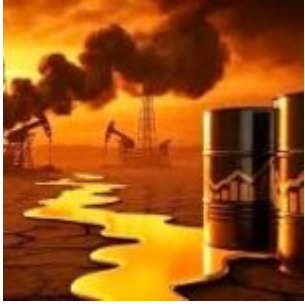


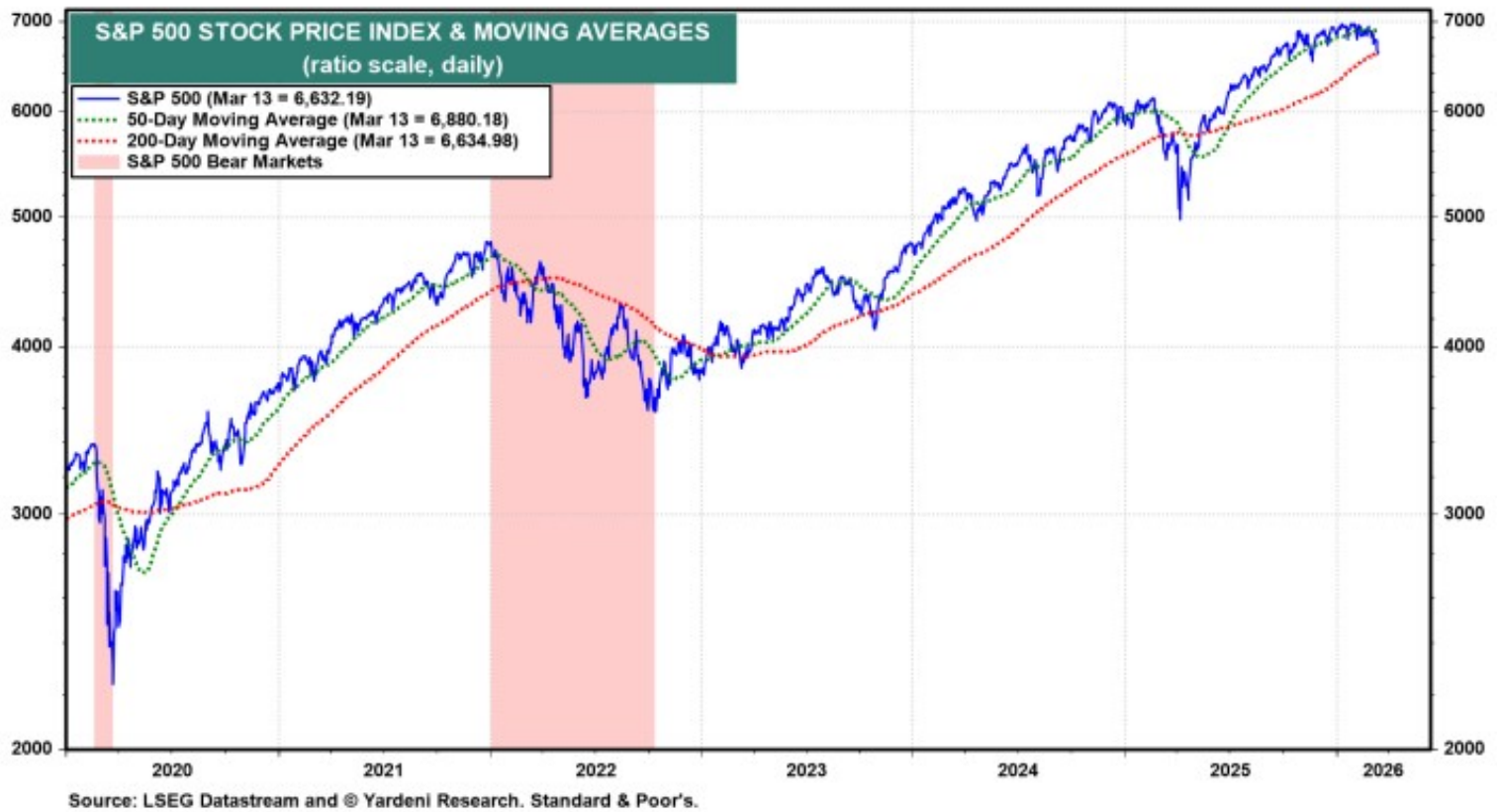
# LA GUERRA DEL PETROLIO



***I telegiornali e tutti i commentatori esplorano le possibili evoluzioni della seconda guerra all'Iran mossa da USA e Israele ma buona parte dei problemi (almeno per adesso) si riassumono in due sole parole: "petrolio" e "gas". Sono gli sviluppi che possono conseguire alla loro scarsità che orientano le conclusioni di ogni ragionamento, perché l'Iran e i popoli che la supportano (Hezbollah, Houthi, Palestinesi, eccetera) hanno usato la leva della forte dipendenza del mondo dalle forniture mediorientali per riuscire a logorare le economie, gli interessi e il supporto popolare dei paesi che li aggrediscono e -fino ad oggi- ci stanno anche riuscendo. Questo può provocare cambiamenti epocali quasi a prescindere dagli esiti bellici. E nel frattempo una probabile recessione.***

## **LE BORSE SONO SCESE ASSAI POCO**

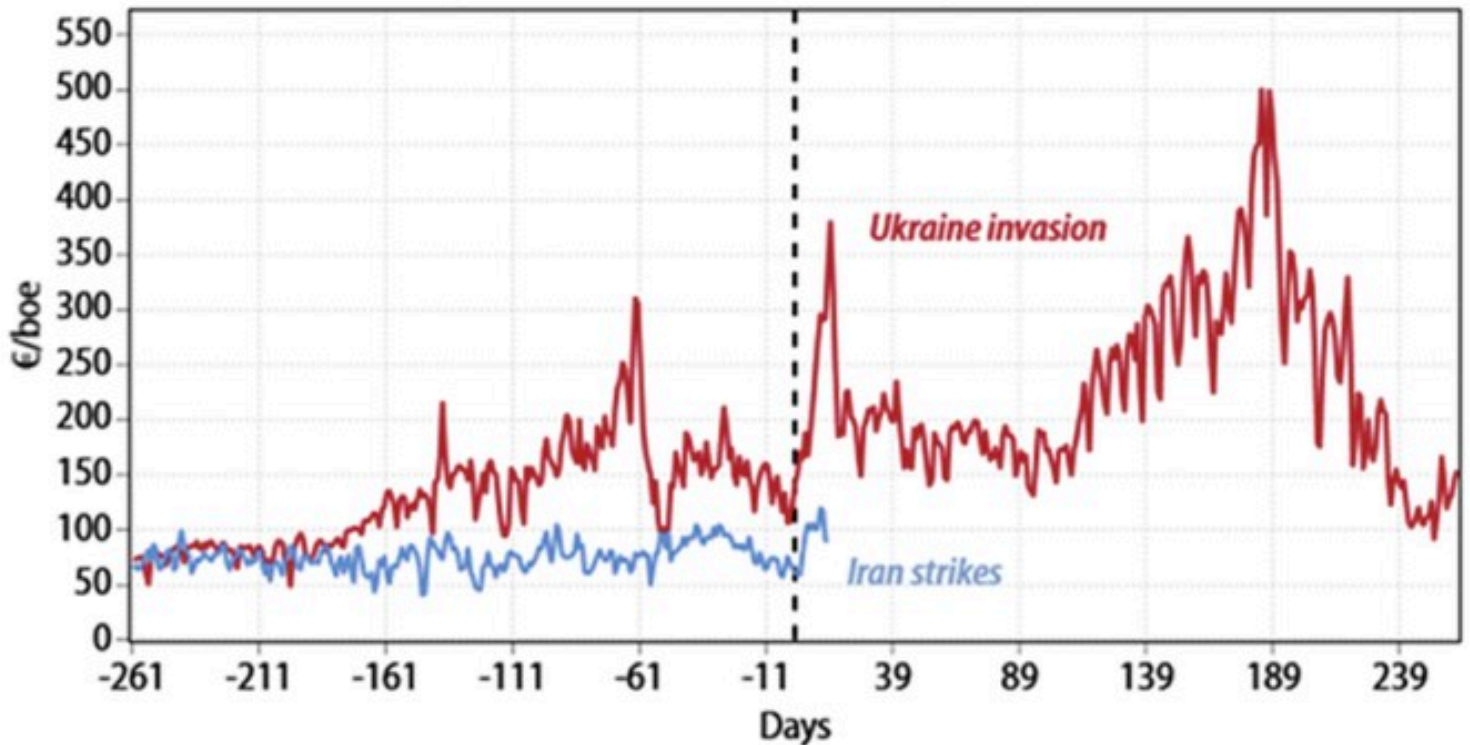
Nelle prime due settimane di guerra gli effetti nei confronti dei mercati finanziari sono stati piuttosto limitati. Wall Street (cioè lo SP500) ha perduto meno del 4% e i tassi d'interesse più significativi (quelli del T Bill decennale) sono saliti soltanto dello 0,3%. Questo nonostante il fatto che il prezzo del gas sia raddoppiato e quello del petrolio sia cresciuto in media del 50%.



Una spiegazione quasi ovvia sta nel fatto che molti analisti ancora si attendono che il conflitto finisca presto e che il mondo possa tornare alla normalità così come è successo l'estate scorsa con la guerra dei 12 giorni o con la deflagrazione del conflitto ucraino nel 2022 con le medesime paure di un petrolio caro e di una recessione imminente che poi però si dileguarono in fretta.

