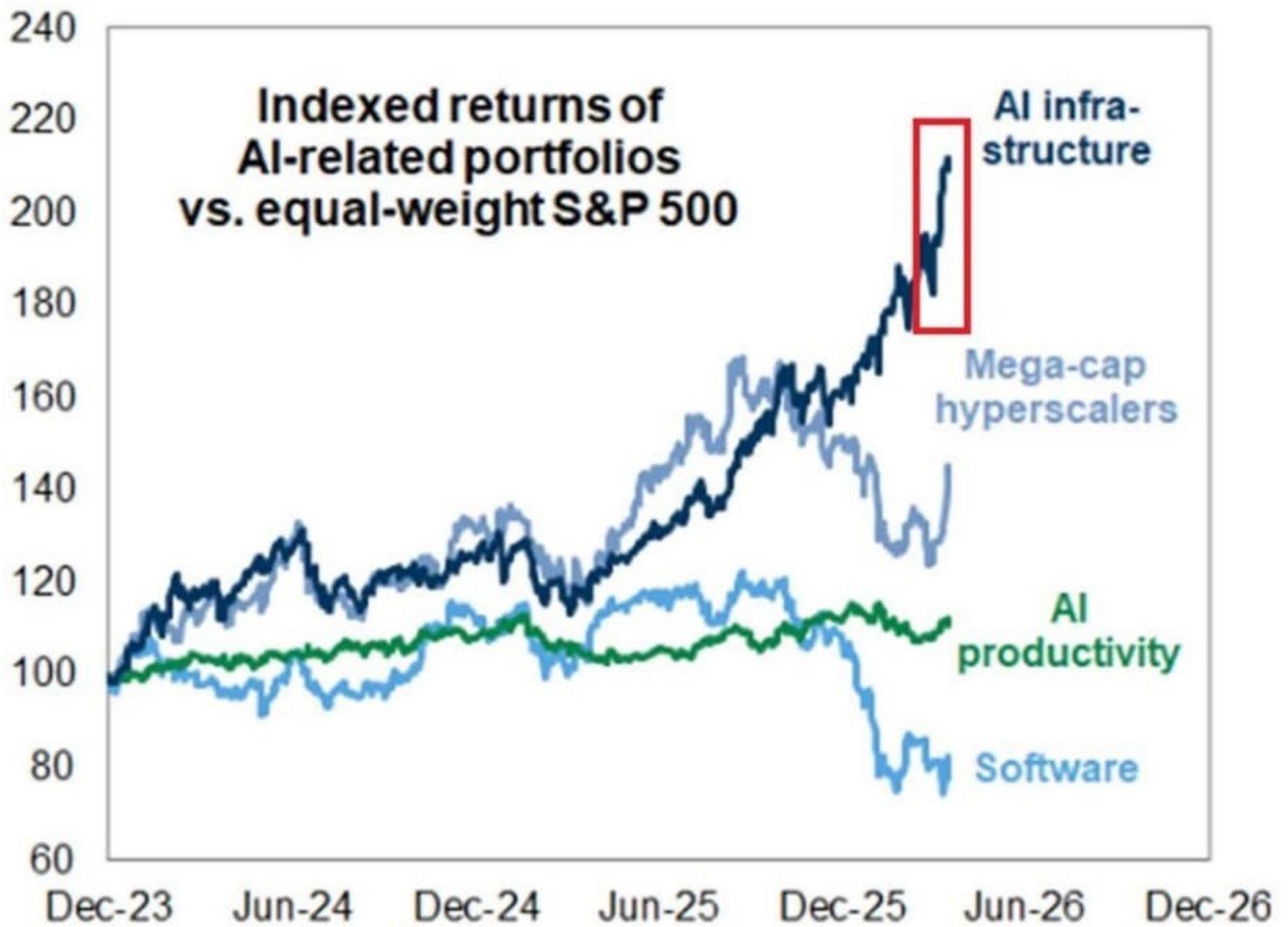
Fino ad oggi i mercati finanziari si sono limitati a smettere di incorporare nei prezzi dei

titoli a reddito fisso l'aspettativa di un ribasso nei tassi d'interesse. Ma le ultime (e per ora provvisorie) rilevazioni dell'inflazione dei prezzi al consumo in America hanno superato la soglia psicologica del 4%. E la vicenda potrebbe costituire soltanto l'inizio di una storia ben più travagliata, dal momento che l'inflazione presa in considerazione per le statistiche è quella dei prezzi al consumo, i quali ci mettono molto tempo a riflettere il rincaro di energia, materie prime, logistica e costo del lavoro. Questi stanno aumentando in media nel mondo di ben oltre il 20% (e il petrolio di oltre il doppio). Ovviamente nessuno ha la sfera di cristallo e i timori potrebbero rimanere tali senza concretizzarsi in nessun allarme.

