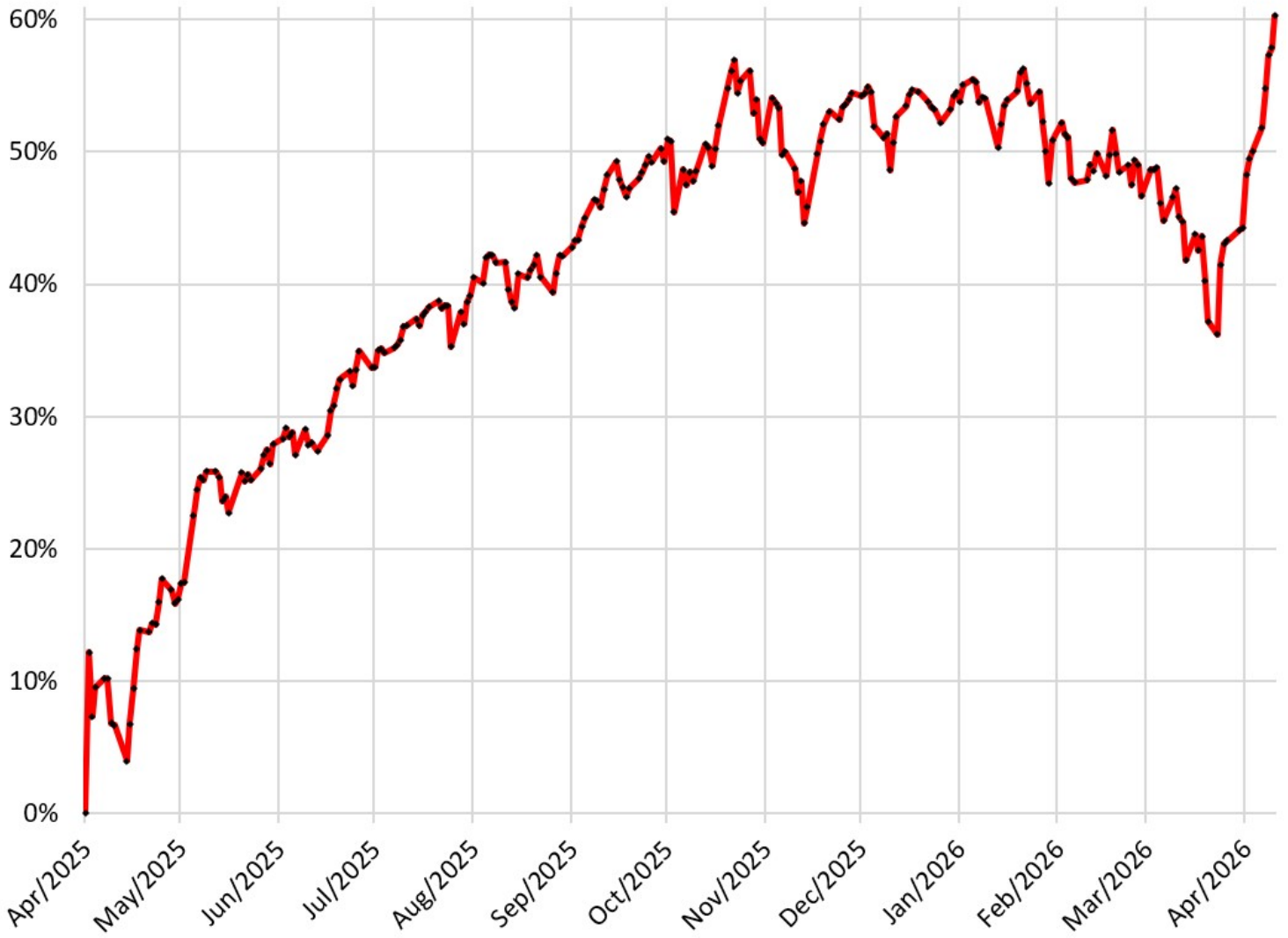


# DUE NARRAZIONI CONTRASTANTI



**Gli indici delle principali borse del mondo sembrano essere andati alle stelle la scorsa settimana, mentre il mondo sembra precipitare nella più nera delle crisi geopolitiche degli ultimi anni, con il forte rischio di una "escalation" militare globale. Possono convivere queste due narrative? Apparentemente sì, anzi ciascuna di esse sembra voler esagerare nella propria direzione: da un lato le borse hanno infatti toccato (quasi tutte) nuovi massimi storici, con la volatilità ridiscesa ai minimi e i tassi d'interesse sui titoli di stato che sono tornati ai livelli pre-guerra, mentre dall'altro lato lo stretto di Hormutz resta chiuso alle navi che dovrebbero consegnare petrolio, gas e altre materie prime essenziali al resto del mondo e anzi gli USA hanno ammassato la bellezza di 70.000 militari nei pressi del Golfo Persico!**

## NASDAQ Composite % Change since April 8, 2025



Source: YCharts

WOLFSTREET.COM

L'INDICE "TECNOLOGICO" DELLA BORSA AMERICANA HA RAGGIUNTO UN NUOVO MASSIMO STORICO

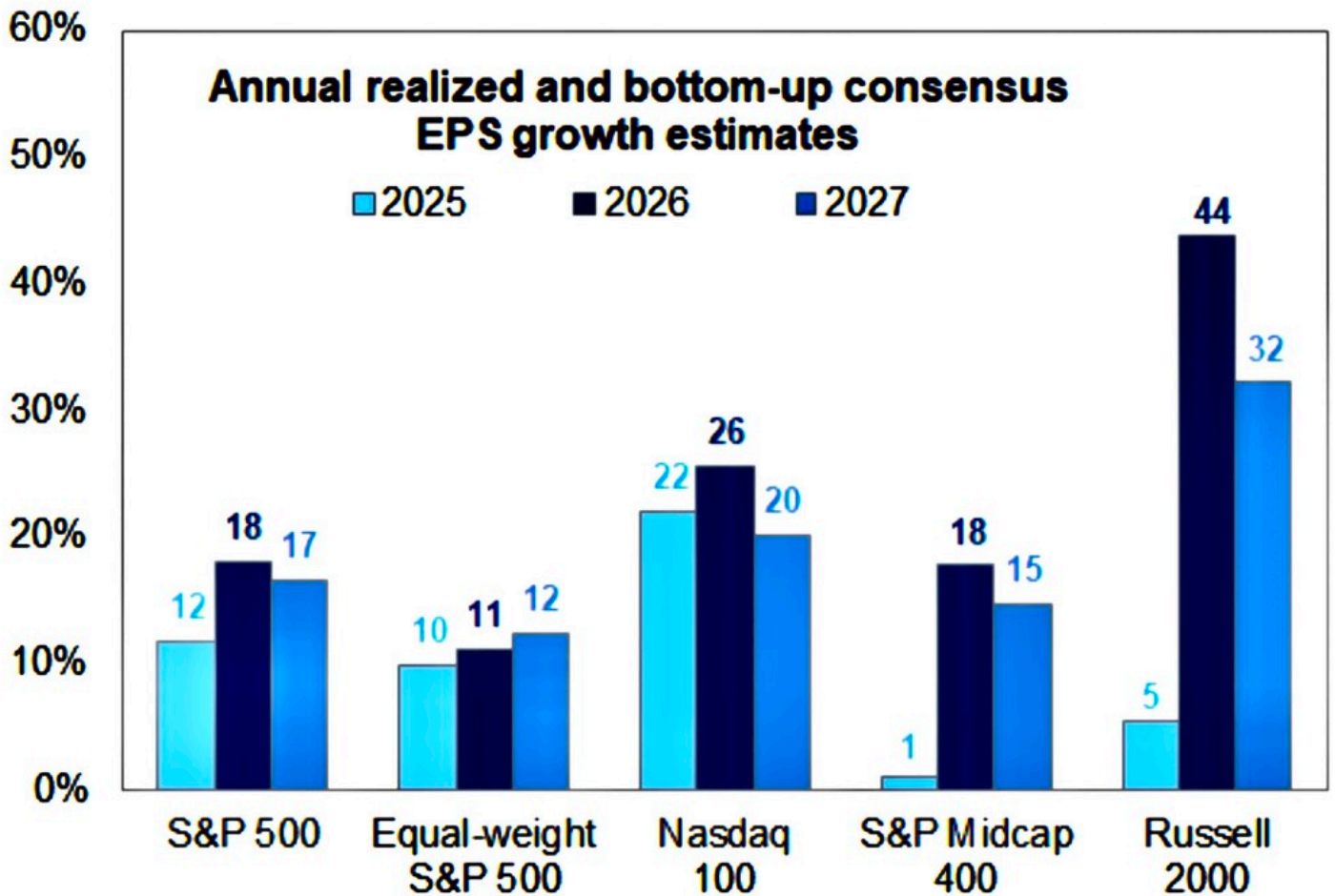


## UNA CRISI ENERGETICA ALLE PORTE

Apparentemente dunque buona parte del mondo sembra marciare spedita verso una carenza strutturale di risorse energetiche, materie prime e derivati raffinati che prima arrivavano al resto del mondo dal Medio Oriente, con il prezzo di petrolio e gas che, prima o poi, non potranno non riflettere più acutamente le conseguenze della scarsità di forniture. Al tempo stesso addirittura la scommessa sul prezzo del petrolio: nonostante resti elevato, le sue quotazioni a termine restano del 40% più basse, incorporando l'aspettativa di una rapida risoluzione del conflitto, mentre gli investitori apparentemente recuperano la fiducia perduta di recente e non troppo a torto, dal momento che le prime trimestrali delle grandi società quotate mostrano profitti in crescita verticale.

# Earnings growth

## Exhibit 34: Realized and consensus EPS growth for select US equity



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

### UNA PROFONDA DICOTOMIA

Mai in passato si era vista una tale dicotomia: i mercati che brindano e stappano lo Champagne, mentre l'industria, il commercio e i trasporti urlano allarmi catastrofici e chiedono l'intervento dei governi! Sono oramai quasi due mesi che abbiamo ben compreso che è inutile provare a chiedersi chi ha ragione: probabilmente ce l'hanno entrambi.

# COUNTRIES MOST DEPENDENT ON THE STRAIT OF HORMUZ FOR OIL IMPORTS



**% Represents each country's share of oil imports via the Strait of Hormuz in Q1 2025**

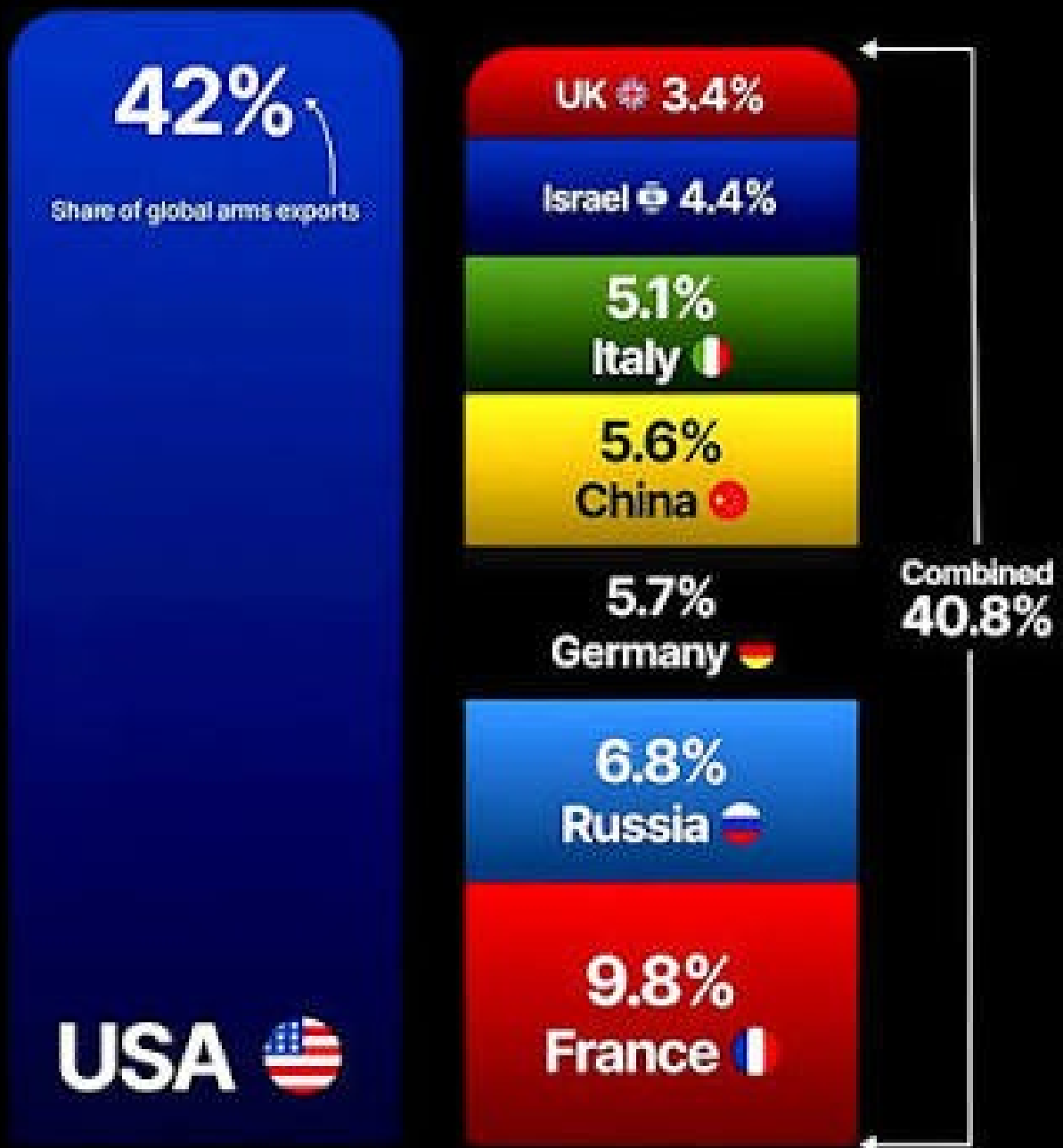
Source: U.S. Energy Information Administration (EIA)

## IL RIARMO

In effetti buona parte del mondo sembra aver imboccato la strada del riarmo, delle manifestazioni di forza dei propri eserciti, delle dichiarazioni roboanti e dell'addio alla diplomazia internazionale così come ce la ricordavamo fino ai primi anni 2000. L'Organizzazione delle Nazioni Unite sembra incapace di prendere alcuna iniziativa e il numero di situazioni di possibile tensione internazionale continua ad accrescersi. Con ogni probabilità anzi è esattamente così che andrà, almeno fino a quando una parte avrà inflitto perdite pesantissime all'altra.