## The impact of war on Europe's energy system

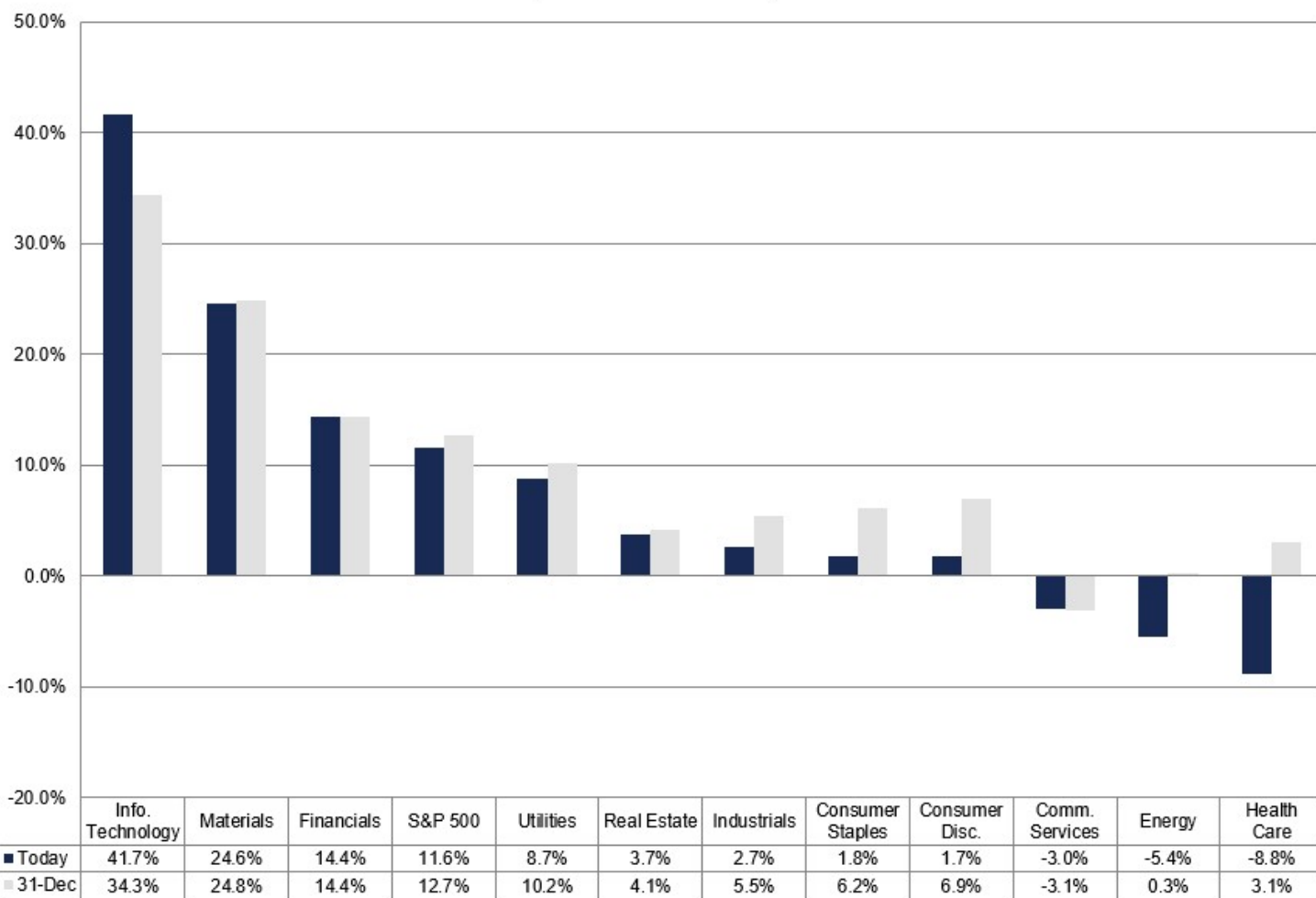
Europe, index of final energy consumption price



Una seconda spiegazione, già più approfondita, sta nell'attesa di profitti futuri delle imprese quotate che al momento non si può stimare granché di quanto potrebbero ridimensionarsi e stavano fino a ieri seguendo un percorso ascendente. I timori relativi all'eccesso di investimenti richiesti dalla diffusione dell'intelligenza artificiale e la voglia di portare a casa parte dei "capital gain" realizzati con le quotazioni da record cui erano giunti le borse avevano già ridimensionato leggermente i listini e dunque le correzioni delle quotazioni che teoricamente sarebbero state necessarie in seguito ad un'aspettativa di profitti più prudente era in parte già avvenuta.

## S&P 500 Earnings Growth (Y/Y): Q1 2026

(Source: FactSet)



Questa considerazione è importante perché se i profitti attesi sono ancora elevati ciò che è sceso di più sono i moltiplicatori del valore di tali profitti, cioè il reciproco dei tassi di rendimento impliciti nelle quotazioni dei titoli azionari. Occorre poi notare che alcuni settori possono beneficiare della maggior spesa pubblica conseguente all'esigenza di riarmo derivante dalle tensioni geopolitiche, altre dell'esigenza di carburanti, tecnologie e sicurezza.

Quindi potrebbe ancora una volta accadere che l'economia vada in recessione ma le quotazioni di borsa di interi comparti industriali possano trarre beneficio diretto e indiretto dalla spesa bellica e dal maggior debito pubblico. Anche per questo i listini delle borse non sono scesi troppo: fanno media tra i settori che guadagnano con la guerra e quelli che ci rimettono con la recessione.

### RIUSCIREMO A NON FAR DECOLLARE I TASSI ?

Ovviamente però tutto dipenderà dalla durata del conflitto medio-orientale, perché se dovesse trasformarsi in un pantano dal quale Israele e gli USA faranno fatica a uscire senza allargare la guerra al resto del mondo, allora le imprese che sperano di beneficiare

dalla spesa bellica verranno sopraffatte dai danni ai commerci internazionali, allo sviluppo economico planetario e alle infrastrutture costruite in precedenza.

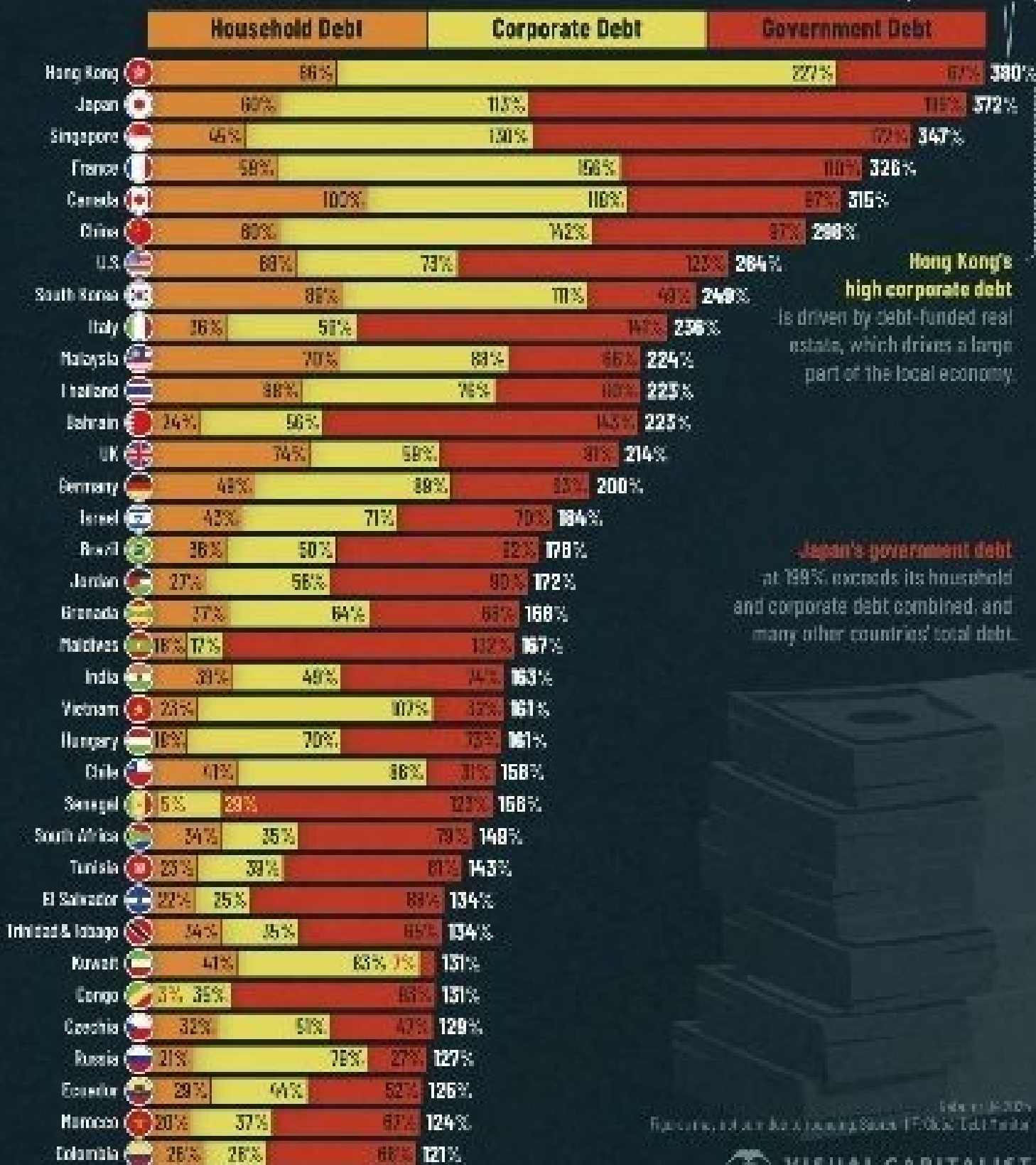


Molti hanno anche paragonato questo conflitto alla guerra del Kippur, che terminò piuttosto presto ma che comunque rilanciò il prezzo del petrolio e l'inflazione dei prezzi costringendo le banche centrali a rialzare i tassi d'interesse fino a provocare una recessione. Nella mia precedente analisi ("Nulla sarà come prima") facevo notare però che stavolta, 53 anni dopo quei giorni, il mondo è pieno di debiti e le conseguenze per i mercati finanziari di un'inflazione sostenuta e dei conseguenti rialzi dei tassi d'interesse possono essere ben più distruttive.

# DEBT BURDEN

As a % of GDP

Total Debt



**Hong Kong's high corporate debt** is driven by debt-funded real estate, which drives a large part of the local economy.

**Japan's government debt** at 119% exceeds its household and corporate debt combined, and many other countries' total debt.



Figures, not an indication of a country's creditworthiness. © 2019 Visual Capitalist



VISUAL CAPITALIST



Where Data Tells the Story



Se i tassi d'interesse dovessero essere pilotati molto in alto allora il dramma della non

sostenibilità dei debiti pubblici potrebbe non vedere che una sola soluzione: la monetizzazione selvaggia di questi ultimi (almeno in Occidente e in particolare in Europa) e dunque l'inflazione che sopravanza i rendimenti nominali, cioè tassi d'interesse reali negativi. Uno scenario tra l'altro relativamente probabile visto che, per le motivazioni che andiamo ad esporre, la probabilità di complicazioni negli sviluppi della guerra appaiono elevate.