I FATTORI CHE SINORA HANNO CONTRASTATO LA STAGNAZIONE

Per comprendere per quale motivo molti economisti sostengono che l'economia globale è forte e che continuerà ad essere tale occorre esaminare i medesimi principali fattori che hanno impedito ai mercati finanziari di entrare in crisi e hanno migliorato gli indicatori relativi all'andamento economico complessivo :

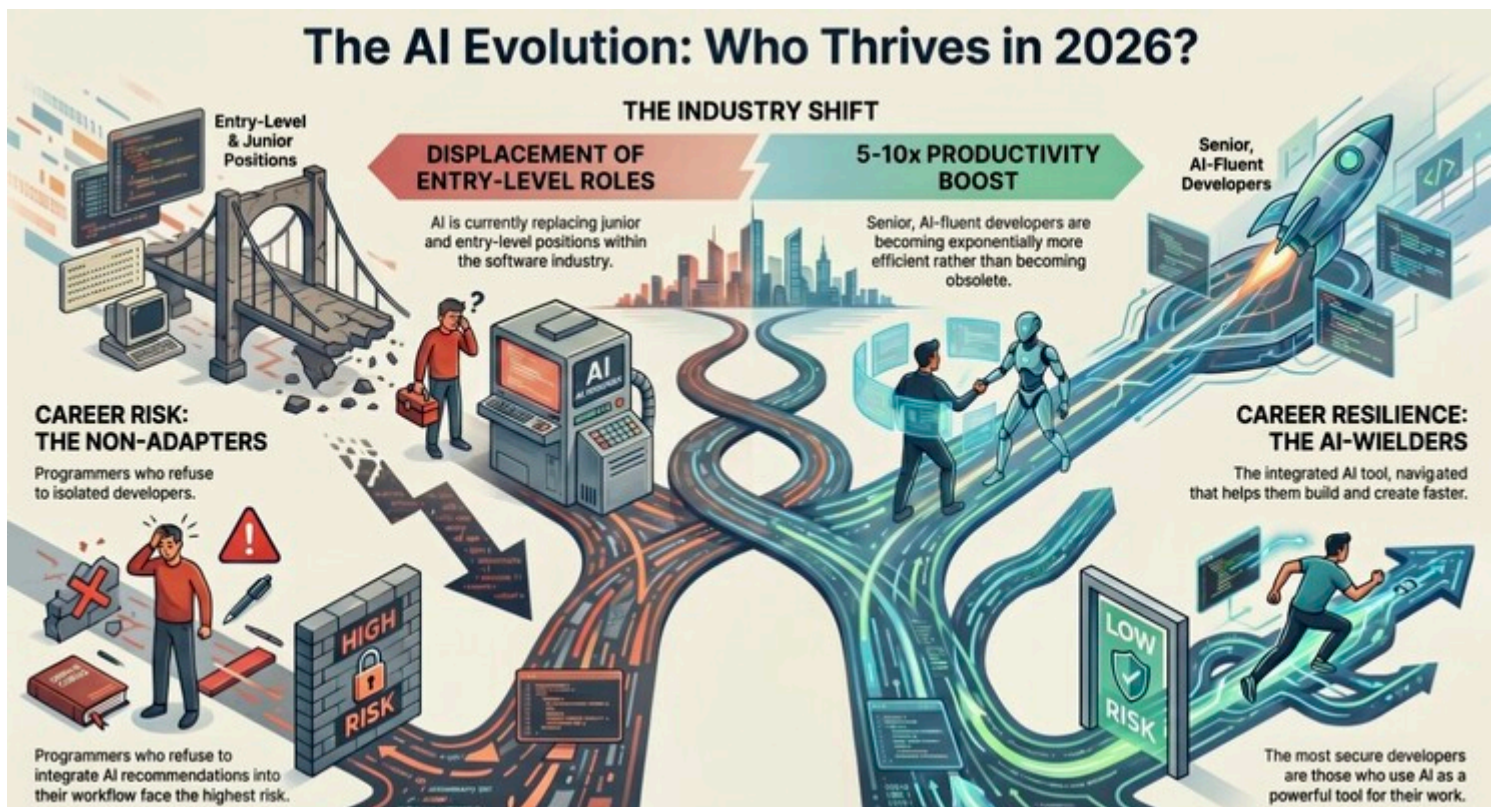
- Il "super-ciclo" dell'intelligenza artificiale ha indubbiamente generato ricchezza nonché alimentato profitti e quotazioni di borsa delle grandi multinazionali tecnologiche, oltre ad aver avuto un indubbio effetto disinflazionistico sui prezzi al consumo a causa del notevole impulso che sta fornendo alla produttività del lavoro umano;