# USA VS 7 COUNTRIES

U.S. DOMINATES GLOBAL ARMS EXPORTS

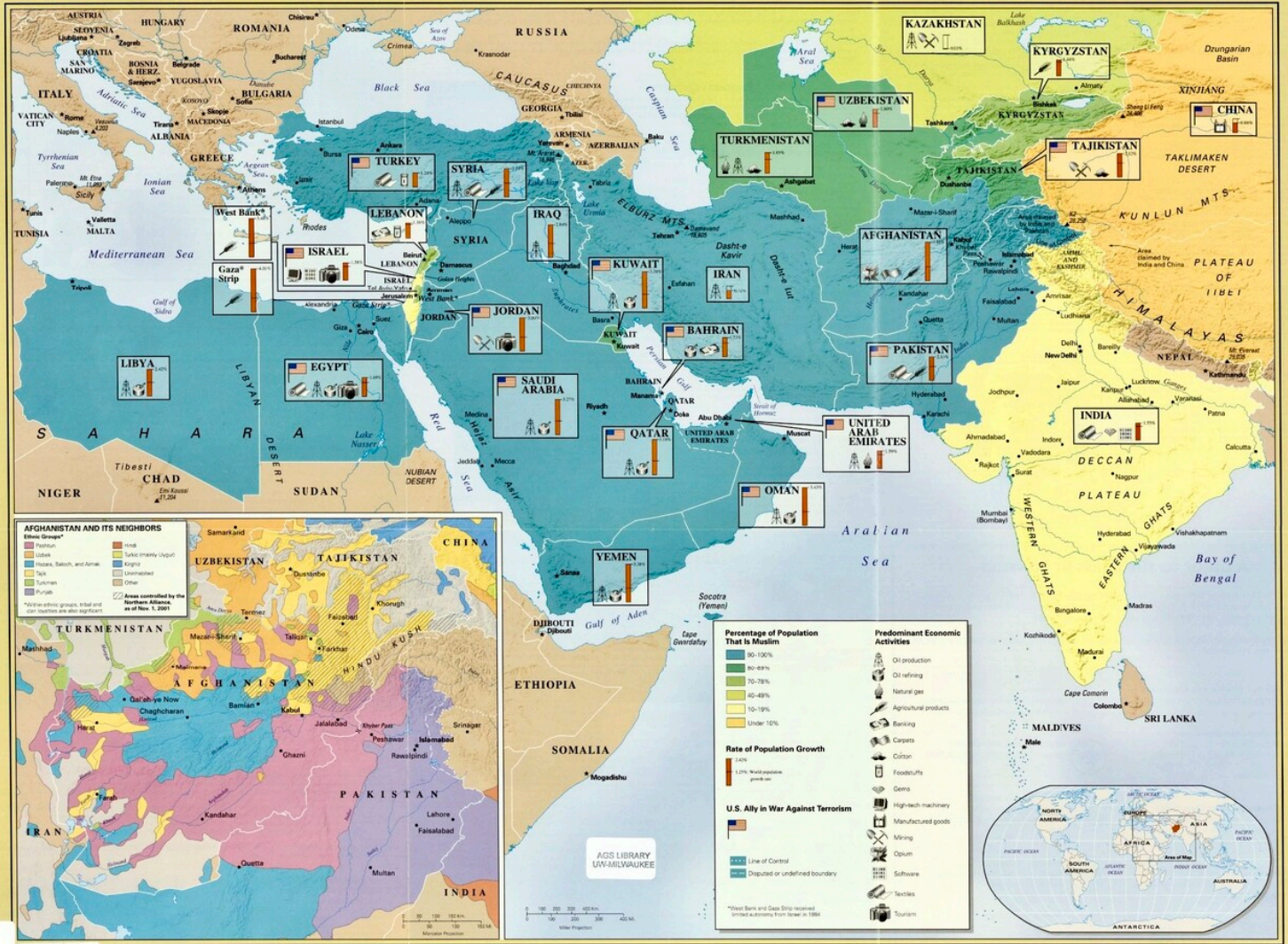


## LA GUERRA PUÒ COINVOLGERE ALTRI PAESI

Ma soprattutto poche sembrano le nazioni che non intendono rimanere estranee al confronto tra America e Israele da una parte, e Iran (e popolazioni a questo limitrofe).

Mentre l'Europa (solo apparentemente riluttante) sembra voler comunque prendere le parti di USA Israele, Cina India e Russia moltiplicano il loro supporto alla nazione iraniana, consapevoli che qualora questa cadesse vittima dell'aggressione buona parte delle riserve globali di petrolio e gas verrebbero loro precluse. Cosa pericolosissima in caso di allargamento del conflitto all'intera regione medio orientale.

## A GUIDE TO THE CURRENT CONFLICT

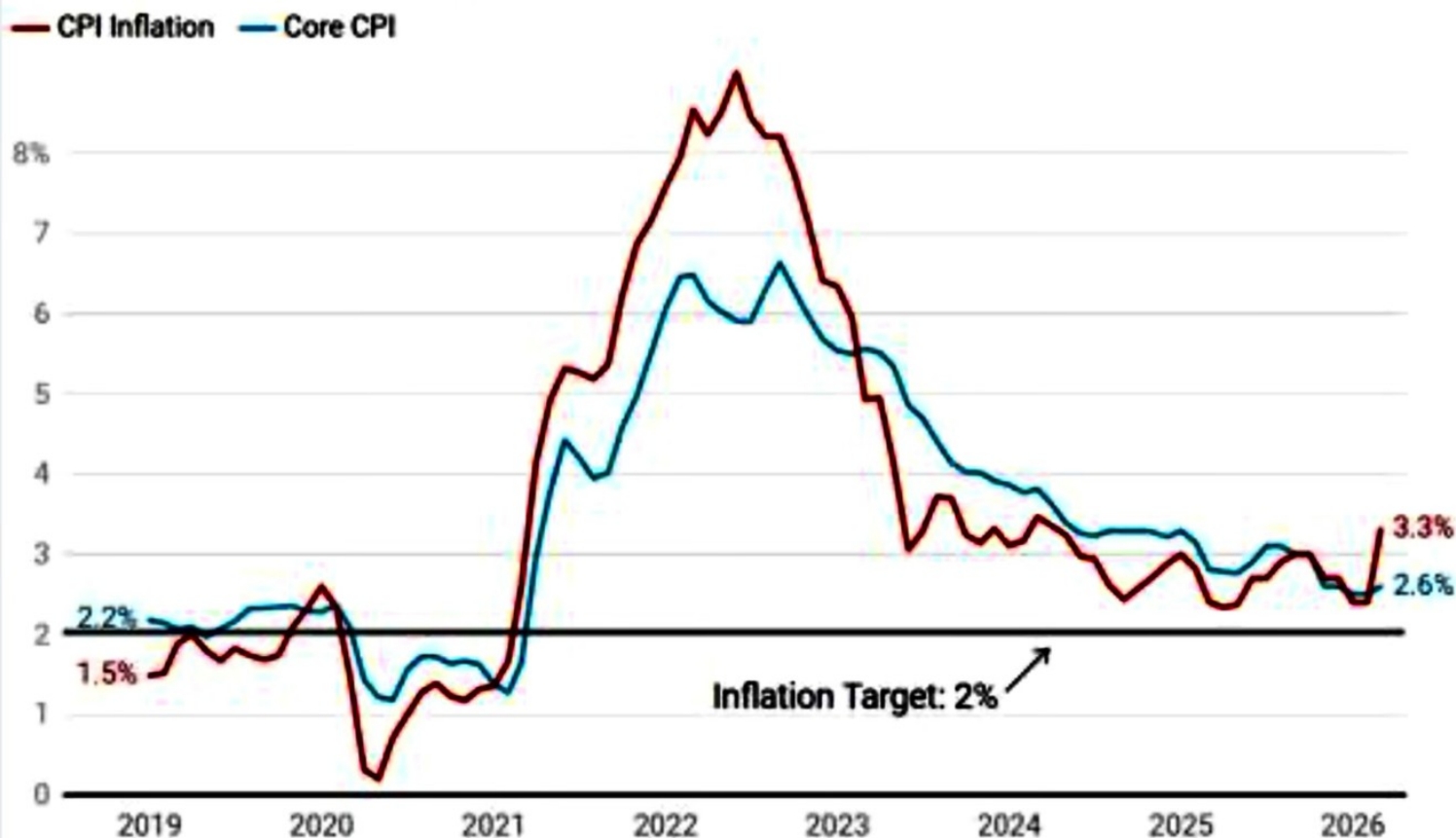


## I MERCATI IGNORANO LA RIPRESA DELL' INFLAZIONE

I mercati finanziari dal canto loro non soltanto sembrano ignorare (o forse meglio: incorporare nelle loro aspettative) il rischio che il maggior prezzo di energia e materie prime si rifletta nell'inflazione dei prezzi e nel rialzo dei tassi d'interesse (cioè nel costo del debito pubblico), ma addirittura esagerano. Aggiungono benzina sul fuoco con rialzi delle quotazioni tanto di azioni quanto di titoli a reddito fisso e tornano a scommettere sull'incremento dei profitti aziendali.

## CPI Inflation just spiked to 3.3% -->the highest in 2 years

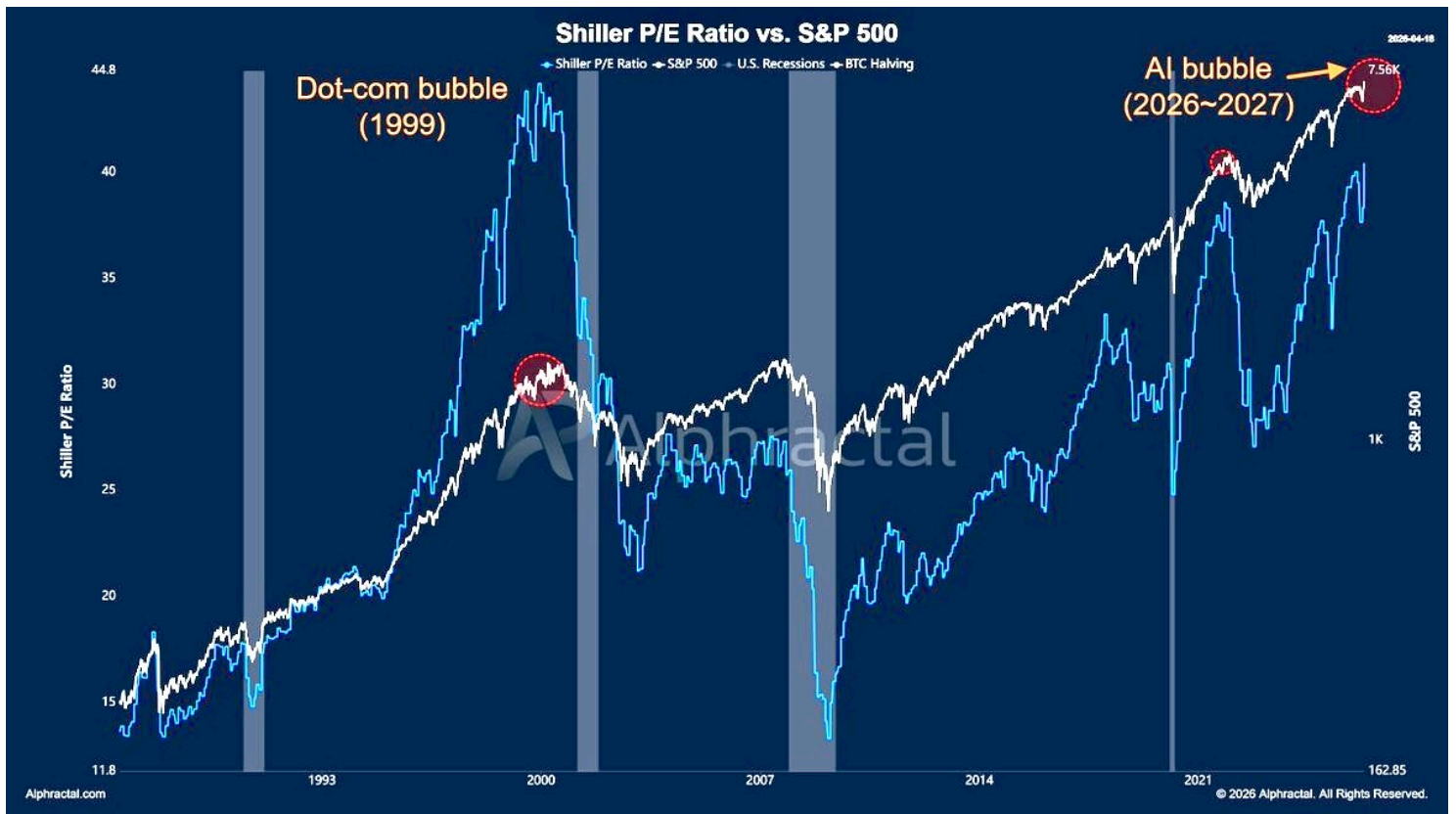
Core inflation (CPI excluding food and energy) rose to 2.6% in March, the highest since October.