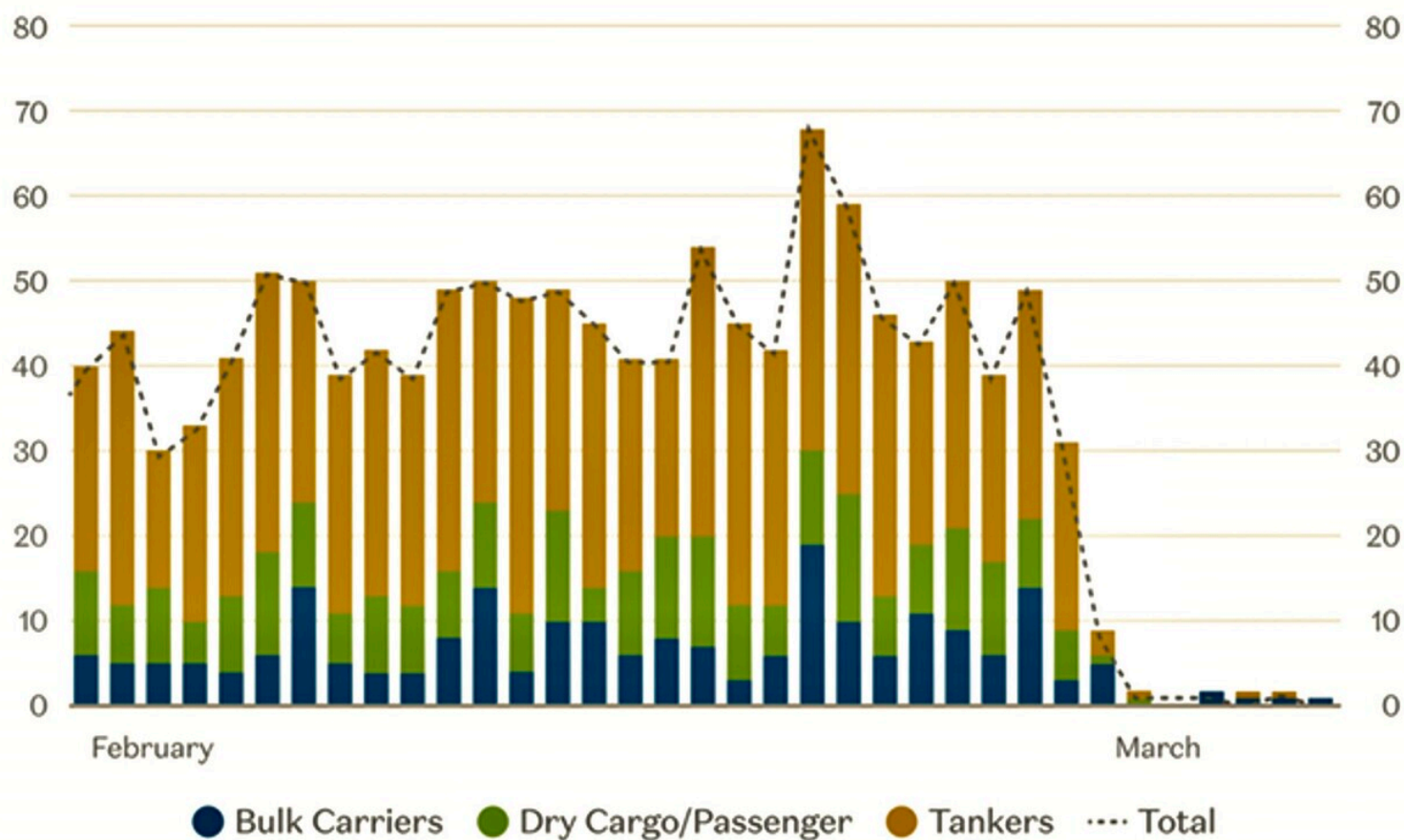
LA FORTE CORRELAZIONE TRA L'INFLAZIONE RILEVATA (LINEA NERA) E I PREZZI DELLE MERCI AL NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE (LINEA VERDE) LASCIANO SUPPORRE UN ULTERIORE RIALZO DELLA PRIMA

## IL RAZIONAMENTO DI PETROLIO E GAS IMPOVERISCE IL MONDO

Nonostante le dichiarazioni fiammeggianti di America e Israele oggi Hormuz si sta svuotando: il mercato petrolifero sta entrando nella fase dell'esaurimento fisico delle scorte energetiche. La maggior parte dei movimenti riguarda navi iraniane, molte dirette verso la Cina. Le petroliere partite dal Golfo prima della chiusura dello Stretto di Hormuz stanno ancora arrivando a destinazione, ma i nuovi carichi sono praticamente fermi. La pipeline logistica si sta svuotando e le consegne residue si esauriranno entro la fine della settimana.

# Strait's Closed

West-to-East Vessel Count via the Strait of Hormuz



Source: SoFI, Bloomberg

Nel frattempo i blocchi produttivi sono saliti a quasi 7 milioni di barili al giorno. Entro la fine della settimana i tagli potrebbero avvicinarsi a 12 milioni di barili al giorno. In un contesto in cui all'offerta globale mancano già 7 milioni di barili al giorno, l'unico modo per riequilibrare il mercato è una riduzione forzata dei consumi oltre a un inevitabile rincaro dei prezzi.

**OPEC+ crude oil production<sup>1</sup>**  
million barrels per day

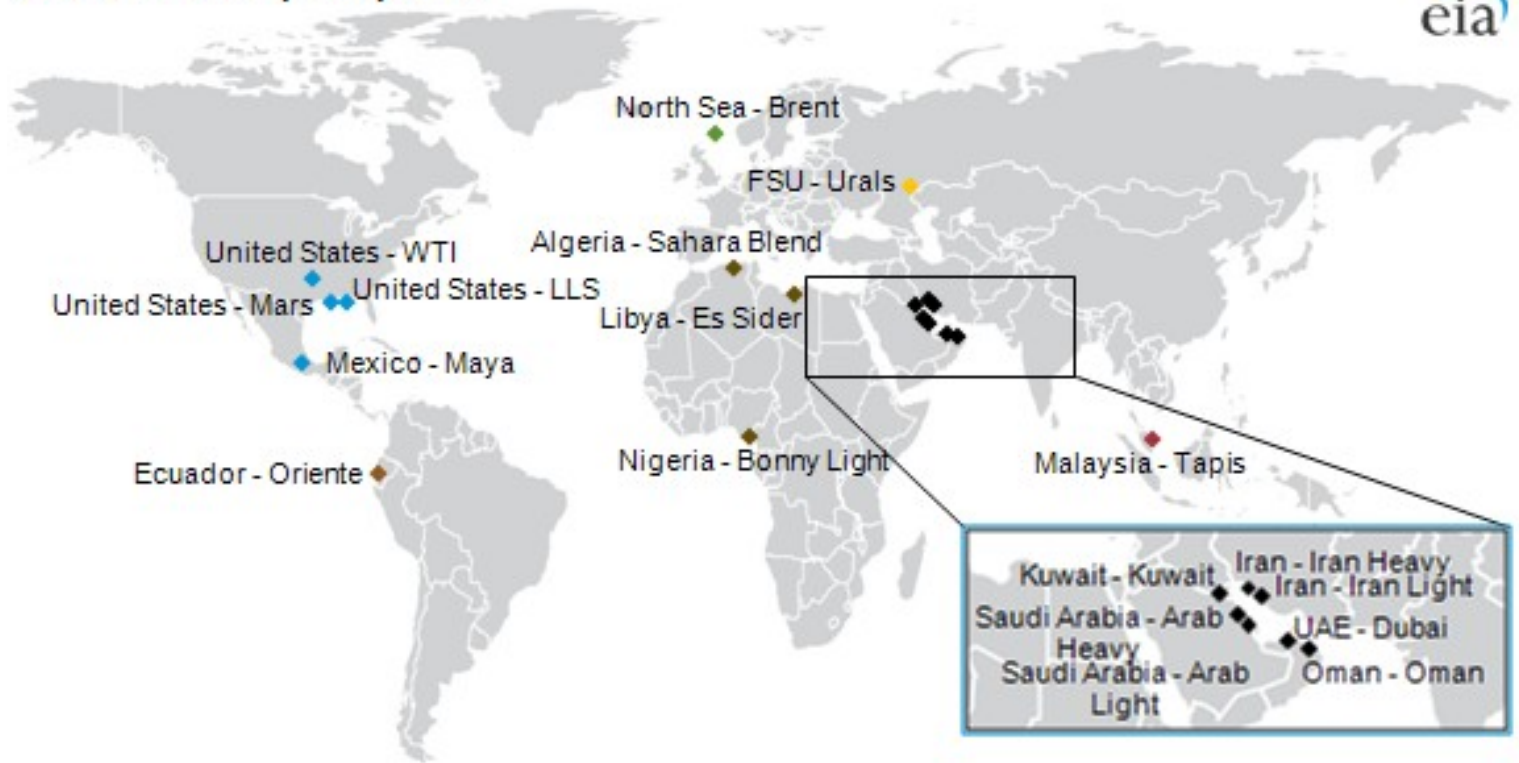
	Dec 2025 Supply	Jan 2026 Supply	Jan 2026 vs Target	Jan 2026 Implied Target <sup>1</sup>	Sustainable Capacity <sup>2</sup>	Eff Spare Cap vs Jan <sup>3</sup>
Algeria	0.91	0.96	-0.01	0.97	0.99	0.03
Congo	0.25	0.27	-0.01	0.28	0.27	0
Equatorial Guinea	0.07	0.05	-0.02	0.07	0.06	0.01
Gabon	0.24	0.24	0.07	0.18	0.22	0
Iraq	4.34	4.34	0.19	4.15	4.87	0.52
Kuwait	2.54	2.57	-0.01	2.58	2.88	0.3
Nigeria	1.43	1.4	-0.1	1.5	1.42	0.02
Saudi Arabia	9.7	10.28	0.17	10.1	12.11	1.84
UAE	3.64	3.6	0.2	3.4	4.28	0.67
<b>Total OPEC-9</b>	<b>23.13</b>	<b>23.72</b>	<b>0.49</b>	<b>23.23</b>	<b>27.1</b>	<b>3.39</b>
Iran <sup>4</sup>	3.45	3.45			3.8	
Libya <sup>4</sup>	1.3	1.33			1.28	0
Venezuela <sup>4</sup>	0.99	0.78			1	0.22
<b>Total OPEC</b>	<b>28.87</b>	<b>29.28</b>			<b>33.18</b>	<b>3.61</b>
Azerbaijan	0.47	0.46	-0.09	0.55	0.48	0.02
Kazakhstan	1.5	1.31	0.02	1.29	1.8	0.49
Mexico <sup>5</sup>	1.41	1.4			1.5	0.1
Oman	0.82	0.81	0.01	0.8	0.8	0
Russia	9.64	9.3	-0.28	9.57	9.4	
Others <sup>6</sup>	0.74	0.73	-0.14	0.87	0.86	0.13
<b>Total Non-OPEC</b>	<b>14.58</b>	<b>14.0</b>	<b>-0.48</b>	<b>13.09</b>	<b>14.84</b>	<b>0.74</b>
<b>OPEC+ 18 in Nov 2022 deal<sup>5</sup></b>	<b>36.29</b>	<b>36.33</b>	<b>0.01</b>	<b>36.32</b>	<b>40.43</b>	<b>4.03</b>
<b>Total OPEC+</b>	<b>43.45</b>	<b>43.29</b>			<b>48.01</b>	<b>4.35</b>

LA CAPACITÀ ESTRATTIVA DI PETROLIO NON UTILIZZATA PRIMA DELLA GUERRA ERA DI CIRCA 8MIL DI BARILI AL GIORNO, CORRISPONDENTI AL CALO ATTUALE. MA ORA PUÒ ECCEDERE E OCCORRE RIDURRE I CONSUMI

### VENGONO A MANCARE ANCHE I PRODOTTI RAFFINATI

Hormuz non è solo l'arteria del petrolio greggio. È anche il corridoio attraverso cui transitano circa 5 milioni di barili al giorno di prodotti raffinati: LPG, nafta, diesel e carburante per aerei. L'Europa è particolarmente esposta, soprattutto dopo il bando alle importazioni russe che ha aumentato la dipendenza da ciò che viene raffinato e distillato in Medio Oriente. Con le esportazioni bloccate e senza oleodotti e gasdotti sufficienti, circa 2 milioni di barili al giorno di capacità di raffinazione nel Golfo non ci sono più. Il risultato è una stretta dei prodotti raffinati, cioè soprattutto diesel e carburanti per aerei, dei quali il Golfo è un fornitore chiave per Europa, Africa e Asia.