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

- L'enorme liquidità oggi in circolazione nell'intero pianeta, accumulatasi per l'eccesso di interventismo delle banche centrali (soprattutto quella americana e quella cinese), si è ridotta ben poco nonostante la guerra in corso. Essa ha contribuito a mantenere elevate le quotazioni delle borse e bassi i tassi di rendimento dei titoli pubblici;
- L'effetto "ricchezza" determinato dalle performance delle borse, combinata con la grande disponibilità di credito al consumo derivante dall'abbondanza di liquidità complessiva, ha tenuto elevata la fiducia dei consumatori mascherando la perdita di valore in corso dei redditi derivanti da salari e stipendi.

The AI Evolution: Who Thrives in 2026?

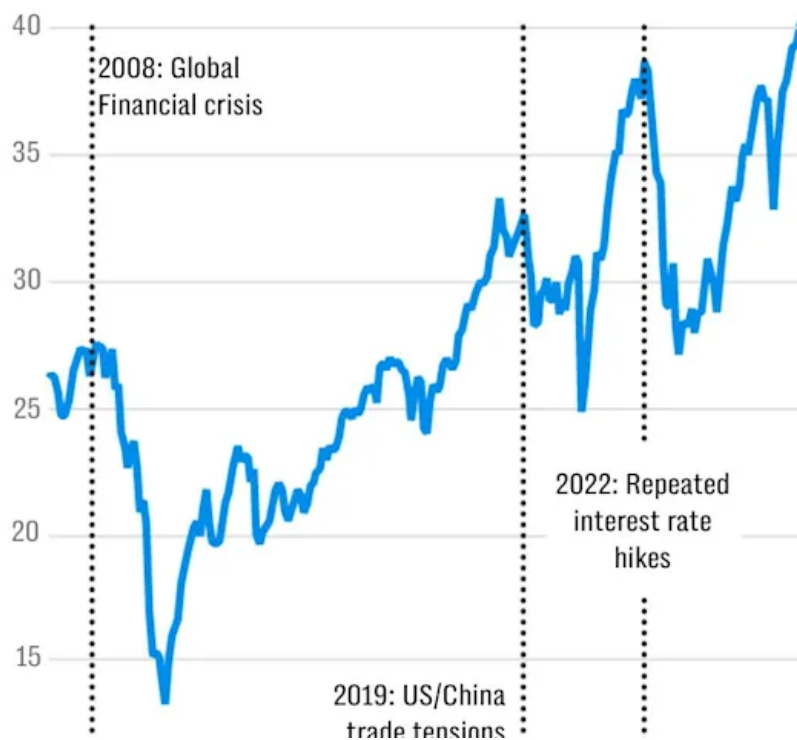


Tutto ciò ha contribuito a mantenere in ordine i conti pubblici delle principali economie globali ma anche ad una generale sottovalutazione del rischio sistemico che può derivare dalla crescita dei tassi d'interesse nominali originata dal rialzo dell'inflazione dei prezzi. Con un indebitamento globale come quello attuale (non soltanto in America) e con l'andamento probabile verso ulteriori rialzi del costo delle materie prime, il rischio che si sta materializzando in questi giorni è quello della perdita di fiducia dei mercati sulla sostenibilità del costo del debito.

IL RISCHIO DI UN "MINSKY MOMENT"

Un potenziale ulteriore aumento dei tassi d'interesse infatti potrebbe portare il sistema finanziario globale a una soglia di non ritorno come quella che gli economisti definiscono "Minsky Moment" (a seguito della teorizzazione da parte dell'economista americano post-keynesiano Hyman Minsky (1919-1996), diventato famoso per una tesi che per molti anni fu considerata eterodossa e che dopo il 2008 è tornata centrale: la "Financial Instability Hypotesis").

La tesi di Hyman Minsky sostiene che le crisi economiche peggiori sono per assurdo determinate proprio dalle situazioni di migliori performances dei mercati finanziari. Anzi: che sono essi stessi a generare instabilità. Se il sistema finanziario scoppia di salute allora può tendere all'auto-indulgenza e alla fine scoprirsi intrinsecamente fragile, mentre l'indebitamento con l'aumentare dei tassi d'interesse inizia a venire percepito come non più sostenibile.