Source: Bureau of Labor Statistics • [Get the data](#) • Created with [Datawrapper](#)

### L'OTTIMISMO È RAZIONALE ?

Teoricamente esiste la possibilità che i mercati abbiano ragione di brindare, anche se è giunta a livelli agghiaccianti la dicotomia con l'economia reale: se la guerra porta profitti, nuova liquidità pompata dalle banche centrali e occasioni di sviluppo per l'industria al servizio della macchina bellica, allora la razionalità può giustificare l'ottimismo. In effetti gli USA pare stiano spendendo una cifra vicina ai 2 miliardi di dollari al giorno per alimentare l'enorme dimostrazione di forza in Medio Oriente.



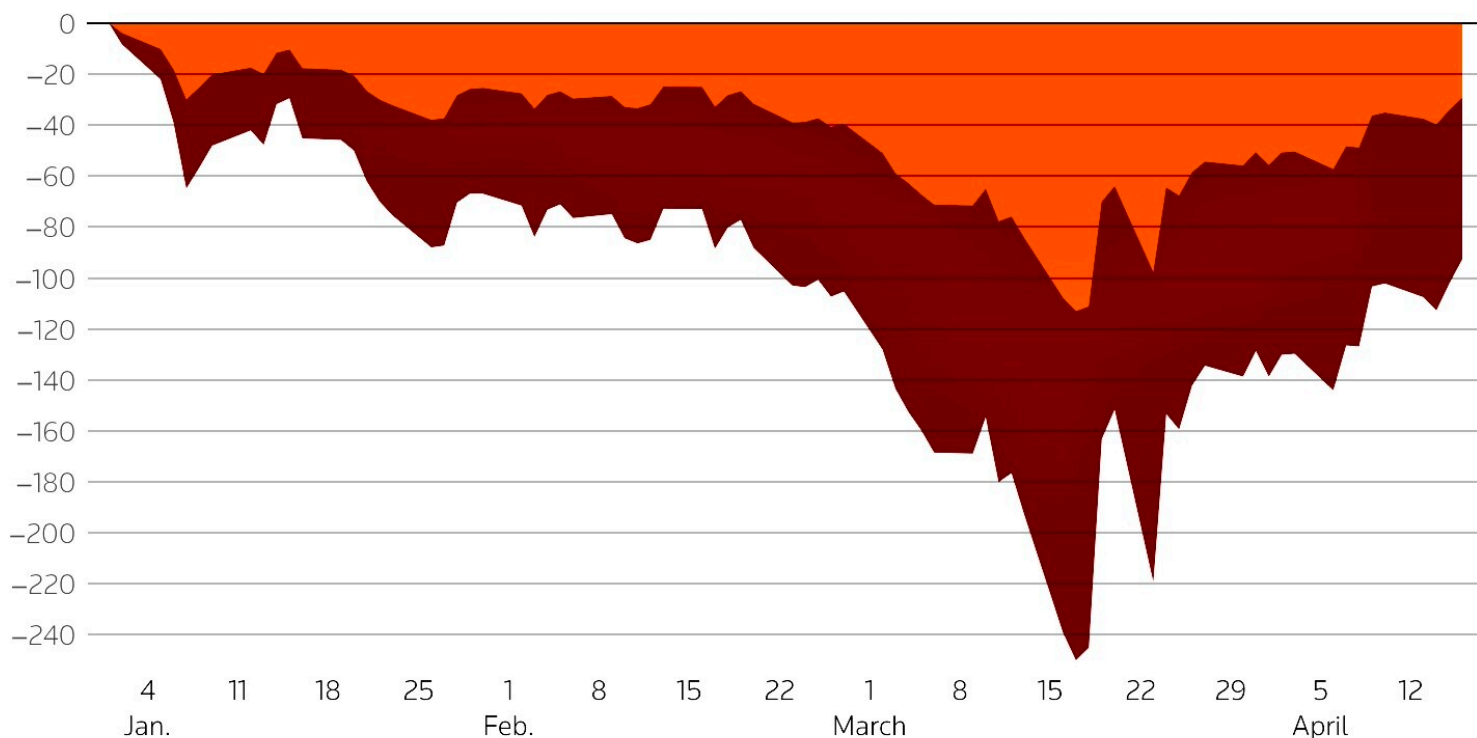
## I MULTIPLI DI VALORE SONO ARRIVATI AI MASSIMI DI SEMPRE

Indubbiamente quella spesa costituisce un ricavo a favore di tutti i numerosi fornitori del Pentagono. Lo stesso vale per il riarmo europeo: è innanzitutto un grosso business. Per non parlare della necessità di spendere (in futuro) una cifra probabilmente vicina ai 40 miliardi di dollari per ricostruire impianti e infrastrutture fino ad oggi distrutti dai missili in tutta la regione: qualcuno dovrà lavorare alla ricostruzione che si può presentare come un grosso business.

## Move over, world. TINA is back

Global investors are piling back into US stocks as optimism grows for Middle East

● Total investor cumulative net in/outflow (\$ mln) ● US investor cumulative in/outflow (\$ mln)



Source: LSEG/Lipper-Reuters, Amanda Cooper (April 17, 2026)

T.I.N.A. : THERE IS NO ALTERNATIVE (TO STOCKS)

### FIN CHE DURA...

Ma il gioco resta “buono” sintantoché non arrivano troppi morti, troppi feriti (e dunque il collasso del sistema sanitario) e troppe devastazioni, per non parlare dell’opzione nucleare, che resta senza alcun dubbio sullo sfondo di un conflitto che pare volersi soltanto acutizzare. Quando invece si arrivasse a eccedere con i missili (o a interrompere le forniture strategiche per troppo tempo) allora il mondo cadrebbe in un’inflazione incontrollata dei prezzi e, al tempo stesso, in una recessione come non ce la ricordiamo da decenni. Allora sarebbero evidenti dolori per tutti, o quasi. L’Occidente sembra sperare che queste campagne militari restino confinate ai Paesi Emergenti, e non è detto che non abbia in qualche modo ragione, ma il numero di conflitti “regionali” aumenta e le devastazioni che seguirebbero ad uno scontro globale getterebbero il mondo intero in recessione.



FOCOLAI DI GUERRA NEL MONDO NEL 2026

## **LA GUERRA NON SEMBRA CONCLUDERSI**

Inutile dunque (?) continuare a lanciare nuovi allarmi per le settimane che verranno, nelle quali è probabile che le dimostrazioni di forza proseguiranno e che le bombe faranno nuove vittime. Le due narrazioni (quelle della guerra, della scarsità di petrolio e dell'inflazione da una parte e quelle dei maggiori profitti, dell'accresciuta redditività a seguito della maggior produzione di armi, vettovaglie e sistemi tecnologici dall'altra) sembrano destinate a proseguire inesorabilmente su strade parallele. Almeno per il momento.

***Stefano di Tommaso***

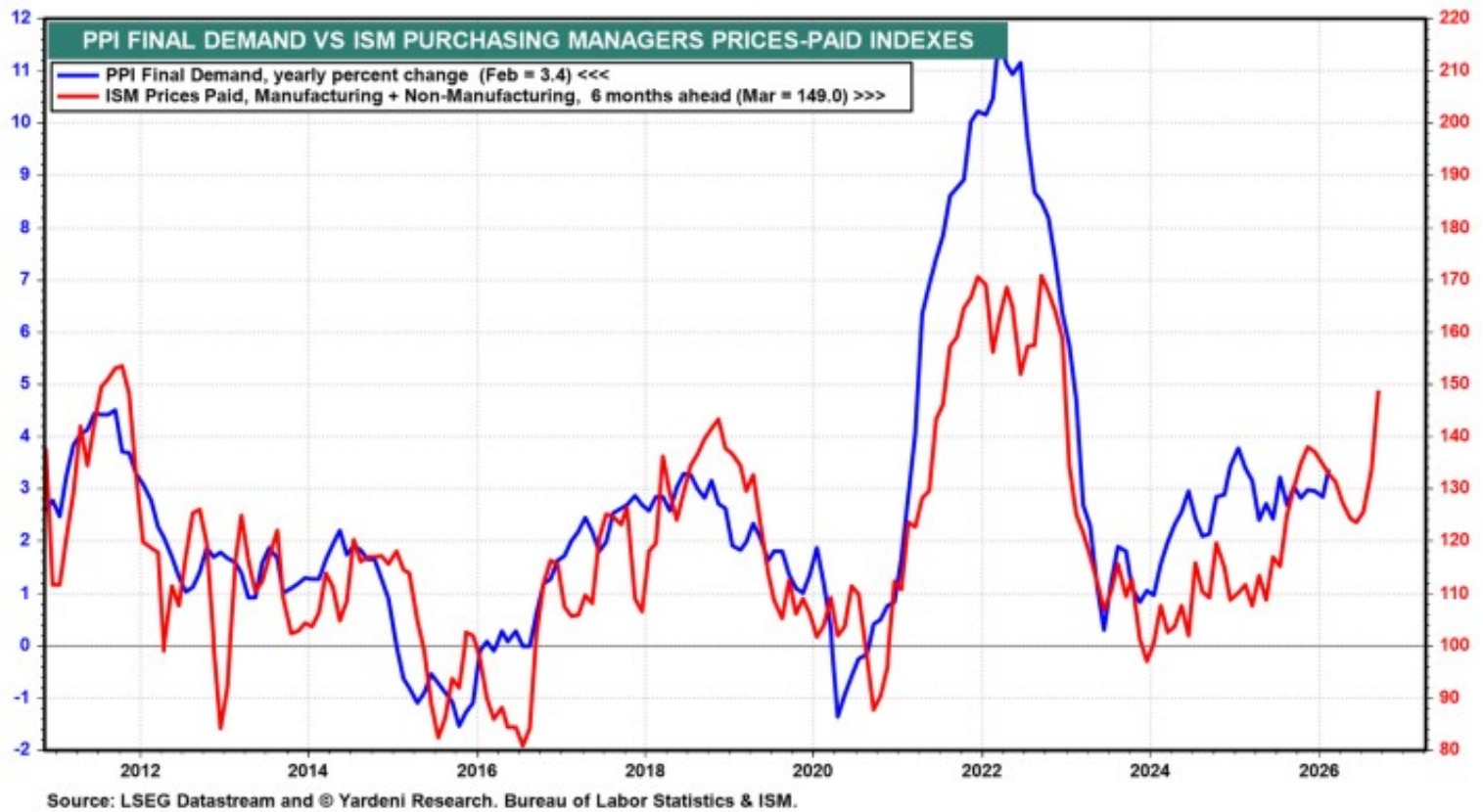
---

# HA SENSO L'OTTIMISMO DEI MERCATI ?



*Oggi Domenica 12 Aprile i negoziati di pace tra Iran e USA-Israele sono falliti. Lo stretto di Hormutz resta chiuso e ci si attende l'ennesima notte di terrore per il lancio incrociato di missili, bombe e droni. E' possibile che già questa notte i mercati finanziari asiatici si tingeranno di rosso, come accade sempre quando si profila un'escalation militare. Ma le quotazioni di borse e obbligazioni fino a Venerdì scorso si trovavano ancora piuttosto vicine ai livelli di febbraio, anche perchè lo scenario di base assunto dai mercati fino ad oggi è sempre stato che la guerra, forse Libano a parte, sarebbe stata breve. Ma adesso ne siamo ancora sicuri? Fino a ieri i mercati finanziari ci hanno creduto, i prezzi di generi alimentari, materie prime, petrolio, gas e loro derivati no.*