## Select crude oil price points

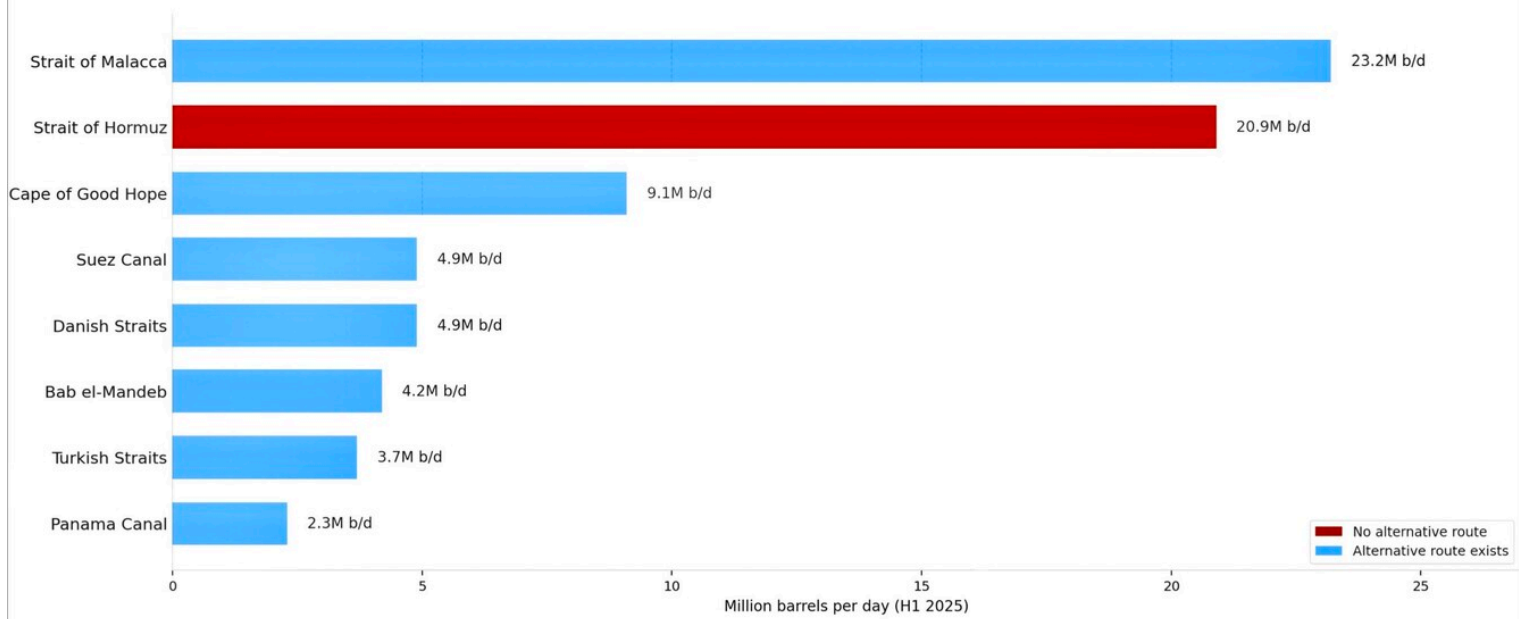


L'Asia resta la regione più esposta: prima della crisi importava 13,2 milioni di barili al giorno attraverso Hormuz, circa metà delle importazioni totali. Cina, India, Giappone e Corea del Sud sono i principali acquirenti. Le scorte possono attenuare lo shock solo temporaneamente. In molte economie emergenti stanno già comparando le prime misure di stabilizzazione: restrizioni all'export, rilascio di scorte strategiche, sussidi mirati e politiche di riduzione della domanda.

# Global Oil Chokepoints: Volume vs. Alternatives

GLOBAL MARKET UPDATE

Every major chokepoint has a workaround — expensive, but it exists. Hormuz doesn't.



## Alternative Routing Options

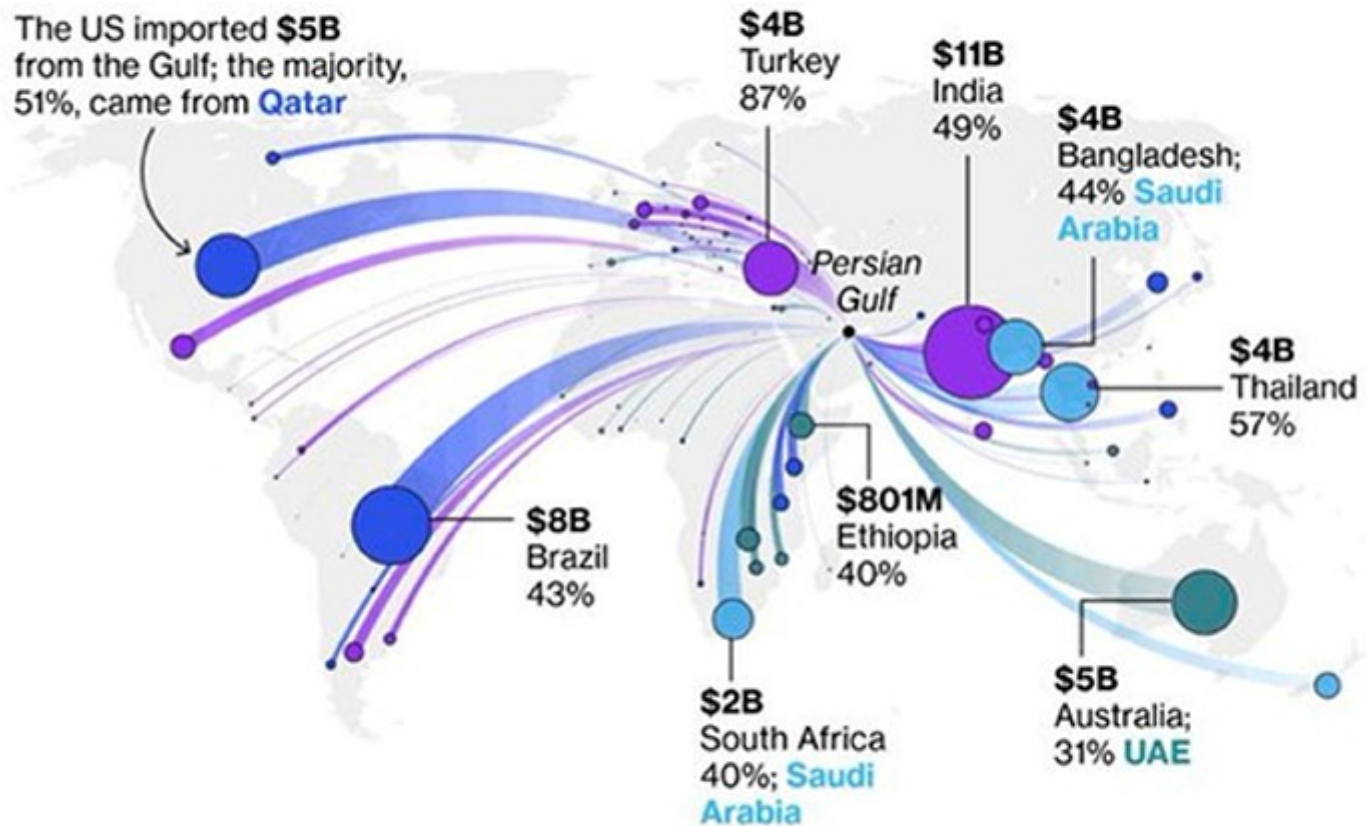
Chokepoint	Alternative Route
● Strait of Malacca	Around Sumatra (+2-3 days)
● <b>Strait of Hormuz</b>	<b>NO VIABLE SEA ROUTE</b>
● Cape of Good Hope	Is the alternative route
● Suez Canal	Cape of Good Hope (+7-14 days)
● Danish Straits	Limited overland pipelines
● Bab el-Mandeb	Cape of Good Hope (+7-14 days)
● Turkish Straits	Baku-Tbilisi-Ceyhan pipeline
● Panama Canal	Cape Horn / Trans-Panama pipeline

Dallo Stretto di Hormuz in precedenza passava il : 34% del petrolio mondiale 22% dei minerali 16% dei fertilizzanti. Secondo il Financial Times, se anche lo stretto tornasse ad essere aperto, il prezzo del petrolio non scenderebbe a meno di 70-80\$ (almeno fino a quando non fosse ripristinata tutta la capacità produttiva oggi danneggiata ) mentre se restasse bloccato oltre un mese (e siamo alla terza settimana), il petrolio potrebbe tranquillamente superare i 100 \$ al barile (di greggio), se invece restasse bloccato oltre i tre mesi facilmente supererebbe i 150.

## Persian Gulf Exports \$50 Billion of Nitrogen Fertilizers Since 2020

Imports from Oman, Qatar, Saudi Arabia, UAE, Bahrain and Iran, 2020–2025

Majority ● Oman ● Qatar ● Saudi Arabia ● UAE



Source: Bloomberg analysis of imports from Trade Data Monitor  
Note: Some economies lag in reporting. Figures for commodity code HS 3102, Nitrogenous mineral or chemical fertilizers.