IL MOLTIPLICATORE DI VALORE MEDIO DELL'INDICE PRINCIPALE DELLA BORSA AMERICANA MOSTRA UN PICCO SENZA PRECEDENTI

Ma se la fiducia del mercato crolla, anche il credito alle imprese si ritira e anche le valutazioni dei cespiti iniziano a scendere (oggi invece sono ai massimi). Il che può innescare un'accelerazione degli eventi come si è visto nel corso delle precedenti grandi crisi globali (come quella del 1929-30) e che può anche prendere spunto da due fattori di debolezza strutturale: il rischio di un'implosione del sistema finanziario giapponese (basato su un debito pubblico record: il 270% del PIL) e l'intrinseca debolezza del Dollaro americano, che potrebbe precipitare se le prossime aste dei titoli di stato americani non avessero successo o se fossero eccessivamente sussidiate dalla FED (banca centrale USA).

LA PROSECUZIONE DELLA GUERRA PROVOCHEREBBE UNA CRISI DI FIDUCIA

Ciò che oggi potrebbe far scattare una crisi di fiducia è dunque proprio l'eventuale prosecuzione della guerra con il conseguente shock inflazionistico che, secondo molti commentatori, appare addirittura comunque inevitabile nei prossimi mesi, a prescindere dal buon esito delle trattative di pace. Molti sostengono infatti che i tempi necessari al ritorno alla "normalità" della disponibilità di materie prime ed energia potrebbero comunque essere lunghi, e che pertanto l'inflazione salirà ugualmente.

Ovviamente al riguardo non vi sono certezze e chiunque fino ad oggi avesse speculato al ribasso sui mercati finanziari si sarebbe rotto le ossa, dal momento che essi sono andati

nella direzione opposta (verso l'alto). Si tratta soltanto di una possibilità che potrebbe essere tranquillamente evitata sui mercati finanziari internazionali dal momento che essi dipendono per 3/4 del loro valore dall'andamento delle borse americane. E anche nelle altre borse la mano forte degli investitori a stelle e strisce sembra poter orientare non poco gli eventi.

DN

LARGEST STOCK MARKETS BY COUNTRY

(as of April 2026)



I RIALZI DEI PREZZI DELL'ENERGIA POTREBBERO PERMANERE A LUNGO

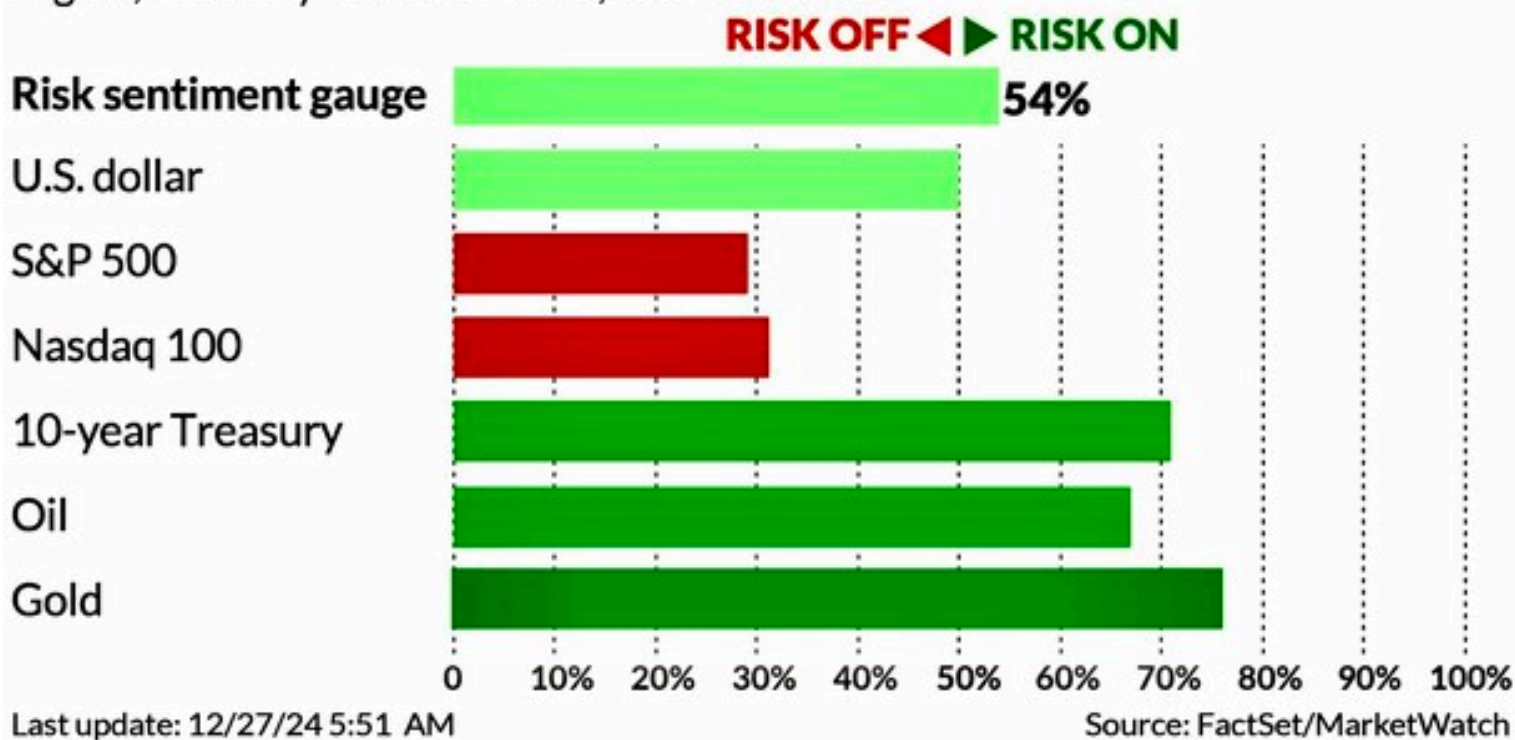
Perché tuttavia il mondo passi "in fanteria" i rialzi indiscriminati nei prezzi delle