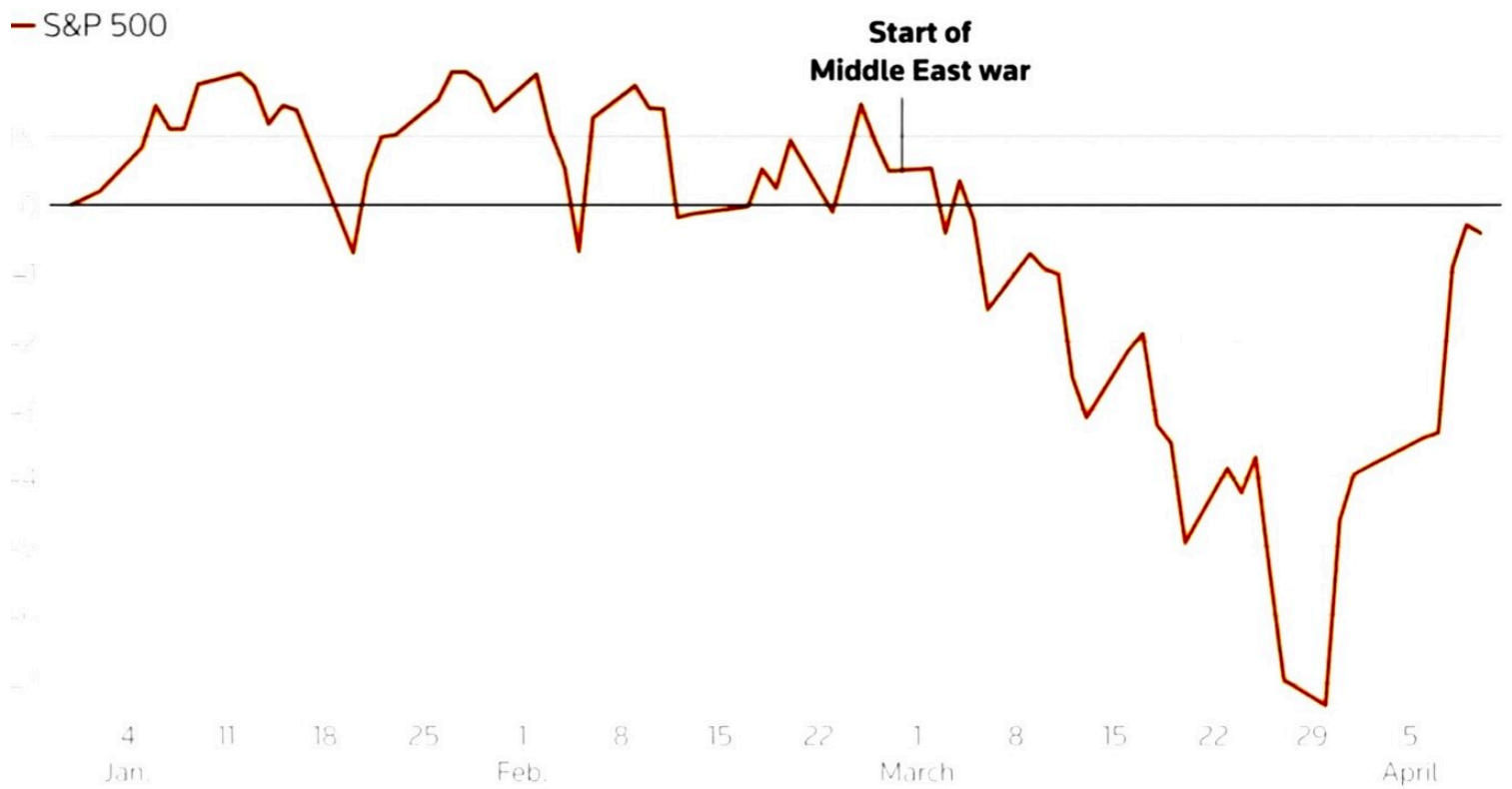
**ORA CI SI ATTENDE PIÙ INFLAZIONE E MENO CRESCITA**



**Certamente oltre un mese di guerra del Golfo ha portato la maggior parte degli istituti di ricerca a rivedere al rialzo le aspettative di inflazione e al ribasso quelle di crescita economica. Ma oggi un tema più importante sta comparso all'orizzonte rispetto ai timori di possibile stag-flazione: il prolungarsi dello scontro può minare la fiducia di investitori, imprenditori e risparmiatori. Non per niente questi infatti detengono sempre più denaro liquido.**

## Round trip

The benchmark S&P 500 stock index is little changed on the year after rebounding



Note: Data as of April 10, 2026

Source: LSEG | Lewis Krauskopf  
S&P 500 year-to-date performance

**La sensazione diffusa è cioè quella che il panorama geopolitico globale sia stato decisamente compromesso a causa di una profonda contrapposizione tra interessi molto diversi di Oriente e Occidente. E ciò alimenta timori di un possibile allargamento dei conflitti ad altre aree geografiche facendo lievitare il “premio per il rischio” che le assicurazioni richiedono per i trasporti e i commerci. Cosa che a sua volta innalza i costi e non potrà non riflettersi sull’inflazione dei prezzi, oltre che, nel medio termine, sulle attese relative ai tassi d’interesse.**

## **I DANNI DI GUERRA HANNO RIDOTTO L’OFFERTA DI PETROLIO, GAS E DERIVATI**

Le conseguenze di questa contrapposizione abbiamo appena toccato con mano che possono risultare devastanti: in poco più di un mese il mondo intero si è accorto di ritrovarsi in scarsità di petrolio, gas e loro derivati e dunque con un costo dell’energia che non tornerà presto ai livelli precedenti o che può addirittura continuare a crescere. Non soltanto perché le navi non possono tornare a attraversare lo stretto di Hormutz ma anche e soprattutto perché le bombe hanno danneggiato gravemente gli impianti esistenti nel Golfo

Persico, le raffinerie e sinanco numerose condutture di trasporto.

## MA I MERCATI E IL DOLLARO “TENGONO” PERCHÉ I PROFITTI CORRONO

E nonostante ciò le borse non crollano (anzi recuperano) e i tassi d'interesse quasi non si innalzano. Anzi l'America, che sicuramente esce perdente da questa vicenda ed è costretta a trattare con l'Iran perché non può proseguire una guerra che piace soltanto a Israele, può tuttavia vantare dei mercati finanziari posizionati relativamente bene grazie al forte traino delle ottime prospettive di profitto delle cosiddette “Hyperscaler” cioè le grandi multinazionali tecnologiche che tra l'altro hanno puntato tutte sull'Intelligenza Artificiale, maggiori fabbriche al mondo di armamenti maggiori case farmaceutiche del pianeta.

Se guardiamo al grafico qui sotto riportato possiamo visualizzare il concetto:

The consensus estimate for Q1 growth is one of the highest historically, with the other occasions being recoveries from recessions and the corporate tax cut of 2018



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Asset Allocation

Per il momento addirittura la minor fiducia sul sistema finanziario americano, che resta il più liquido al mondo (e quello che assomma oltre il 70% di tutte le attività finanziarie globali), non si è nemmeno tradotta in un declino del Dollaro americano, sebbene due grandi derive lascino ritenere che quest'ultimo tornerà a perdere valore: la volontà

crescente di molti paesi emergenti di sostituire il biglietto verde come valuta dei propri scambi internazionali la maggior rischiosità dei titoli di stato americani dovuta all'impennata del debito federale USA.

Il conflitto insomma ha lasciato ferite profonde nelle coscienze di tutti ma non ha quasi scalfito i mercati finanziari che si sono limitati ad una rotazione dei titoli preferiti dai grandi gestori di portafoglio in direzione di quelli più "tranquilli" e maggiormente capaci di distribuire dividendi.

## **LA SCOMMESSA È CHE, MAGICAMENTE, TUTTO FINISCA PRESTO**

A dire il vero nell'ultimo mese è cresciuta la volatilità media dei corsi. Ma alla fine la liquidità globale non è scesa molto e i danni alle gestioni patrimoniali sono stati minimi. La cosa non è fuori dal mondo, normalmente le crisi geopolitiche tendono a offrire ottime opportunità d'acquisto sui mercati azionari sulla scia di timori apocalittici incontrollati, ma fino ad oggi la grande scommessa degli investitori è stata quella che la nuova guerra del Golfo Persico non potesse proseguire a lungo. Ora invece ci si attende una ulteriore impennata di costi delle materie prime e l'ovvia necessità di dirottare le risorse pubbliche in direzione della macchina militare, che non potranno che impoverire consumatori e percettori di salari-base, oltre a far innalzare i tassi d'interesse generando minusvalenze per coloro che detengono titoli a reddito fisso.



In teoria l'aumento di produttività del lavoro che in tutto il mondo sta producendo l'ampia adozione dei sistemi di Intelligenza Artificiale potrebbe compensare le conseguenze inflazionistiche del conflitto. Ma in proposito non vi sono affatto certezze, tanto per la notevole resilienza del tasso d'inflazione media registrata già prima dell'inizio della guerra, quanto per il fatto che la domanda di energia sul pianeta è assolutamente crescente, pur in

presenza di un notevole divario tra domanda e offerta che ne amplifica il costo.

## **DALLA GUERRA C'È SEMPRE QUALCUNO CHE CI GUADAGNA**

Il circolo vizioso dunque è quello che la possibile maggior produttività avverrà al prezzo di un maggior consumo di energia che, inevitabilmente però, costerà più cara. D'altra parte in una situazione come quella attuale (con le negoziazioni per la pace in corso il cui esito appare tutt'altro che scontato) i mercati finanziari hanno "naturalmente" mantenuto un profilo di moderato ottimismo, dal momento che molti titoli azionari (soprattutto quelli americani) potrebbero trarre beneficio persino dalla prosecuzione della guerra del Golfo, mentre i titoli bancari potrebbero ancora una volta trovarsi in posizione rialzista in caso (probabile) di aumento dei tassi d'interesse (poiché anche i loro margini salirebbero).

## **DETENERE LIQUIDITÀ NON È UNA STRATEGIA**

Dunque, se da un lato molti risparmiatori oggi stanno optando per tenere una maggior quota dei loro averi in liquidità, questo comportamento non potrà durare a lungo: né in caso (probabile) di prosecuzione della guerra (il maggior tasso di inflazione erode inevitabilmente il valore del contante) e nemmeno in caso di cessazione della stessa, poiché sarebbe un evento da festeggiare per la maggior parte delle borse valori e restare liquidi significherebbe restare lontano dai guadagni. C'è da attendersi perciò che il mercato non resti fermo com'è adesso.

## **PERCHÈ LE BANCHE CENTRALI CONTINUANO A COMPERARE ORO**

Da notare il fatto che gli acquisti netti di oro fisico da parte delle banche centrali di tutto il mondo sono proseguiti anche nell'ultimo mese e che dunque neanche queste ultime indirettamente si attendono un'impennata del costo del denaro, che penalizzerebbe inevitabilmente le quotazioni del metallo giallo.

## Global Central Bank Gold Accumulation Trends

Central Bank Gold Metric	Data Point	Consequence
2025 Total Purchases	863+ Tonnes (reported)	Third consecutive year above 1,000T (est.)
2026 Forecast	750 to 850 Tonnes	~26% of annual mine production
Top Buyer (2025)	Poland (80 to 95 tonnes)	Targeting 20% of reserves in gold
PBOC Buying Streak	16 Consecutive Months	Reserves at 2,309 tonnes (10% of FX)
Central Banks Planning Increases	95%	Near unanimous institutional signal
USD Share of Global Reserves	Lowest Since 1994 (~40%)	Structural de dollarization trend
Gold Share of Global Reserves	Highest Since 1991 (~30%)	Inverse of USD decline

Se nemmeno le banche centrali “vedono” un deciso rialzo del costo del denaro, allora ne possiamo concludere che l’ottimismo dei mercati forse appare ugualmente fondato, sebbene l’innalzamento della volatilità possa permettere di giustificare, nel breve termine, qualsiasi teoria, sia rialzista che ribassista. I mercati finanziari restano fortemente esposti ai possibili contraccolpi degli ultimi eventi geopolitici, ma la vicenda di questa guerra ci sta insegnando che ciò vale soltanto nel breve termine.

### I MERCATI HANNO SEMPRE RAGIONE

Nel medio termine di fatto fino ad oggi non è successo quasi nulla. E se coloro che hanno scatenato il putiferio sembrano essere i primi a poterci rimettere in caso di prosecuzione del conflitto, allora magari anche questa volta avranno avuto ragione i mercati: questa guerra, per quanto sembri strano, non potrà in nessun caso proseguire troppo a lungo!

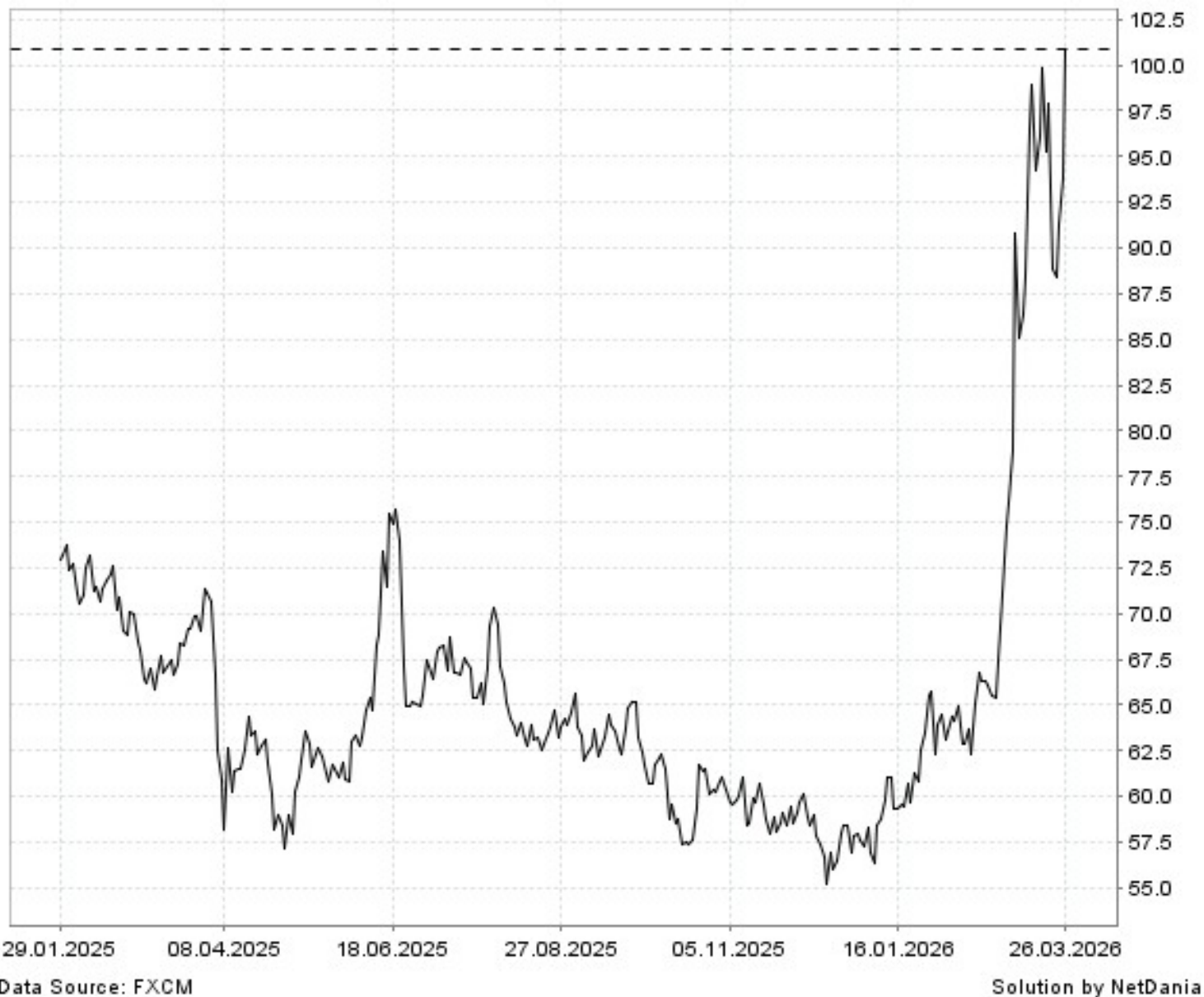
**Stefano di Tommaso**

---

# L'INCOGNITA DELLA LIQUIDITÀ GLOBALE



*La guerra in Medio Oriente è giunta alla sua quinta settimana e i conseguenti rincari del prezzo dell'energia stanno determinando molti problemi all'economia e ai mercati, tra i quali una forte divergenza tra le diverse piazze finanziarie. Un tema sempre più centrale nelle previsioni degli analisti è quello della liquidità. Se ad esempio fino a prima della guerra si ipotizzava un rallentamento coordinato delle economie di USA e Europa, i dati più recenti suggeriscono invece che stiano prendendo strade molto diverse. La resilienza dell'economia americana e l'inflazione spinta dai rialzi dei prezzi energetici stanno facendo scommettere su tassi più elevati sulle attività denominate in dollari, instabilità dei cambi valute e disallineamento sempre maggiore tra Occidente e Oriente.*