Bloomberg Opinion

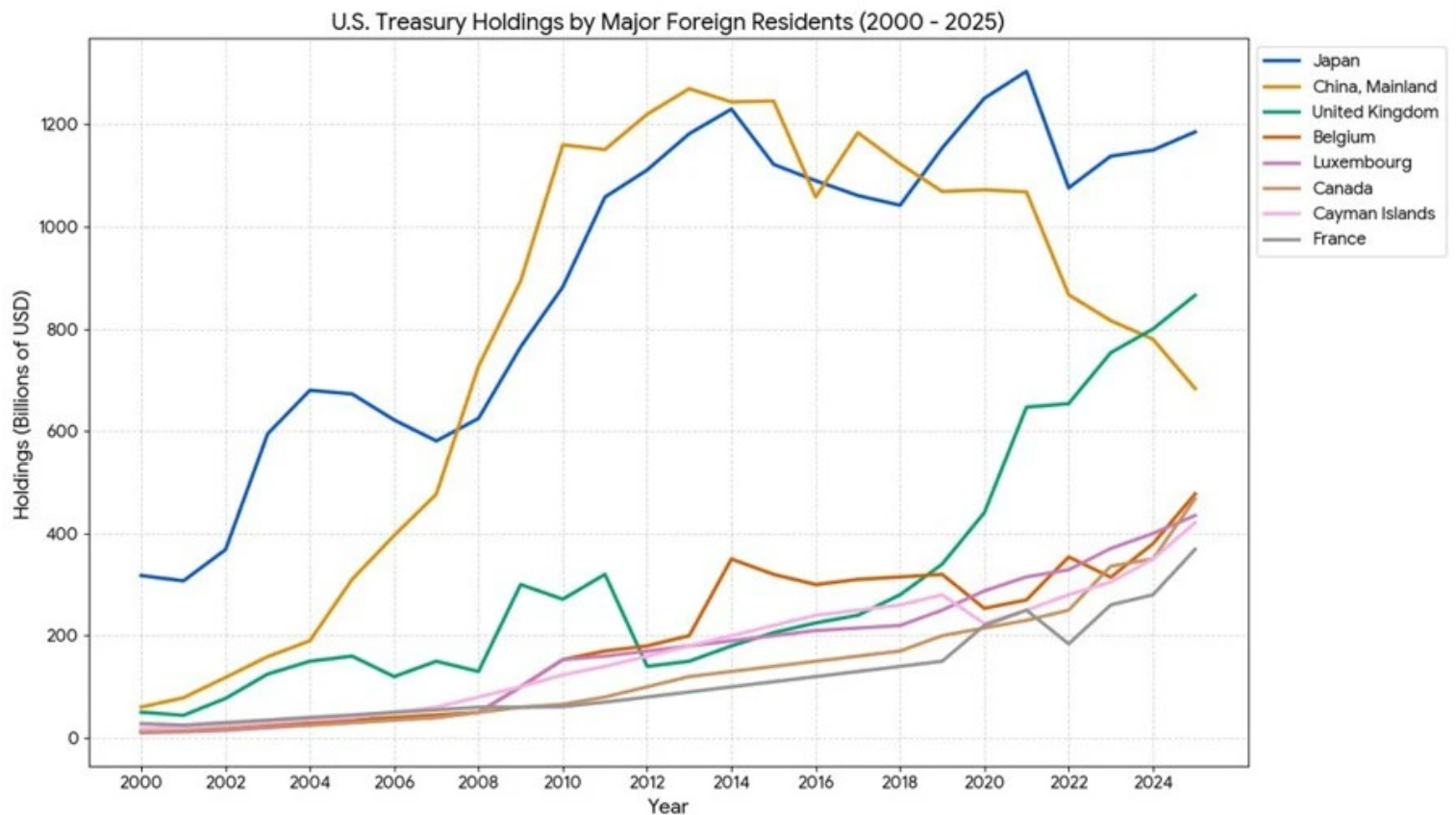
I danni alle infrastrutture petrolifere di stoccaggio e raffinazione del Medio Oriente quindi si aggiungono alla scarsità di petrolio greggio derivante dal blocco di Hormuz e divengono il vero ago della bilancia perché riducono ulteriormente le disponibilità complessive di prodotti energetici e servono anche per produrre fertilizzanti. Gli USA dipendono dal Golfo Persico per il 51% dell'azoto e l'India per l'89%. Questo si sta già traducendo automaticamente in rialzi anche dei prezzi alimentari.

### C'È UNA CERTA PROBABILITÀ DI RALLENTAMENTO ECONOMICO

Se ne deduce che anche i prezzi dell'energia e degli alimentari stanno salendo molto meno di quanto dovrebbero, soltanto perché ancora ci si attende un rapido ritorno alla normalità. Se invece l'aumento dei prezzi di energia e cibo farà risalire l'inflazione, allora le banche centrali non potranno proseguire con l'attuale politica monetaria con il risultato che tassi d'interesse risaliranno e rallenterà l'economia globale. Quella che si profila per il resto dell'anno perciò, se non è una recessione, è quantomeno una crescita ridotta e incerta.

Siamo di fronte a un punto di svolta storico nella strategia energetica (e industriale) globale che può comportare la necessità di una diversificazione forzata delle fonti e dei consumi di energia. Gli USA grazie alle proprie vaste riserve manterranno un'economia basata sugli idrocarburi che però saranno quantomeno più cari. Dunque dovranno convivere con un'inflazione elevata.

In tal caso non è detto che il Dollaro manterrà la sua forza attuale (anzi!). Potrebbe soffrire dal disamoramento per i titoli pubblici a stelle e strisce. Così come potrebbe continuare ad attirare risorse perché considerato "porto sicuro", mettendo in difficoltà diversi altri paesi emergenti che avevano ben sperato dalla sua svalutazione.



Il tema delle possibili fughe dei capitali, in qualsiasi direzione possano rivolgersi, preoccupa parecchio gli analisti e può scatenare scarsità di credito e rialzi dei tassi d'interesse dove i capitali fuggono. Per esempio c'è una certa probabilità che l'Europa ne faccia comunque le spese, a meno che non venga riesumato un forte interscambio con l'est Europa e l'Asia. Ma al momento non se ne parla nemmeno! Un altro grande rischio è che le banche centrali applichino strumenti che appartengono al passato per cercare di pilotare il futuro, provocando in tal modo inutili ulteriori frenate all'economia, disoccupazione e impoverimenti.

## CHI VINCE E CHI PERDE

La Cina al momento sta rinviando gli incentivi agli investimenti precedentemente previsti e

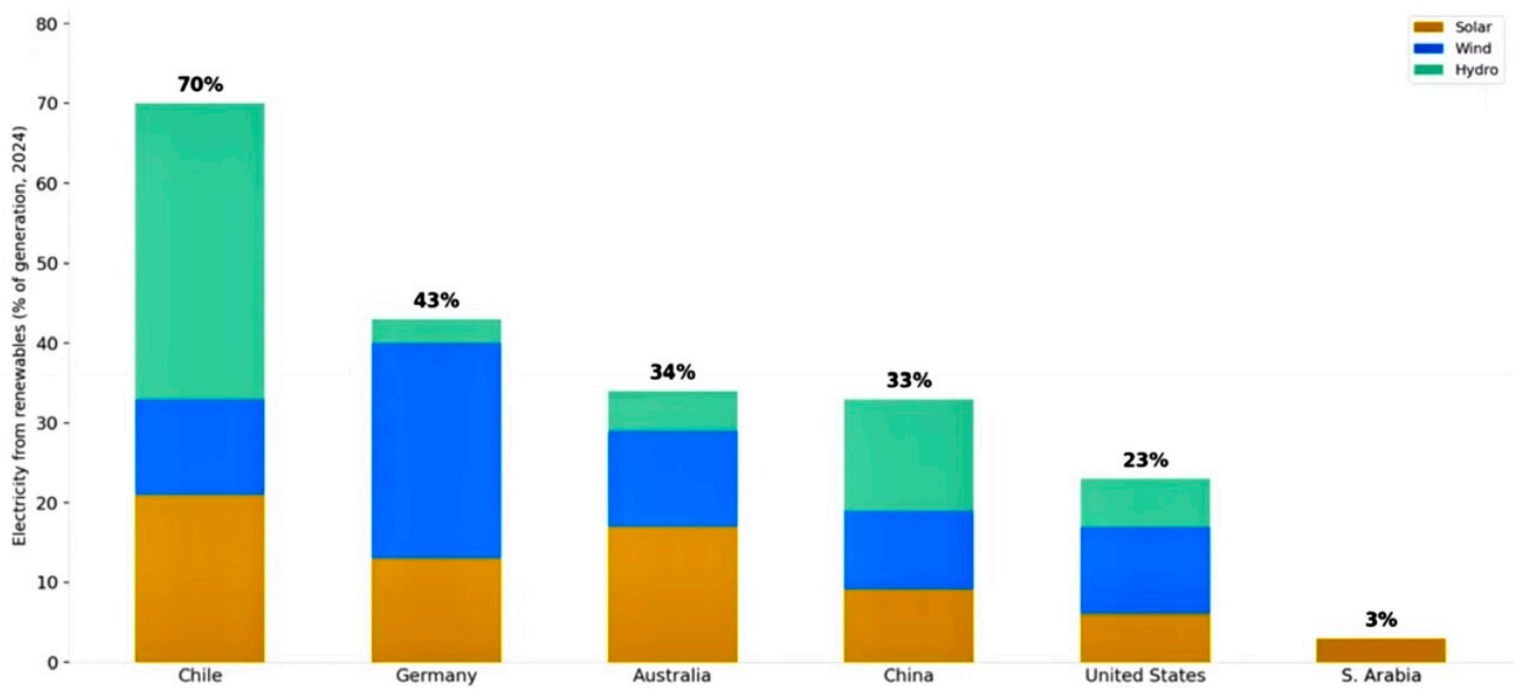
sta usando molte risorse per accelerare su nucleare e energie rinnovabili, e così pure il Giappone. L'Europa invece può fare ben poco nel breve termine e sarà probabilmente costretta a non rifiutare più il gas russo anche perché è lontana dal momento in cui potrà ripristinare le proprie centrali nucleari. Nel frattempo importerà gas e petrolio dagli USA (forse) sicuramente a più caro prezzo e ridurrà in tal modo ancora di più la competitività delle proprie fabbriche.

Alcuni paesi che invece restano lontani dai focolai geopolitici e offrono energia pulita abbondante ne trarranno beneficio anche per l'industria: ad esempio il Cile (e forse altri paesi del Sud America) è stato citato come la possibile Arabia delle energie rinnovabili grazie al potenziale solare, eolico e geotermico. L'Australia potrebbe fare lo stesso. Sempre che riusciranno a mantenere stabilità politica e consenso sociale.

## Chile: The Saudi Arabia of Renewables?

Chile generates 70% of its electricity from renewables. Its Atacama Desert has the highest solar irradiation on Earth.

GLOBAL TRENDS  
UPDATE



**70%**

Electricity from renewables in 2024

Up from 47% in 2019

**25.5 GW**

Renewable installed capacity (May 2025)

Of 37.4 GW total

**#2**

Lowest solar LCOE globally

Behind only Mexico (Wood Mackenzie)

**2,700+**

kWh/m<sup>2</sup>/yr solar irradiation (Atacama)

Highest on Earth

Sources: Ember 2024; CEN Chile, May 2025; Wood Mackenzie LCOE 2024; IRENA 2024; IDB/Impacto 2025.

## LA FORZA DELLA GEOPOLITICA

Dunque la geopolitica (che al momento sta muovendo poco i mercati) nel lungo termine potrebbe forzare una ristrutturazione completa del panorama industriale mondiale. Non

soltanto dal punto di vista geografico, ma anche settoriale: saranno ancora validi i paradigmi relativi ai forti consumi di energia richiesti dall'intelligenza artificiale? Avrà ancora senso viaggiare così tanto in aereo (soprattutto per lavoro)? La sanità continuerà a veder crescere la spesa complessiva anche qualora la previdenza sociale dovesse venire ulteriormente ridotta? E il lusso continuerà ad attrarre orde di giovanissimi intorno ai marchi del lusso e dell'ostentazione?