commodities, dell'energia, dei trasporti e delle assicurazioni questa volta occorrerà un sforzo coordinato e notevole, anche in funzione del fatto che l'effetto "crescita economica" che ha calmierato i timori nella precedente ondata inflazionistica dello scorso 2024 questa volta non ci sarà. Un deciso rallentamento della crescita dell'economia globale oggi sembra dunque inevitabile, nonostante la spinta che può derivare dalla politica fiscale (principalmente la spesa pubblica per il riarmo) e dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

E sinanco il disaccoppiamento dell'economia reale da quella "di carta" della finanza globale, può aiutare soltanto fino ad un certo punto. L'America ha mostrato una forte volontà di accordo con il Paese recentemente aggredito, ma ha anche più volte minacciato di mostrare i suoi muscoli militari. E qualora le belligeranze del Medio Oriente dovessero riprendere in grande stile e altri danni dovessero venire inflitti alle infrastrutture del Golfo Persico, sarebbe ancora più probabile che gli investitori tornassero in fretta ad un atteggiamento "risk-off" e iniziassero a liquidare una parte maggiore dei loro portafogli per limitare i danni di un potenziale crollo dei mercati finanziari.

Risk on/risk off gauge

Ranking based on average of six futures contracts, relative to their own daily trading history. The contracts are futures on the S&P 500, Nasdaq 100, oil, gold, U.S. 10-year Treasuries and the U.S. dollar. Sentiment improves based on declines in gold, Treasuries and the dollar, and vice versa.



LA STAGIONALITÀ DEI MERCATI NON AIUTA

Da questo punto di vista potrebbe gettare altra benzina sul fuoco anche la stagionalità dei mercati, i quali solitamente a partire dal mese di maggio si posizionano su posizioni

prudenti per una serie di ragioni dovute alla ciclicità dei mercati e dei tassi d'interesse. Oggi nessuno parla della stagionalità dei mercati perché i profitti trimestrali attesi delle grandi multinazionali quotate in borsa sembrano ancora una volta ottimi. La vera domanda però è se tali profitti continueranno imperterriti anche in caso di continuazione della guerra del Golfo, con il prezzo del petrolio fuori controllo e le economie più deboli che entrano in recessione.

E poi occorre ricordare sempre che la vera chiave per comprendere gli sviluppi possibili dei mercati finanziari sarà ancora una volta la grande liquidità globale che oggi li sta sostenendo: se questa si manterrà elevata nonostante tutto, allora sarà comunque possibile limitare i danni. Se invece alla fine le vendite indiscriminate e il rialzo dei tassi d'interesse farà sì che tornerà a ridursi, allora una correzione dei mercati -almeno temporanea- risulterà inevitabile.

Stefano di Tommaso