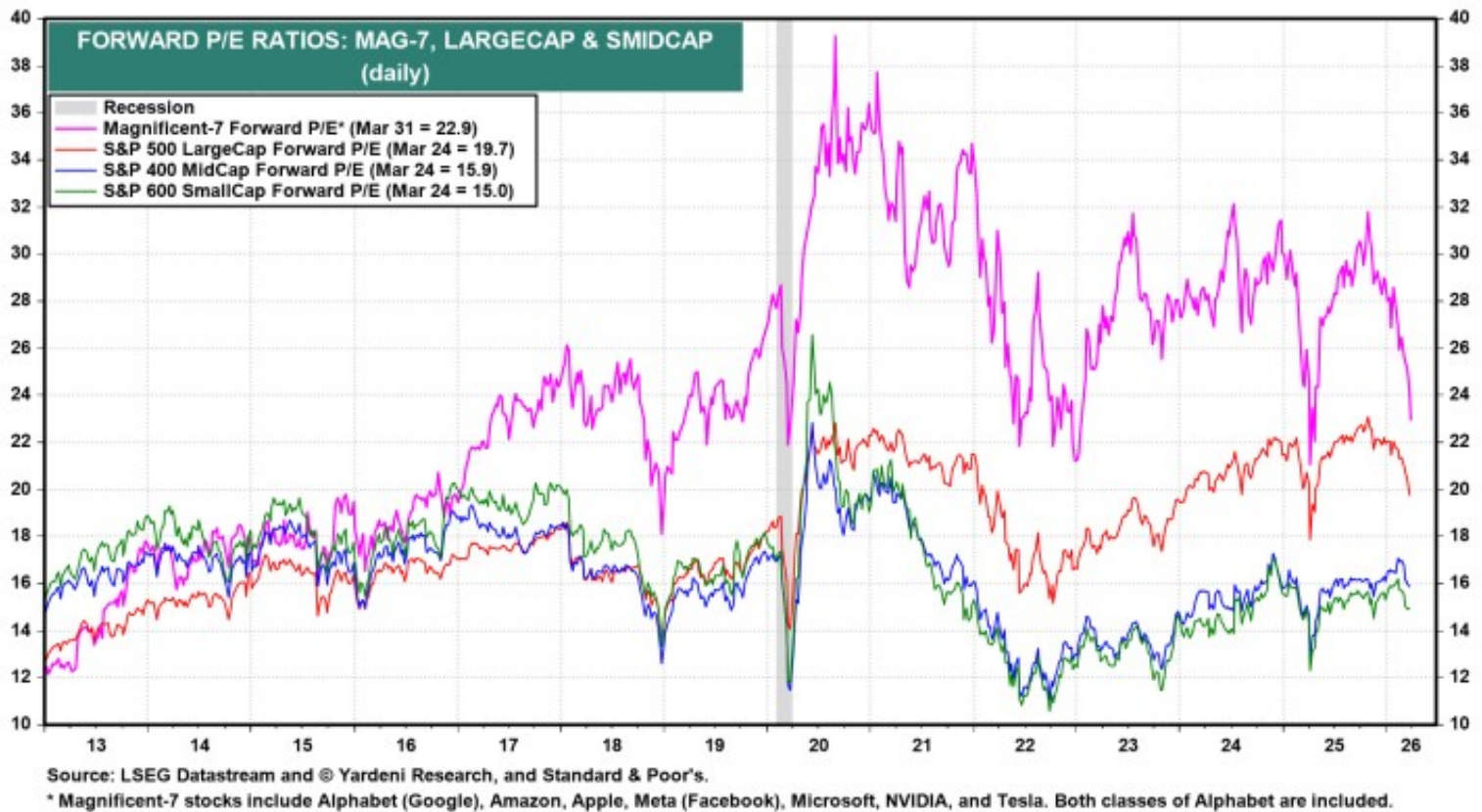


**IL PREZZO AL BARILE DEL PETROLIO AMERICANO WTI CONTINUA A CRESCERE**

### **IN EUROPA IL COSTO DELL'ENERGIA É PIÙ ALTO**

Per l'Europa in particolare il rialzo dei costi dell'energia è il più forte del pianeta a causa della necessità di importare le materie prime per quasi tutta la produzione di energia e si prospetta dunque una maggior probabilità di recessione e inflazione rispetto agli USA.

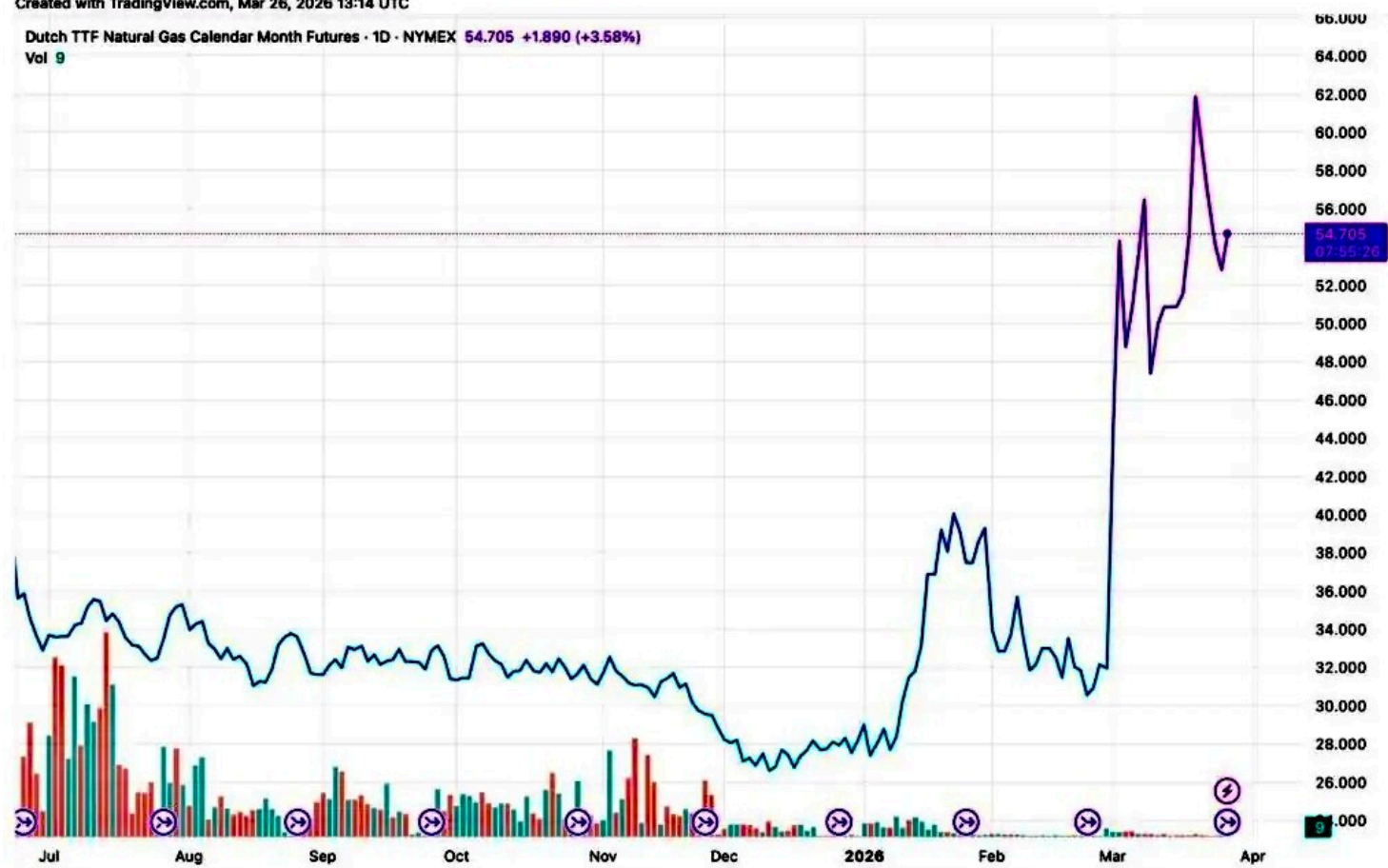
Le attese per le prime risultanze trimestrali del 2026 relativamente alle società quotate evidenziano una ulteriore crescita del divario USA/Europa.



Gli indici di borsa americani non soltanto viaggiano su multipli di valore all'incirca doppi di quelli del vecchio continente (30 volte gli utili in media al di là dell'Atlantico contro circa 15 volte da noi), ma restano anche sostenuti da attese di profitti crescenti, principalmente nel settore tecnologico, il quale invece scarseggia in Europa.

Created with TradingView.com, Mar 26, 2026 13:14 UTC

Dutch TTF Natural Gas Calendar Month Futures · 1D · NYMEX 54.705 +1.890 (+3.58%)  
Vol 9



TradingView

IL PREZZO DEL GAS ALLA BORSA DI AMSTERDAM

## LE IMPRESE EUROPEE SCONTANO UN DIVARIO TECNOLOGICO

I multipli europei inoltre scontano poi una più scarsa crescita economica interna e l'industria manifatturiera europea appare decisamente più vulnerabile al rialzo dei costi energetici. Se il cambio Euro/Dollaro dovesse riflettere le attese di differenziale crescente tra i tassi d'interesse, allora la divisa europea potrebbe svalutarsi ancora e innescare una nuova fuga di capitali verso attività finanziarie denominate in dollari, accentuando la divergenza delle performance azionarie.

## Andamento dei redimenti decennali durante la presidenza Trump. In %



**1 01/02/2025**

### **Dazi Nord America**

*"Imporremo dazi su Canada e Messico. Ci hanno trattato in modo molto ingiusto."*

**2 25/03/2025**

### **Dazi secondari Iran**

*"I Paesi che acquistano petrolio dall'Iran non potranno far affari con gli Stati Uniti."*