Sono domande che non hanno risposte certe ma che seminano un dubbio: che la forte instabilità -a prescindere dalle sorti dell'Iran- possa arrivare comunque smuovere grandi cambiamenti epocali che rimetteranno in discussione tutti i precedenti paradigmi della società civile globalizzata. Anche per queste considerazioni, restiamo dell'idea che da adesso, in pochi anni: "nulla sarà più come prima" !

**Stefano di Tommaso**

---

## NULLA TORNERÀ COME PRIMA



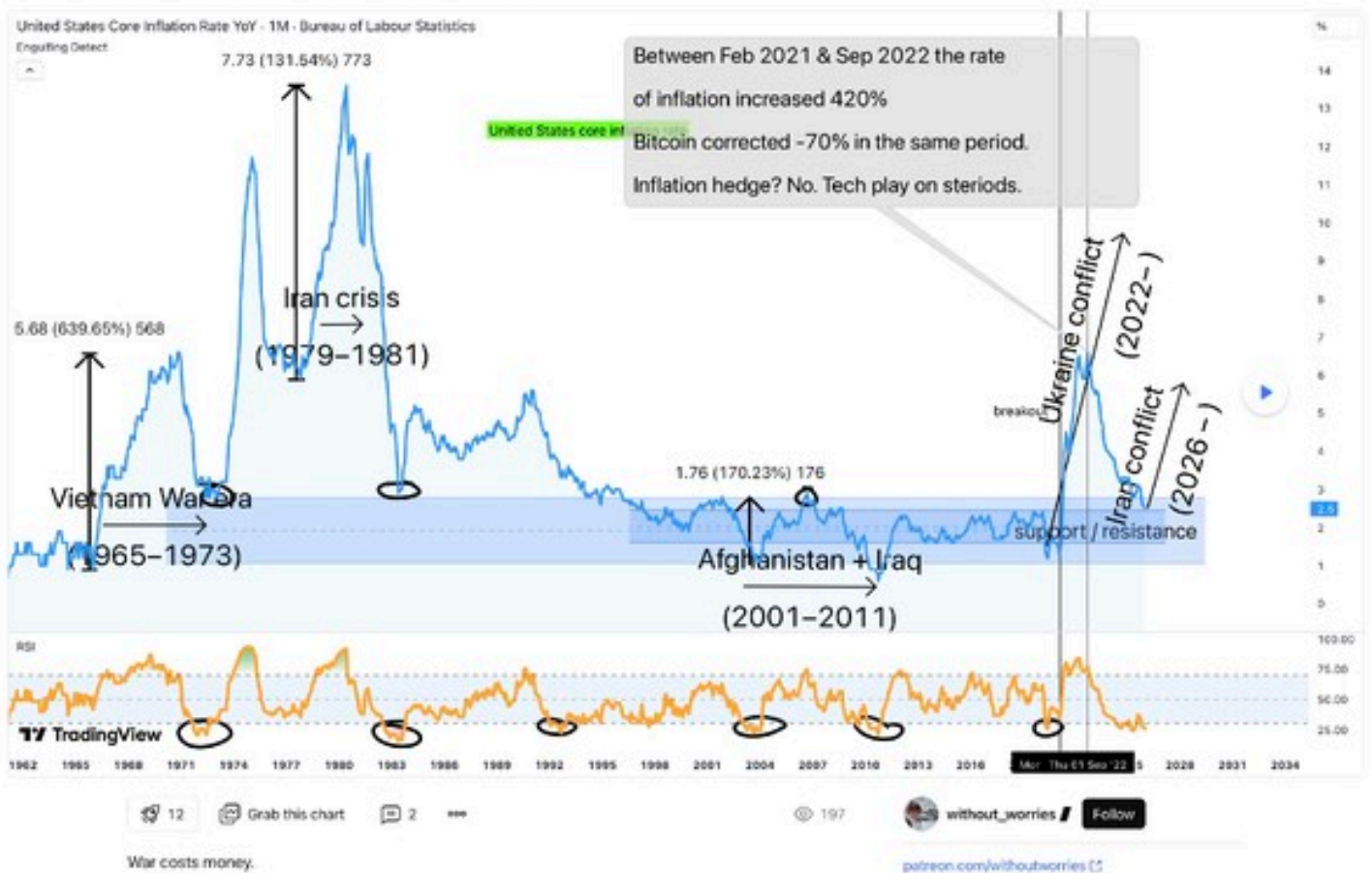
***La guerra all'Iran ha comportato forti shock per i mercati finanziari e per il commercio internazionale, scuotendo alle fondamenta l'ordine economico globale. Il rialzo dei prezzi energetici era già nell'aria e ora è divenuto una realtà che porterà le borse e i gestori del risparmio e le banche centrali a dover fare scomode scelte, e sicuramente impatterà sulle borse e sulla fiducia degli investitori ancor più di quanto non sia già successo, soprattutto nel settore dei titoli di stato e del reddito fisso. Un paragone con quanto accadde negli anni '70 dopo la guerra del Kippur lascia sgomenti anche perché, a differenza di allora, oggi l'indebitamento appare troppo elevato per restare sotto controllo,***

**soprattutto se accanto all'inflazione dovesse svilupparsi una recessione.**

## COME CINQUANT'ANNI FA

La crisi geopolitica del Medio Oriente ha soltanto accelerato dei cambiamenti che erano già in atto e ora difficilmente il mondo tornerà alla situazione precedente. Tutte le nazioni spenderanno di più in infrastrutture militari, di difesa e di intelligence e le risorse così drenate danneggeranno i percettori di salari e di previdenza sociale. Tuttavia, anche se in generale la congiuntura penalizzerà lo sviluppo economico e i consumi, alcuni settori industriali ipertecnologici e degli armamenti ne beneficeranno, così come la finanza internazionale. Un tale sconvolgimento però va a vantaggio di Russia e anglosassoni (USA & UK) e a scapito di Europa continentale, Cina e paesi emergenti. Il che spingerà le nazioni a schierarsi necessariamente in uno dei due grandi blocchi opposti.

### USA military conflicts vs Inflation



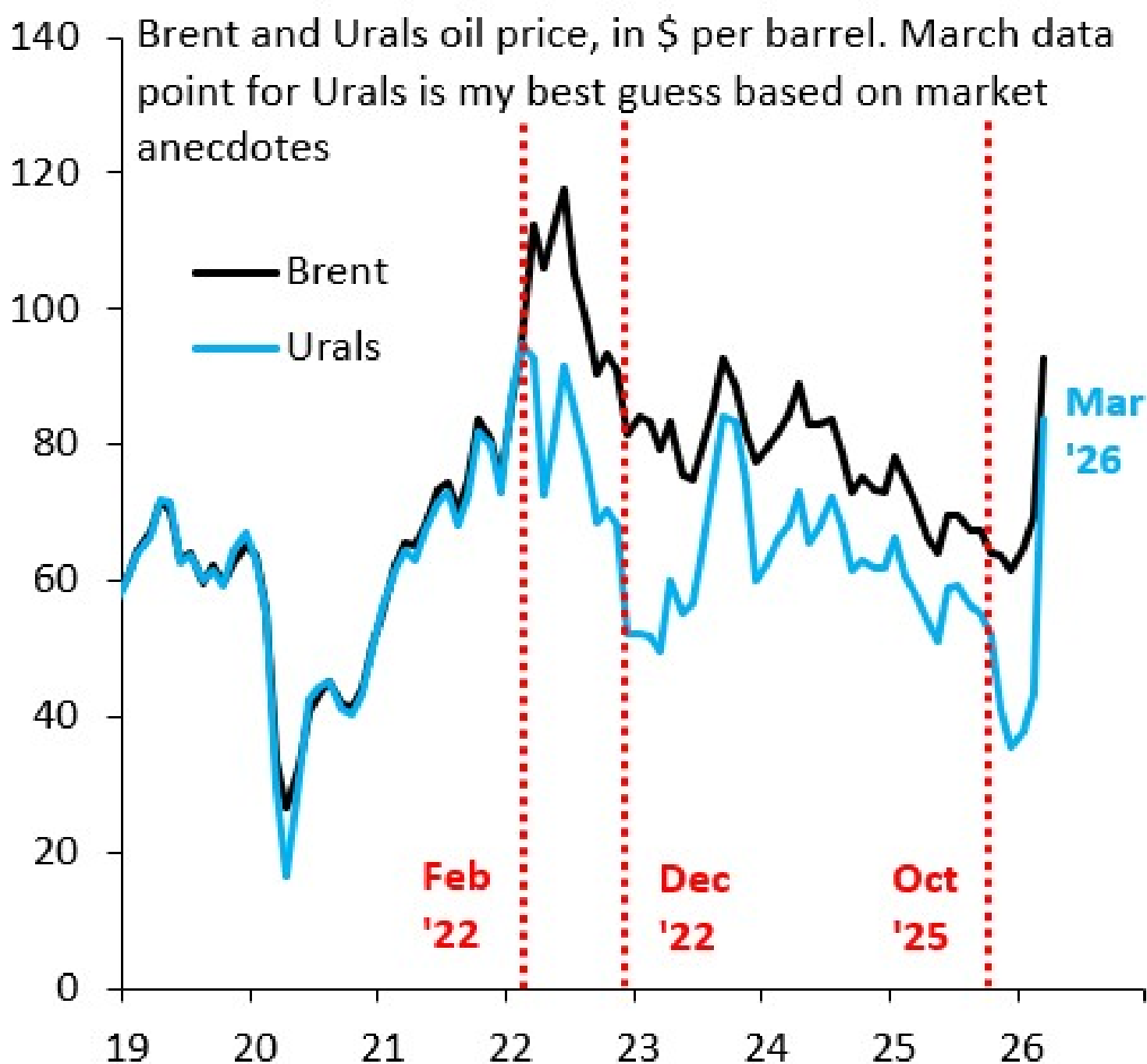
**OGNI VOLTA CHE INIZIA UNA NUOVA GUERRA L'INFLAZIONE RIPRENDE A CORRERE**

## LE FORNITURE SCARSEGGIANO

La settimana appena trascorsa è stata più turbolenta di quanto ci si potesse attendere per l'economia globale e i mercati finanziari. L'attacco all'Iran, e la risposta di quest'ultimo, ha coinvolto oltre una dozzina di nazioni e ha generato molte giustificate preoccupazioni. Le

forniture di petrolio e gas per un po' di tempo rischiano di scarseggiare a causa del blocco delle navi che dovevano uscire dal Golfo Persico e, soprattutto per il gas, a causa della distruzione di numerosi impianti nei dintorni del Golfo Persico.

L'impennata dei loro prezzi ha riflesso l'allarme generalizzato e, se il conflitto non verrà fermato presto, potrebbe proseguire, soprattutto in un momento in cui le riserve strategiche di molte nazioni già scarseggiavano. La chiusura dello Stretto di Hormuz sta inoltre trasformando il mercato petrolifero: il petrolio russo, prima venduto con forti sconti, è ora molto richiesto e il suo prezzo sta raggiungendo quello del Brent, avvantaggiando Iper ora) la Russia e i paesi produttori di materie prime non troppo esposti ai danni della guerra.