**3 02/04/2025**

### **Dazi globali**

*"Il nostro Paese è stato saccheggiato, depredata, violentato e sfruttato."*

**4 09/04/2025**

### **Pausa dazi**

*"Faremo una pausa di 90 giorni per sistemare la situazione."*

**5 12/01/2026**

### **Dazi Iran**

*"I Paesi che fanno affari con l'Iran pagheranno un dazio del 25%."*

**6 22/03/2026**

### **Minaccia militare**

*"Possiamo distruggere le loro infrastrutture se lo vogliamo."*

**7 23/03/2026**

### **Picco tensione**

*"Continueremo a colpire... ma siamo molto vicini a un accordo."*

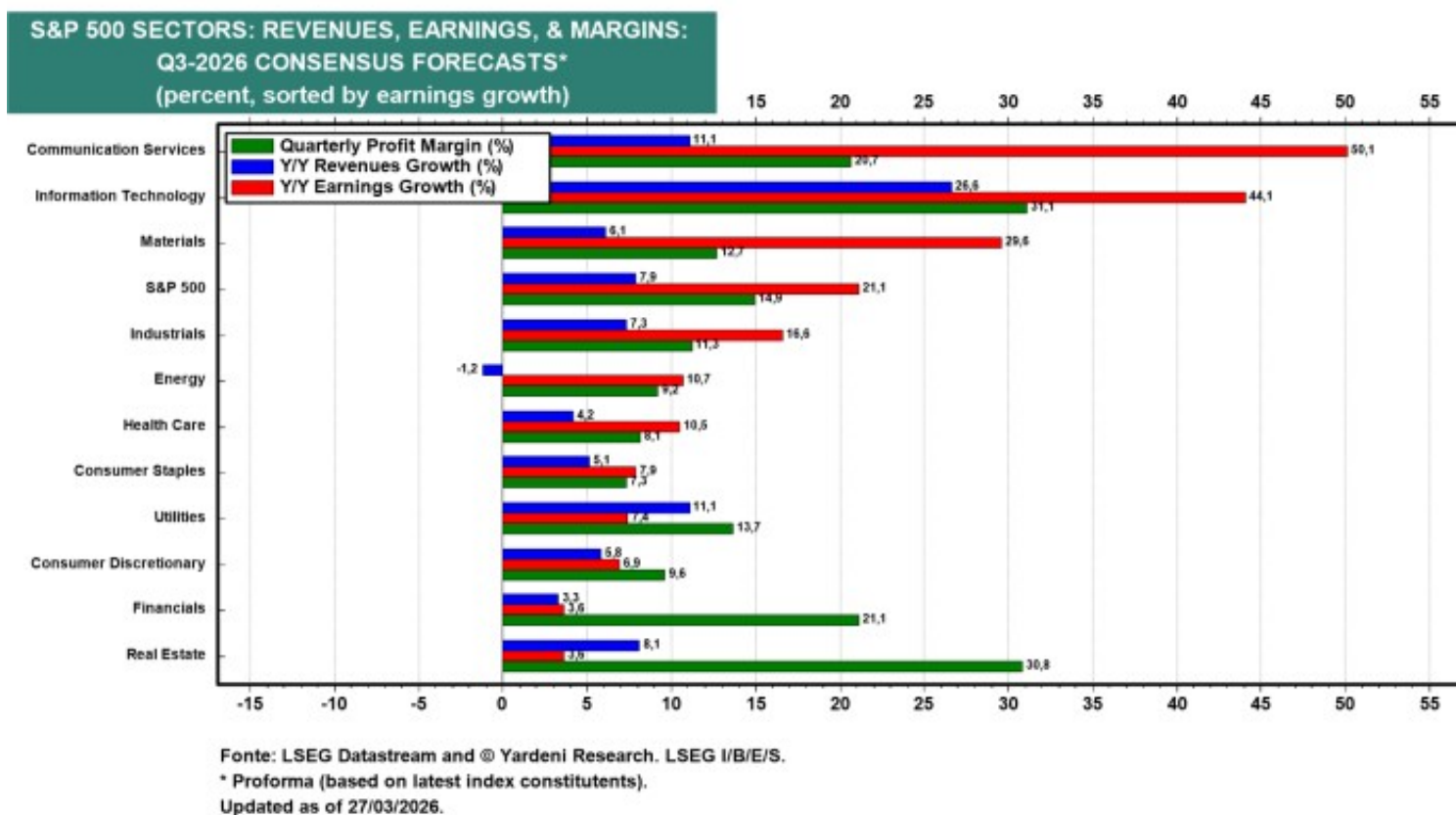
**8 26/03/2026**

### **De-escalation**

*"L'Iran vuole fare un accordo."*

**IN TEMPI DI CRISI I CAPITALI VANNO VERSO LE PIAZZE FINANZIARIE PIÙ LIQUIDE**

In generale poi le situazioni di crisi determinano sempre fughe di capitali verso le più grandi piazze finanziarie del pianeta, generando un inasprimento dei differenziali. Il rialzo in corso del prezzo dell'energia, il fatto che i tassi d'interesse e l'inflazione siano sicuramente in crescita, la riduzione del credito disponibile, il rallentamento dello sviluppo economico, la fragilità del mercato del lavoro e, di conseguenza, l'attesa di un calo dei consumi, sono tutti fattori che sostengono la divergenza nella profittabilità delle imprese europee nei confronti di quelle americane (favorite). L'escalation dei conflitti militari in corso e il loro esito incerto riduce poi le attese per le vendite di beni e servizi voluttuari, per il turismo, la cultura e il lusso. Caratteristiche tipiche dell'offerta da parte delle imprese europee.



## LA CAUTELA DEGLI INVESTITORI

I timori generalizzati di una nuova importante recessione suggeriscono di ridurre gli investimenti in titoli azionari e obbligazionari a favore della liquidità e di ridurre la rischiosità dei titoli posseduti, in modo da resistere meglio agli scenari più imprevedibili. Il problema peraltro non riguarda soltanto gli investimenti finanziari bensì la stabilità monetaria, dal momento che, sebbene la guerra abbia favorito il cambio del dollaro americano nei confronti dell'Euro.

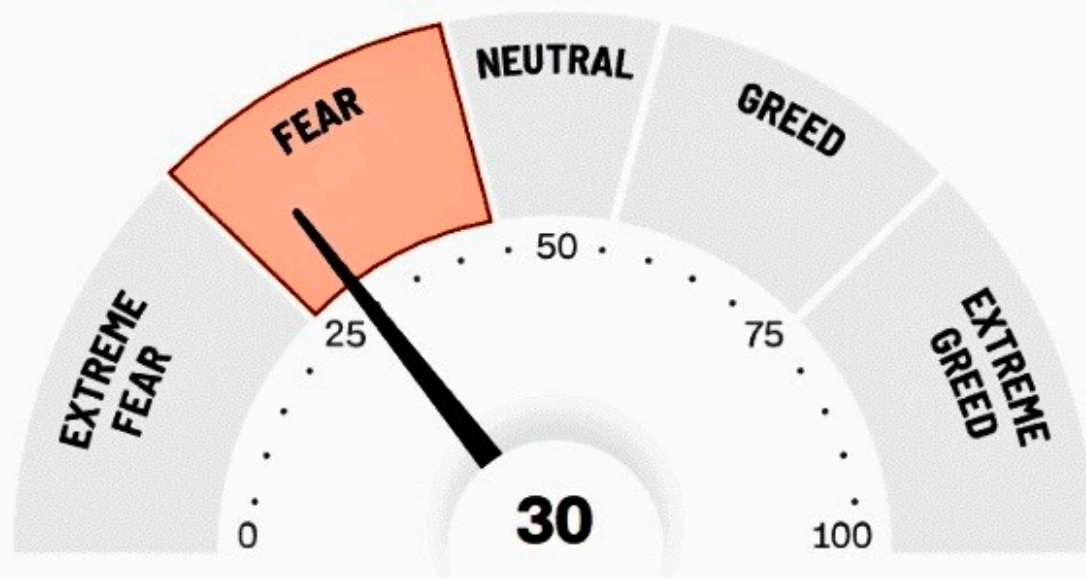
## US Dollar % Share of Global Reserve Currencies, Annual



Ma se soltanto il 57% sul totale delle riserve globali delle banche centrali è ancora in dollari e in futuro la quota crescente dei commerci internazionali che non sarà più denominata in dollari potrebbe favorire un afflusso della liquidità nelle divise monetarie asiatiche a scapito di quelle occidentali, oggi invece il dollaro attrae all'incirca il 75% degli investimenti nelle attività finanziarie globali e per il momento tale quota è ancora in crescita.

# CNN Fear and Greed Index for stocks

## Emotions driving the US stock market on a given day



Source: Cnn.com

### IL DOLLARO PUÓ CONTINUARE A CORRERE

I rischi più rilevanti per l'andamento dell'economia riguardano dunque la riduzione della liquidità globale al di fuori degli USA. La salute del sistema finanziario moderno dipende oramai sempre più dalla possibilità di rifinanziare i debiti pubblici esistenti senza scatenare un'inflazione galoppante. Si crea così un circolo vizioso: i titoli da rinnovare dei debiti pubblici hanno bisogno di liquidità affinché vengano sottoscritti ma la liquidità globale dipende dalla fiducia degli investitori (che al momento è ai minimi). Dunque il mercato dei titoli a reddito fisso americani non può che trascinare verso l'alto i rendimenti richiesti e di conseguenza l'intera struttura dei tassi di interesse. E di nuovo questo favorisce il dollaro.



IL DOLLAR INDEX SEMBRA AVER IMBOCCATO UN CANALE ASCENDENTE

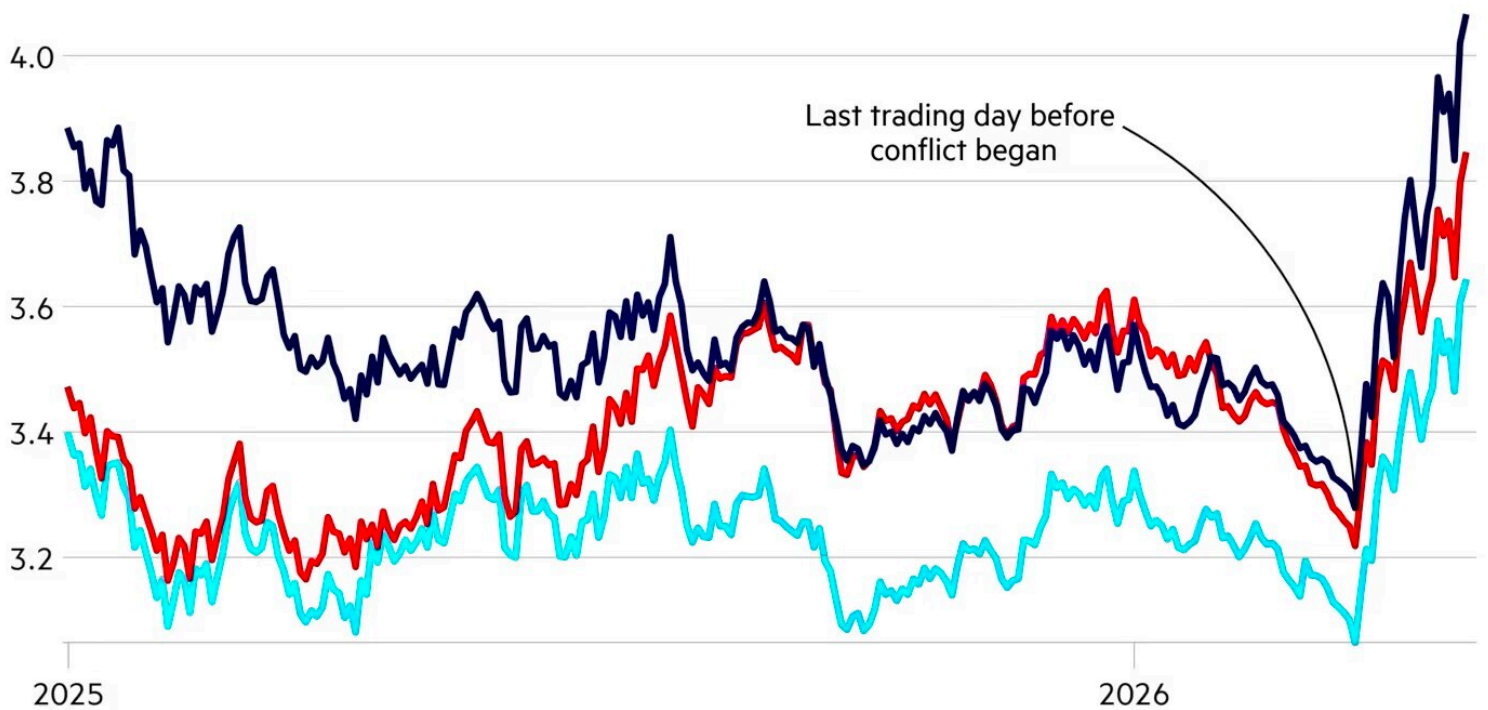
## I TASSI SALGONO

Anche le banche centrali, focalizzate sull'inflazione, tendono a mantenere politiche monetarie non espansive e ad alzare i tassi invece che stimolare l'economia. Così facendo tuttavia contribuiscono a ridurre la liquidità globale a causa della contemporanea necessità di supportare le emissioni di debito pubblico. Nonostante l'esigenza di non favorire l'inflazione dei prezzi infatti, esse devono fare i conti con un intero sistema occidentale che deve rifinanziare molti titoli in scadenza. Se i titoli pubblici non vengono sottoscritti, il sistema finanziario si destabilizza ingenerando altri rialzi dei tassi. Il supporto delle banche centrali tuttavia corrisponde alla monetizzazione dei debiti pubblici e questa non è priva di conseguenze. Se infatti l'acquisto di titoli pubblici immette liquidità nel sistema finanziario, dall'altro lato le banche centrali devono ridurla per non incrementarla troppo in totale. E questo non può che penalizzare i mercati finanziari.

## Eurozone borrowing costs march higher

10-year bond yields (%)

— Italy — France — Spain

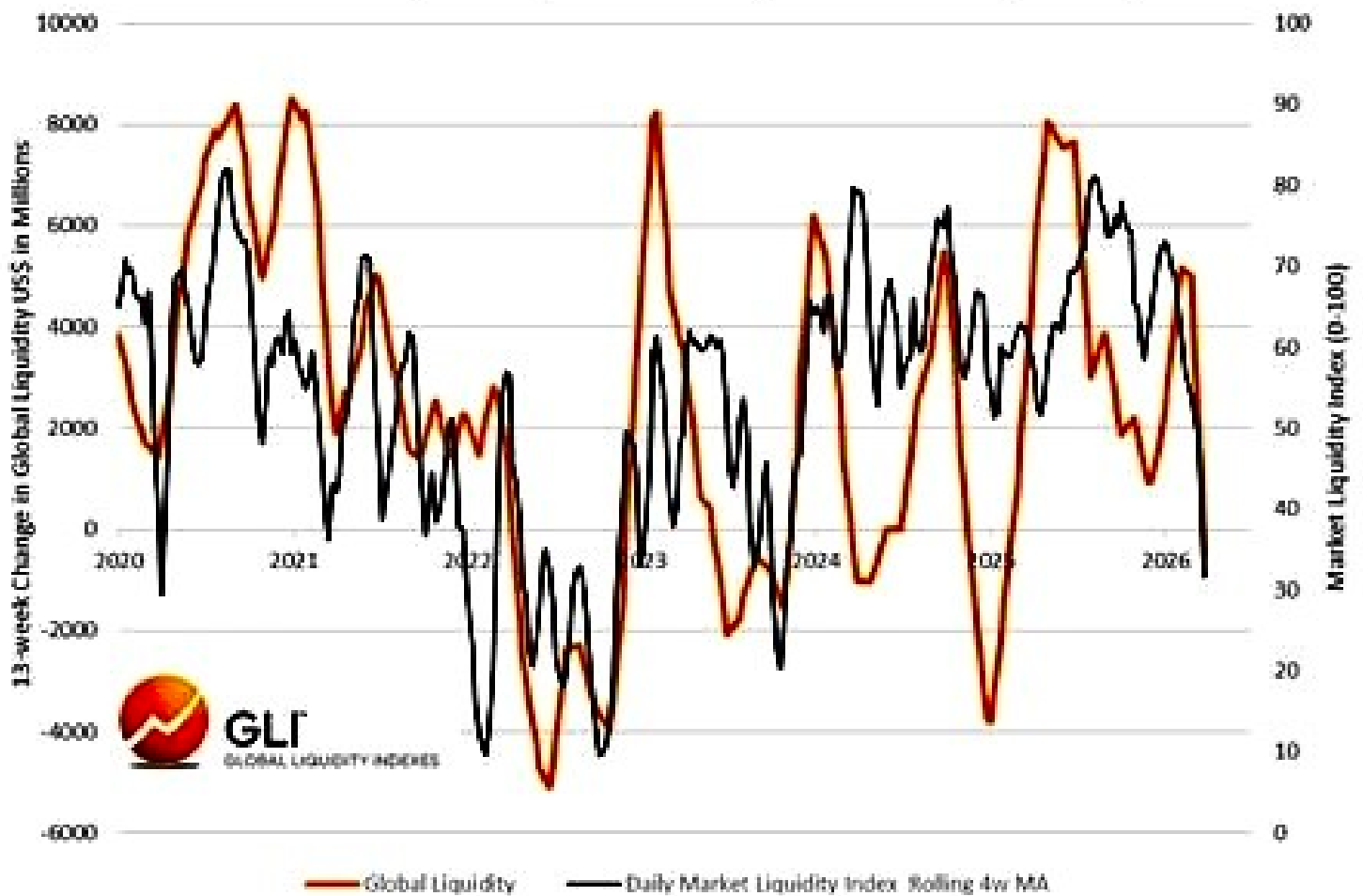


Source: LSEG

## LE CAUSE DELLA RIDUZIONE DELLA LIQUIDITÀ

Ma la liquidità globale si riduce principalmente a causa del fatto che la disponibilità del mercato dei capitali a sottoscrivere nuove emissioni e a detenere titoli si restringe. Tutti oggi preferiscono aumentare la cautela nelle compravendite, detenere una maggior quota di contante nell'allocazione dei portafogli, cosa che riduce la velocità di circolazione della moneta e dunque la liquidità. Infine il rincaro dei prezzi di petrolio, gas e loro diretti derivati, assorbendo disponibilità monetarie delle aziende, nonché le risorse disponibili per il capitale circolante e gli investimenti. Senza contare il fatto che anche il sistema bancario sta facendo un passo indietro: i timori di recessione e di rialzo dei costi le spingono a ridurre il moltiplicatore del credito e ad aumentare le richieste di garanzie accessorie.