INFLAZIONE RECESSIONE E RIALZI DEI TASSI IMPATTANO SULLE

## VALUTAZIONI

Le difficoltà nelle forniture di materie prime energetiche hanno immediatamente scatenato timori di ripresa dell'inflazione e, di conseguenza, il rialzo dei tassi d'interesse nominali, spaventando i risparmiatori. Questi ora attendono di conoscere gli sviluppi di un rogo collettivo in Medio Oriente che rischia di trasformarsi in una vera e propria guerra regionale, che potrebbe espandersi a macchia d'olio e impattare ulteriormente sui mercati finanziari.

La Cina, già colpita dal venir meno delle forniture petrolifere venezuelane, rischia ora di perdere una seconda fonte di petrolio a basso prezzo e di conseguenza si agita in tutte le direzioni per limitare i danni. Negli USA la popolazione condivide assai poco le avventure belliche del Presidente anche perché stavano già salendo disoccupazione e inflazione. Ora la risalita dei prezzi dell'energia è un duro colpo per il potere d'acquisto dei salari. Esiste dunque la possibilità che si determini uno scontro sociale nella patria del capitalismo globale.

## ORA LE BORSE APPAIONO SOPRAVVALUTATE

Nemmeno in Europa la situazione appare facile: anzi! Già prima della guerra l'inflazione aveva sorpreso al rialzo, e ora che il prezzo del petrolio è passato in pochi giorni da 70 a 90 Dollari al barile, i mercati iniziano a scontare un rialzo dei tassi d'interesse e un calo dei titoli quotati. Nei giorni scorsi però Wall Street ha registrato un picco nei multipli di valore impliciti nelle quotazioni borsistiche (a causa della revisione al ribasso dei profitti attesi e delle condizioni generali di mercato). Un picco nelle valutazioni che si era prodotto in precedenza soltanto alla vigilia di grandi crisi (come si può vedere nel grafico sotto riportato) e che spingerà molti operatori a liquidare ulteriormente le loro posizioni.



## L'INDICE "C.A.P.E. RATIO DI SHILLER (CYCLICALLY ADJUSTED PRICE-TO-EARNINGS)

I timori maggiori tuttavia riguardano la liquidità del sistema finanziario e la disponibilità di credito, che rischia di calare bruscamente a causa dei rischi per le esportazioni europee nei confronti dei paesi emergenti. La caduta verticale della fiducia degli investitori ha orientato i gestori dei patrimoni verso una decisa prudenza e, anche se per il momento, i mercati finanziari stanno reagendo con scetticismo e ritardo, sono indubbiamente diventati meno liquidi.

### **LA RIDOTTA LIQUIDITÀ DEI MERCATI POTREBBE FAR IMPENNARE I TASSI**

E infatti negli ultimi giorni molti investitori hanno iniziato a ritirare soldi da fondi di capitale e credito privato e veicoli di investimento immobiliare. Cosa ha mosso di più i mercati è stato proprio il cosiddetto "premio per l'illiquidità": i rendimenti degli attivi finanziari dovrebbero crescere quando diventa più difficile disinvestire, per almeno tre motivi:

1. timori sul credito (possibili default dei prestiti),
2. timori sulla liquidità (difficoltà a recuperare il proprio denaro),
3. timori sull'aumento dei tassi d'interesse reali.

Quando questi fondi erano stati lanciati, gli investitori si trovavano in una situazione di ampia liquidità che adesso invece, a causa dei timori appena citati, scarseggia sui mercati finanziari.



IL PREZZO DEL PETROLIO È SEMPRE STATO CORRELATO AI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO AMERICANI E ORA CHE IL PETROLIO COSTA MOLTO DI PIÙ CI SI PUÒ ATTENDERE UN'ULTERIORE RISALITA ANCHE DEI TASSI D'INTERESSE

È un po' come la corsa a ritirare i depositi dalle banche: se tutti lo fanno le attese di insolvenza si autoalimentano. Ma ovviamente tutto dipenderà dalla durata del conflitto e dalla capacità di estrazione e trasporto che residuerà nell'area del Golfo Persico. E questa volta tanto Trump quanto l'Iran sembrano avere buoni motivi per volere andare avanti a lungo, con conseguenze potenzialmente molto pesanti per l'economia e per le borse, che hanno oscillato fortemente (nel grafico qui sotto l'andamento dell'indice VIX della volatilità dei corsi azionari a Wall Street):



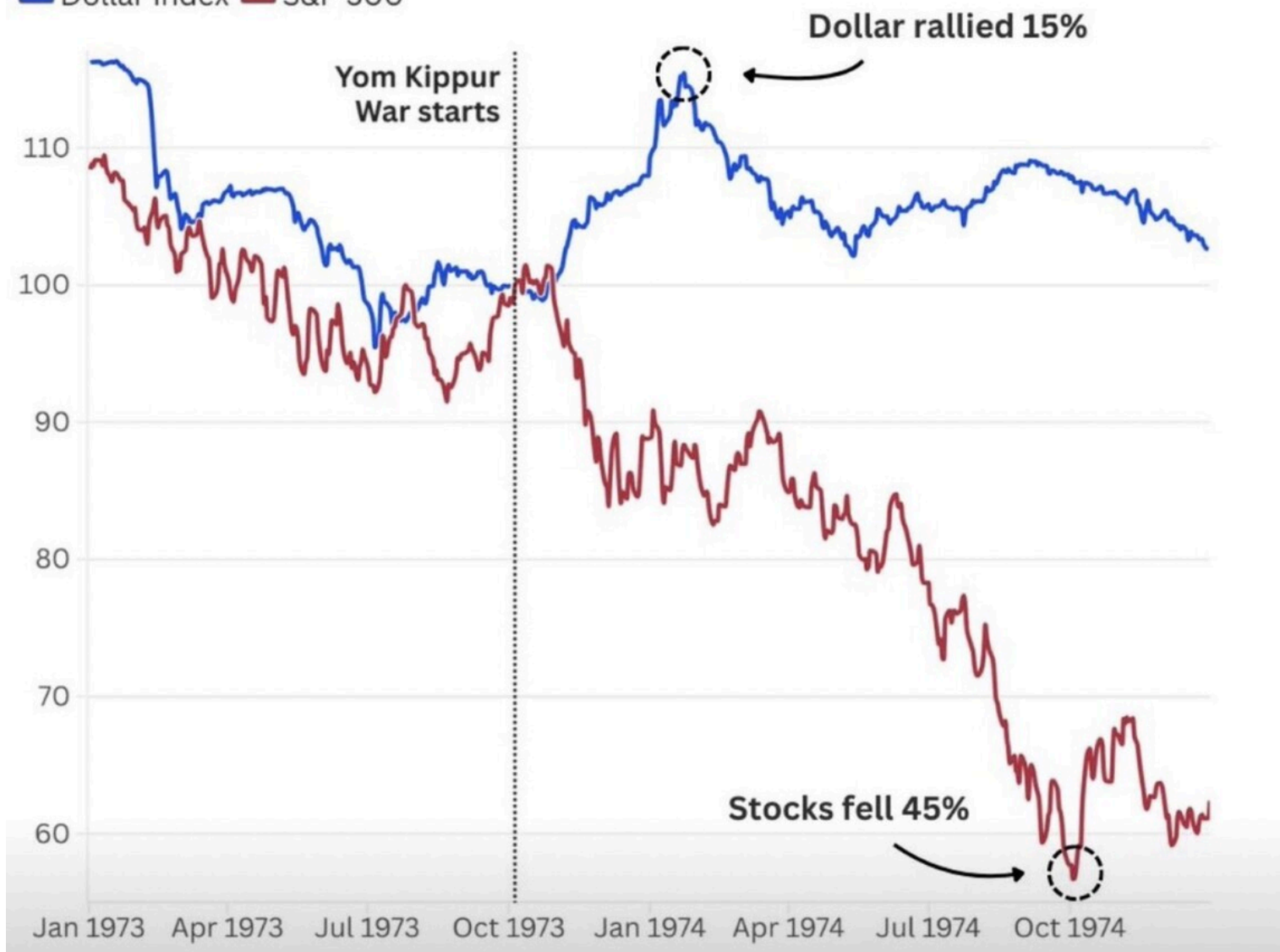
Negli Stati Uniti fino a Venerdì le perdite delle Borse sono state moderate mentre l'Europa

ha registrato un arretramento più marcato e in Asia la volatilità è stata invece molto più intensa, soprattutto in Corea del Sud. I rendimenti obbligazionari non sono ancora cresciuti molto a causa del fatto che c'è ancora una buona parte del mercato che ritiene l'operazione militare come un evento temporaneo. Il Dollaro invece si è -com'era prevedibile- particolarmente rafforzato.

Una crisi del genere si era vista cinquant'anni fa, quando la guerra del Kippur impose una revisione integrale delle tariffe energetiche e avviò una nuova stagione di inflazione e rialzo dei tassi che fecero risalire il cambio del Dollaro, come si può vedere da questo grafico:

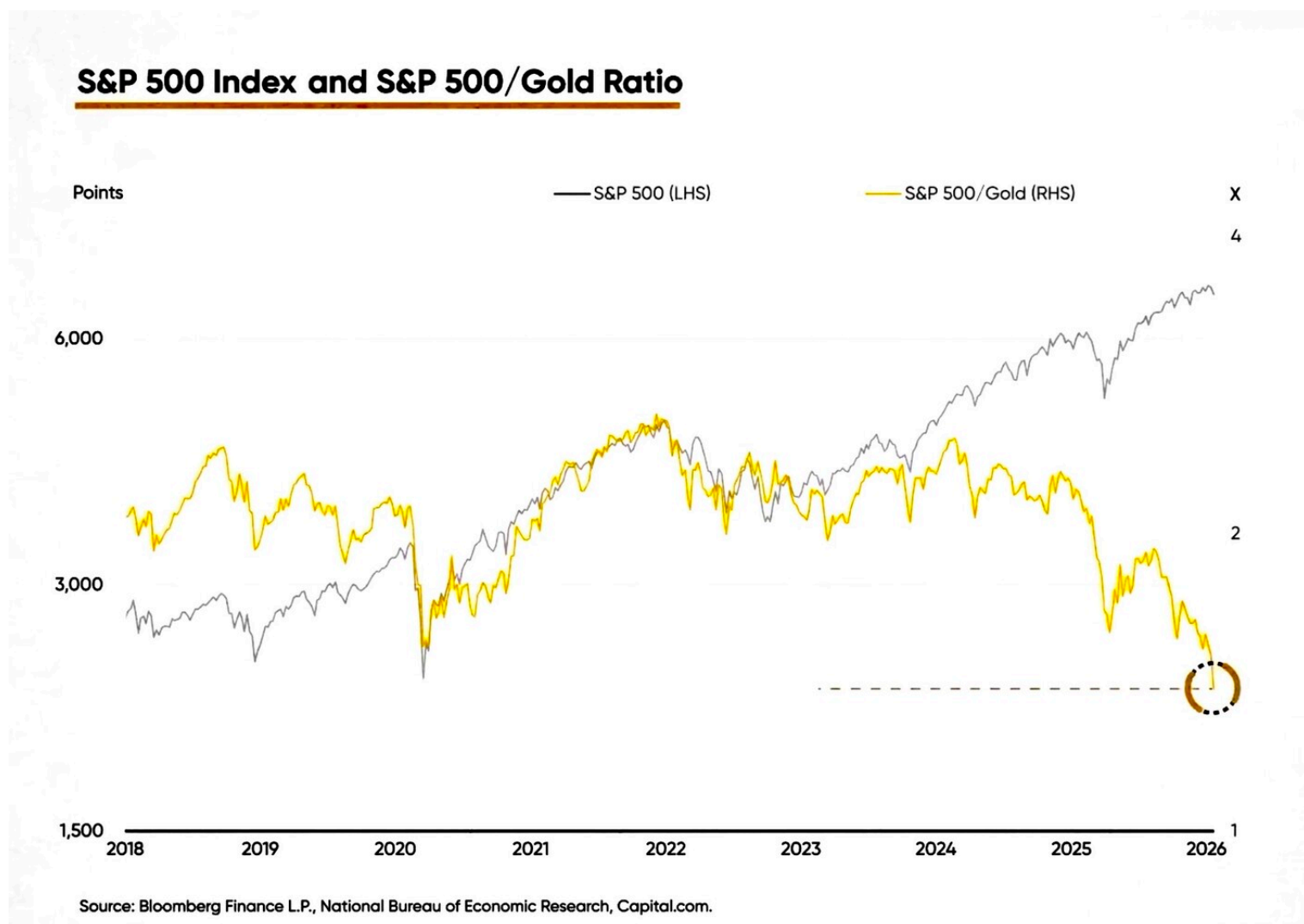
### How the Yom Kippur War sent the dollar surging and stocks into a historic bear market