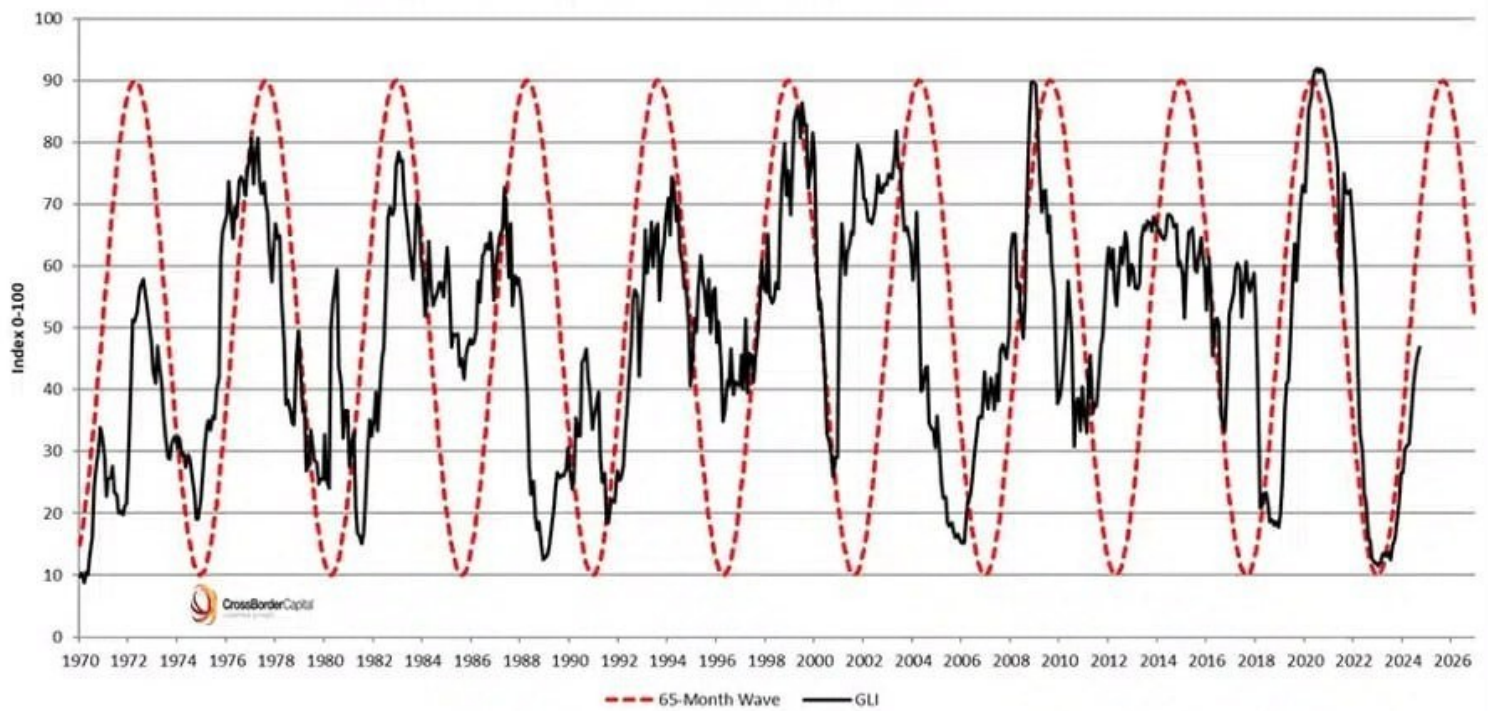
## Global Liquidity and Daily Market Liquidity Index



### IL CICLO DELLA LIQUIDITÀ

Secondo alcuni inoltre la durata del ciclo globale della liquidità è di circa 65 mesi e aveva raggiunto il suo picco a metà del 2025. Dunque oggi sarebbe in fase discendente e questo incrementa la turbolenza dei mercati. Questo suggerisce che il lungo ciclo di rialzo delle borse potrebbe essere definitivamente terminato. Gli investitori osservano l'incremento della volatilità dei mercati finanziari e la riduzione della sua liquidità e diminuiscono di conseguenza il loro ottimismo cercando rifugio contro l'inflazione monetaria.

## Global Liquidity Cycle (Advanced Economies)

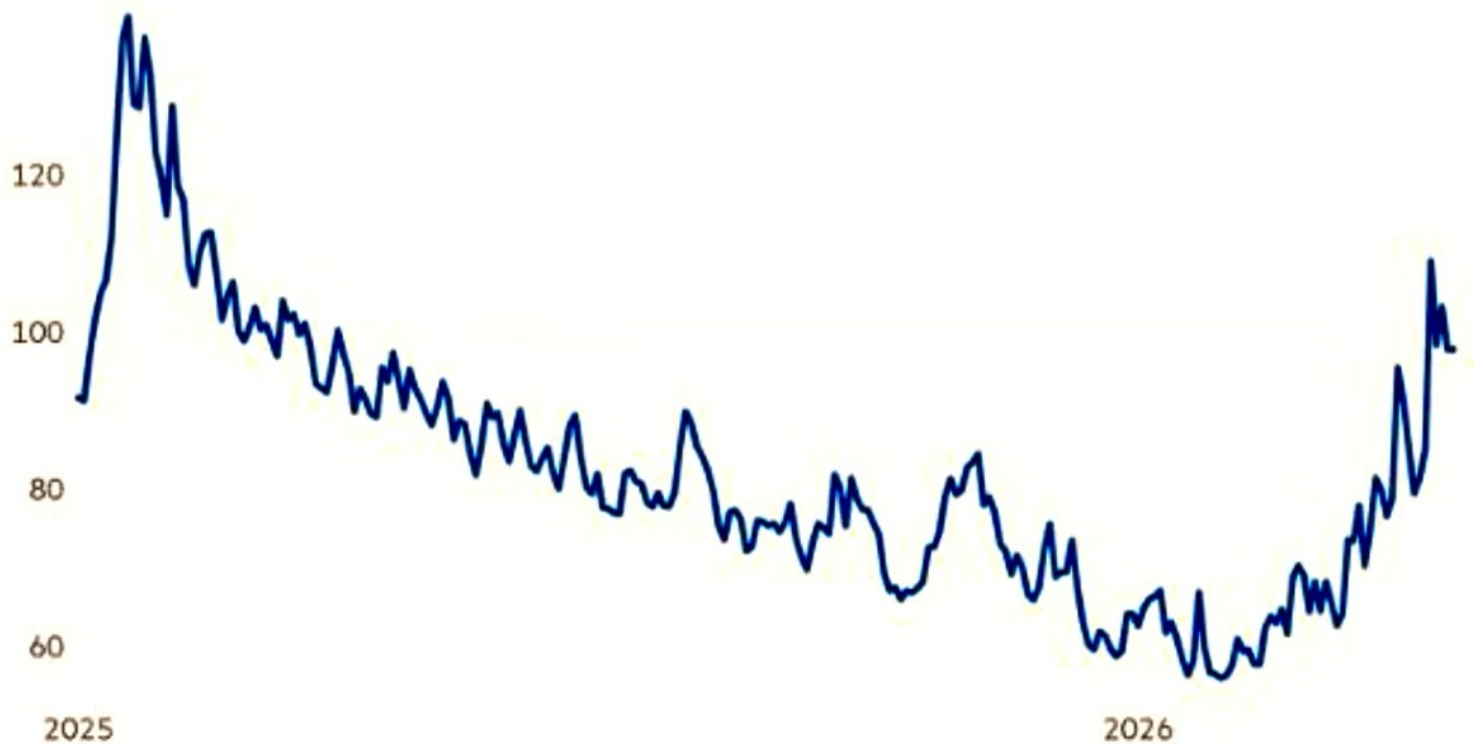


Cosa che fa pensare che più avanti gli investitori potrebbero riprendere a comperare metalli preziosi come riserva alternativa di liquidità. La necessità di mantenere più contante complessivamente in portafoglio li porta tuttavia a dover scegliere tra cassa (o metalli preziosi) oppure titoli del mercato monetario (a breve termine). E quelli in dollari rimangono i più liquidabili e tra quelli a maggior rendimento. Ciò di nuovo favorisce il tasso di cambio del dollaro.

E se le preferenze dei gestori di portafoglio si rivolgono principalmente sui titoli a breve termine rispetto a quelli più lunghi, che rimangono esposti al rischio di minusvalenze per il rialzo dei tassi d'interesse, questo fa lievitare i tassi d'interesse a più lunga durata. Non per niente il tasso medio sui mutui fondiari americani ha già superato la soglia psicologica del 7%.

## US government bond volatility surges back

ICE BofA Move index, points



Source: LSEG

## LA CINA FA ECCEZIONE E I SUOI RENDIMENTI SCENDONO

In questo momento tra le maggiori economie soltanto la Cina sta espandendo la massa monetaria, anche perché alla Cina che pratica forti controlli sulla possibilità di fuga dei capitali interni fa addirittura comodo una ulteriore discesa del cambio dello yuan contro dollaro, per alimentare la competitività delle proprie esportazioni.



## IL RENDIMENTO DEL BOND CINESE A 2 ANNI E' IN CONTROTENDENZA

Il messaggio conclusivo è che il sistema finanziario globale appare sempre più dipendente dalla liquidità in circolazione e dalla fuga dei capitali. Cosa che favorisce gli USA ma aumenta anche la divergenza tra i mercati finanziari occidentali ed orientali.

Negli usa infatti crescono le attese d'inflazione e cala la fiducia dei consumatori, sebbene l'economia non arretri e questo fa la grande differenza con l'Europa. Però in tutto l'Occidente le banche centrali stanno reagendo in tono aggressivo e di conseguenza i mercati scontano rialzi nel costo del denaro, mentre in Oriente sta succedendo il contrario.

*Stefano di Tommaso*

---

# I COSTI DELLA GUERRA



***La Guerra in Iran sta macinando risorse a ritmo impressionante: armamenti, carburante, ordigni, pezzi di ricambio, viveri e impianti. Secondo il sito Iran War Cost Tracker (e in linea con le stime del Center for Strategic International Studies, CSIS), i primi 20 giorni di guerra sono costati agli USA quasi 25,5 miliardi di dollari cioè oltre 1 miliardo di euro il giorno, oltre a 12 morti (sinora). E il Pentagono starebbe per richiedere al Congresso 200 miliardi di dollari in fondi supplementari, per finanziare la Guerra in Iran e rimpinguare le dotazioni che si stanno assottigliando. Poi occorre aggiungere quanto stanno spendendo Israele (quasi altrettanto), Iraq, Cina, Russia, India, Pakistan e Turchia, e infine occorre chiedersi quanto costerà al mondo intero il rincaro della bolletta energetica e alimentare. Insomma saremmo fortunati se il mondo se la cavasse con una stima di spesa tra i 100 e i 200 miliardi di Dollari (per le sole prime tre settimane).***

Con la prosecuzione (quasi) inattesa della nuova guerra del golfo persico l'economia globale sta però subendo costi indiretti molto maggiori di quelli diretti, soprattutto in termini di shock rincaro dei prezzi. Questo principalmente a causa della riduzione della capacità dei paesi mediorientali di estrarre e consegnare molto meno petrolio e gas del solito al resto del mondo. Lo stretto di Hormutz resta chiuso alle navi occidentali e il possibile rimedio (l'attacco di terra all'Iran per giungere alla liberazione forzata del blocco alla navigazione delle petroliere) rischia di essere peggiore del problema stesso, con una escalation militare semi-globale forse senza precedenti, dal momento che Turchia, Russia e Cina hanno già dichiarato il loro supporto esplicito al paese aggredito e gli europei hanno già promesso supporto a USA e Israele.

La prima conseguenza di tale ridotta disponibilità di materie prime "energetiche" è stato l'innalzamento delle quotazioni di petrolio, gas e molti loro diretti derivati, ivi compresi i fertilizzanti alla base dei costi di produzione di quasi tutti i generi alimentari. Questo innalzamento è già di per sé molto pericoloso per le conseguenze che ha già sul costo dell'energia e per quelle che può avere sui prezzi di quasi tutti i processi produttivi e distributivi del mondo. Ma occorre anche far notare che -come si fa notare già da tempo- la possibilità di una stretta prolungata alle forniture di gas e petrolio (divenuta oramai una

realtà) può portare le quotazioni di gas e petrolio ancora molto più in alto dei livelli già raggiunti. Il grafico qui sotto riportato parla piuttosto chiaro: l'ascesa dei prezzi non sembra aver esaurito la sua spinta.



Il conflitto in Medio Oriente insomma non sta soltanto spaventando i mercati finanziari, dove si vedono ultimamente molti venditori e pochi compratori di carta finanziaria. Sta soprattutto minando alle fondamenta l'economia occidentale per la riduzione forzata delle forniture provenienti dal Golfo Persico. L'ultima settimana è stata infatti caratterizzata da un significativo incremento degli attacchi alle infrastrutture energetiche, cosa che ha ridotto la capacità di estrazione ed esportazione di gas e petrolio di molte nazioni.

22 MAR  
2026

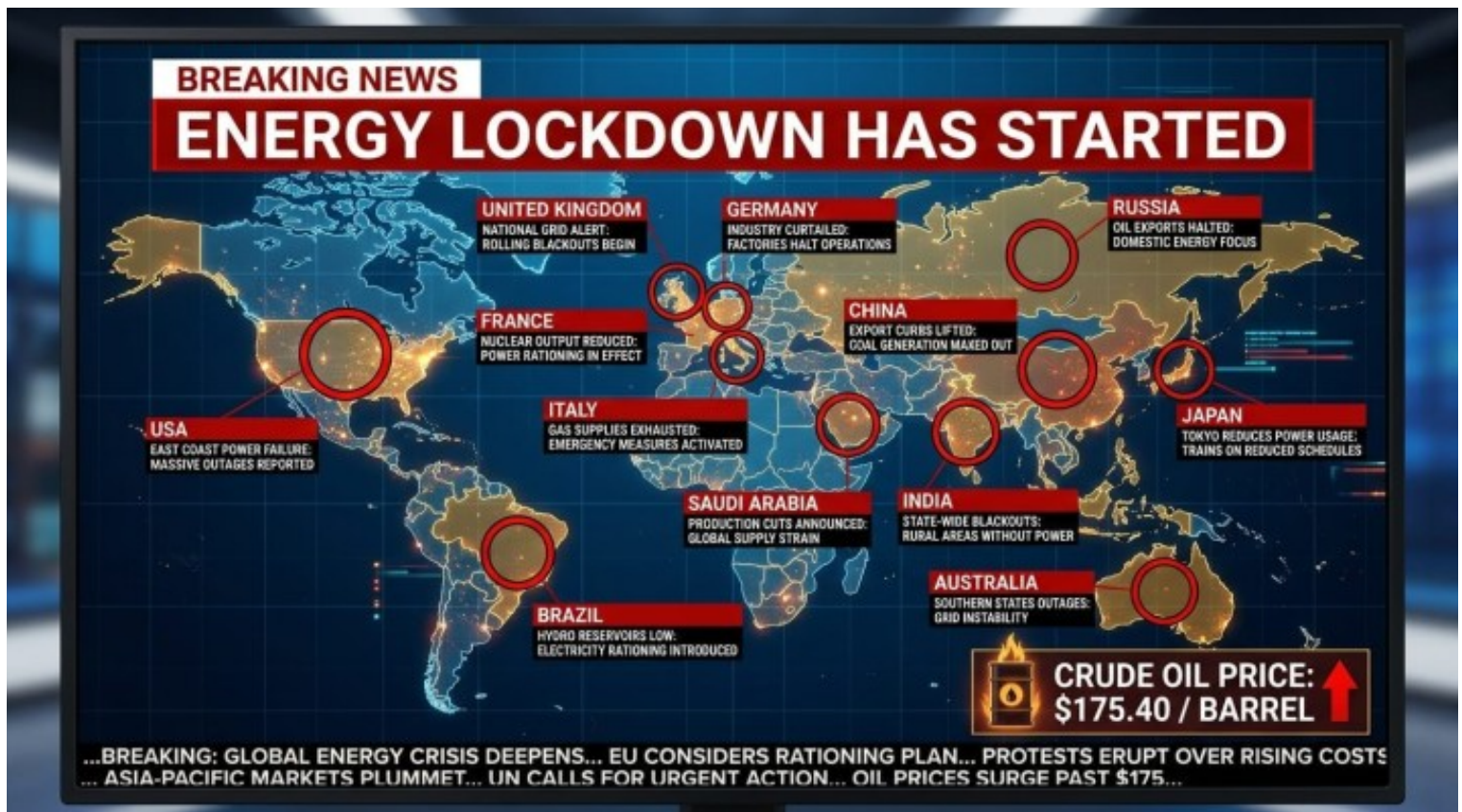
NEWS OF  
Bahrain

- International Energy Agency warns global oil prices have doubled since late 2025
- Conflict involving US, Israel & Iran drives supply disruption
- Key route Strait of Hormuz that handles ~20% of global oil hit
- Energy crisis may worsen if conflict continues

Il Qatar ha ad esempio annunciato la riduzione del 17% delle esportazioni di gas naturale liquefatto per un periodo di tempo futuro compreso tra tre e cinque anni. Il che ha spostato le aspettative collettive degli operatori economici dal dover constatare un semplice

problema di breve periodo alla presa d'atto di dover convivere ancora a lungo con un danno strutturale all'industria occidentale che può fare molto più male di una guerra.

Per contestualizzare il punto in cui ci troviamo già dopo tre settimane di guerra, occorre riportare quanto dichiarato dall'Agenzia Internazionale dell'Energia, che ha definito il conflitto "la più grande minaccia alla sicurezza energetica globale nella storia dell'umanità". Un problema che convive difficilmente con il crescente fabbisogno di energia che deriva dai "data center" in costruzione per supportare le nuove piattaforme di intelligenza artificiale e che, al di là di quest'ultima, non potrà che trascinare al rialzo l'inflazione dei prezzi.



Fino a qualche giorno fa invece la semi-compiacenza dei mercati finanziari aveva generato effetti limitati, principalmente basati sull'aspettativa di poter risolvere la crisi nel giro di qualche settimana. I tassi d'interesse sui titoli di stato americani decennali sono saliti soltanto di poco più che 1/3 di punto percentuale, come si può leggere dal grafico qui sotto. Tuttavia la tendenza al rialzo dei tassi sembra molto lontana dall'essersi esaurita:



Le borse valori non sono andate molto peggio sino allo scorso venerdì. Hanno sì registrato un calo della liquidità apportata dalla necessità dei grandi gestori di patrimoni di tenere testa alle richieste di riscatto di fondi e gestioni, ma c'erano stati anche grandi rotazioni dei portafogli verso settori industriali meno esposti ai fattori congiunturali, che avevano sostenuto al rialzo alcuni comparti. Dunque da inizio anno gli indici Dow Jones e Standardamp;Poor 500 erano in calo del 5% circa, il Nasdaq poco oltre. Con il tristemente famoso "liberation day" di Trump era andata molto peggio! Il punto è che, come si può leggere dal grafico qui sotto riportato, la discesa di Wall Street sembra aver "sfondato" la resistenza di 6.600 punti e rischia di proseguire parecchio oltre (quella successiva si colloca poco sopra i 6.000 punti).



Ora però l'umore dei mercati per i prossimi giorni rischia di essere ancor più tetto. La causa principale sembra risiedere nella riduzione della liquidità complessiva dei mercati (ancora difficile da stimare quantitativamente), che ha messo al ribasso sinanco le quotazioni dei metalli preziosi e delle criptovalute e può spingere le borse ancora molto più giù. Qui sotto il grafico delle quotazioni dell'oro:



Inoltre l'attesa di ulteriori spinte inflazionistiche può determinare ulteriori conseguenti rialzi nei rendimenti dei titoli di stato, alimentando una possibile spirale di ribassi (anche delle borse) e probabili rialzi degli spread creditizi. Inoltre la riduzione della liquidità dei mercati può andare ad innescare conseguenze negative anche per la disponibilità di credito all'economia, con possibili conseguenze nella riduzione di finanziabilità e sostenibilità di tutti gli investimenti: commerciali, produttivi e infrastrutturali.



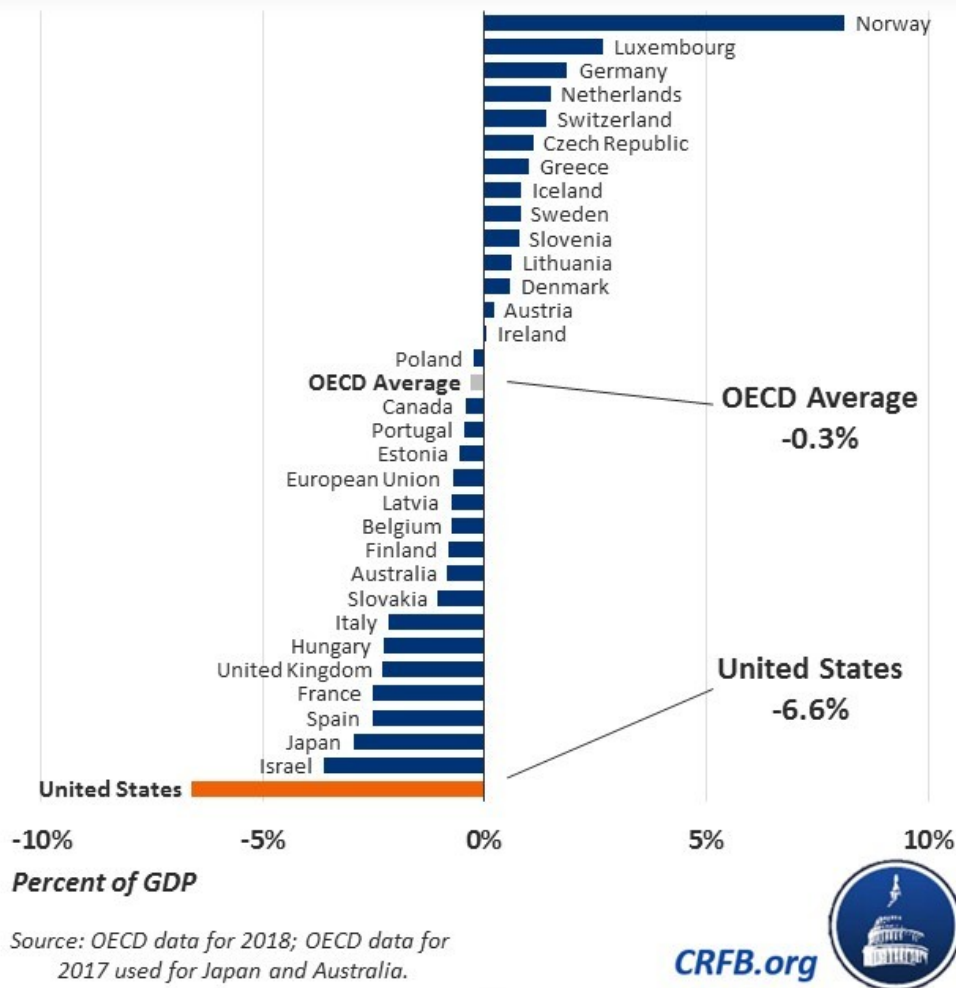
Ciliegina sulla torta di fango che sembra stare montando in queste ore sarebbe infine l'inappropriato intervento al rialzo sui tassi d'interesse da parte delle banche centrali occidentali (le altre sembrano meno propense al riguardo! Inappropriato perché anche un bambino può ben comprendere che se l'inflazione deriva da uno shock di offerta delle materie prime, difficilmente l'aumentare il costo del denaro può rappresentare un vero rimedio. Ma può succedere ugualmente, dal momento che l'incremento del tasso d'inflazione, se raffrontato con tassi d'interesse nominali invariati, può ridurre o portare sotto zero i tassi d'interesse reali (cioè quelli nominali al netto dell'inflazione).



Ecco infatti che molte voci si stanno levando per richiedere interventi restrittivi della politica monetaria da parte delle banche centrali, interventi i quali non potrebbero che peggiorare il quadro, andando a restringere la liquidità globale laddove già scarseggia per fattori esogeni. Le prospettive relative a prosecuzione/peggioramento della nuova guerra del Golfo Persico non sembrano peraltro incoraggianti nemmeno sotto altri profili:

La maggior spesa pubblica per la sicurezza ed il riarmo non potrà che far impennare i deficit di bilancio Il rialzo di costi industriali e tassi d'interesse non potrà che comprimere consumi e investimenti, con effetti inevitabilmente deleteri anche per tutto il comparto dei servizi (in parte anche quelli finanziari) La riduzione del credito disponibile non potrà che peggiorare la situazione generale di industria e commercio Il peggioramento delle condizioni economiche generali non potrà che incrementare la disoccupazione, la quale a sua volta deprimerà ulteriormente i consumi

# U.S. Has Highest Deficit in OECD



Difficile dunque vedere qualcosa di positivo nella congiuntura economica attuale, dal momento che -sinanco nel caso di blitz risolutivo della guerra- le conseguenze del conflitto sembrano destinate a perdurare un po' come successe cinquant'anni fa con la guerra del Kippur (1973). E se anche le banche centrali dovessero ricevere l'illuminazione divina che facesse rinunciare loro a rialzare i tassi d'interesse a breve termine, resterebbero non facili da comprimere quelli a lungo termine, derivanti dall'incremento della spesa pubblica di praticamente tutte le principali nazioni del pianeta.

**Stefano di Tommaso**