■ Dollar index ■ S&P 500



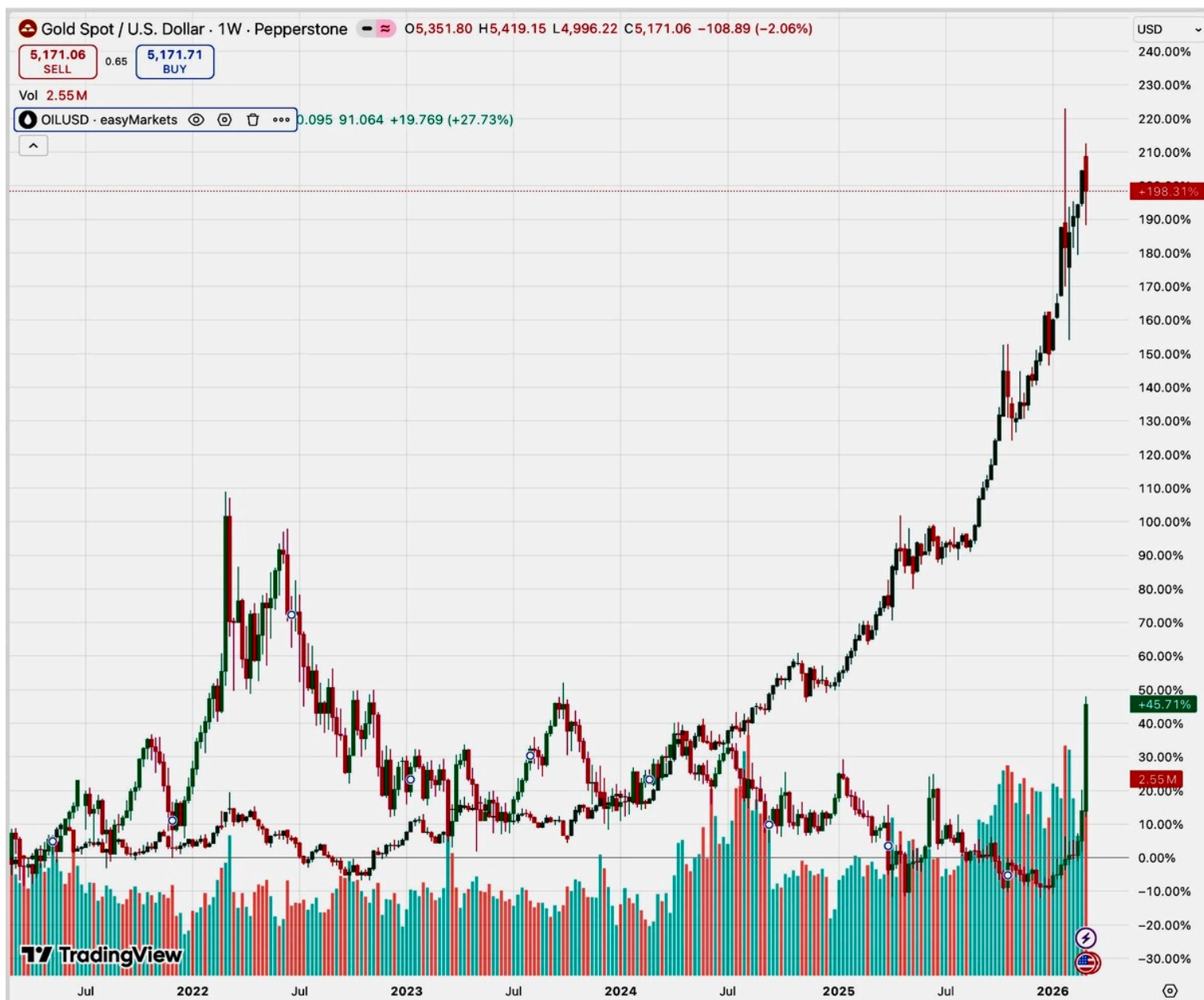
**LA CORSA DELL'ORO (SVALUTAZIONE DEL \$) ANNULLA I GUADAGNI DELLE BORSE**

In ogni caso occorre notare che la svalutazione delle principali divise di conto valutario nei confronti dell'oro è stata tale che, in termini di valore dell'oro, l'indice principale della borsa di wall street era già decisamente calato e adesso è sceso al di sotto dei livelli del 2020, in piena crisi pandemica, come si può vedere dal grafico sottostante:



Questo lascia presagire che, nonostante il fatto che i portafogli dei gestori azionari continueranno a ruotare e a selezionare i titoli da mantenere, tutto sommato l'azionario non dovrebbe continuare a scendere troppo, data la natura dei titoli azionari di aziende che sono quote di un "bene reale" e pertanto soggetto a rivalutazione in caso di inflazione.

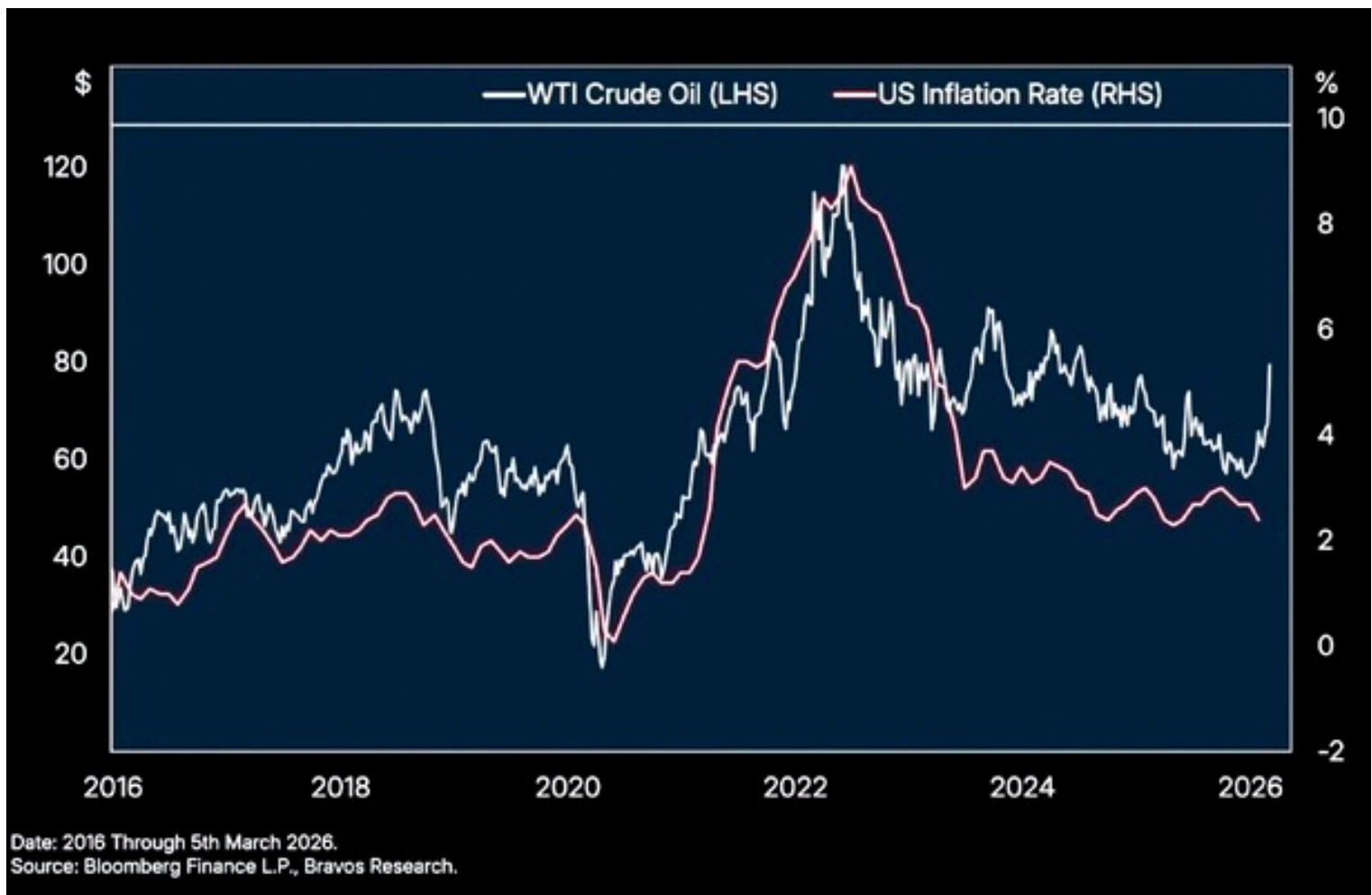
Il problema casomai è il disallineamento tra svalutazione delle principali valute (rispetto all'oro e agli altri metalli preziosi) e inflazione, che non potrà che tendere ad una correzione. Cioè l'inflazione con ogni probabilità è destinata ad aumentare decisamente per riallinearsi alla perdita di potere d'acquisto della moneta. Lo vediamo anche nel constatare lo scostamento tra le quotazioni dell'oro e quelle del petrolio, che divergevano un po' troppo fino alla scorsa settimana:



## COSA NE CONSEGUO:

Le indicazioni che si possono trarre dalla congiuntura che osserviamo sono amare anche se soltanto indicative :

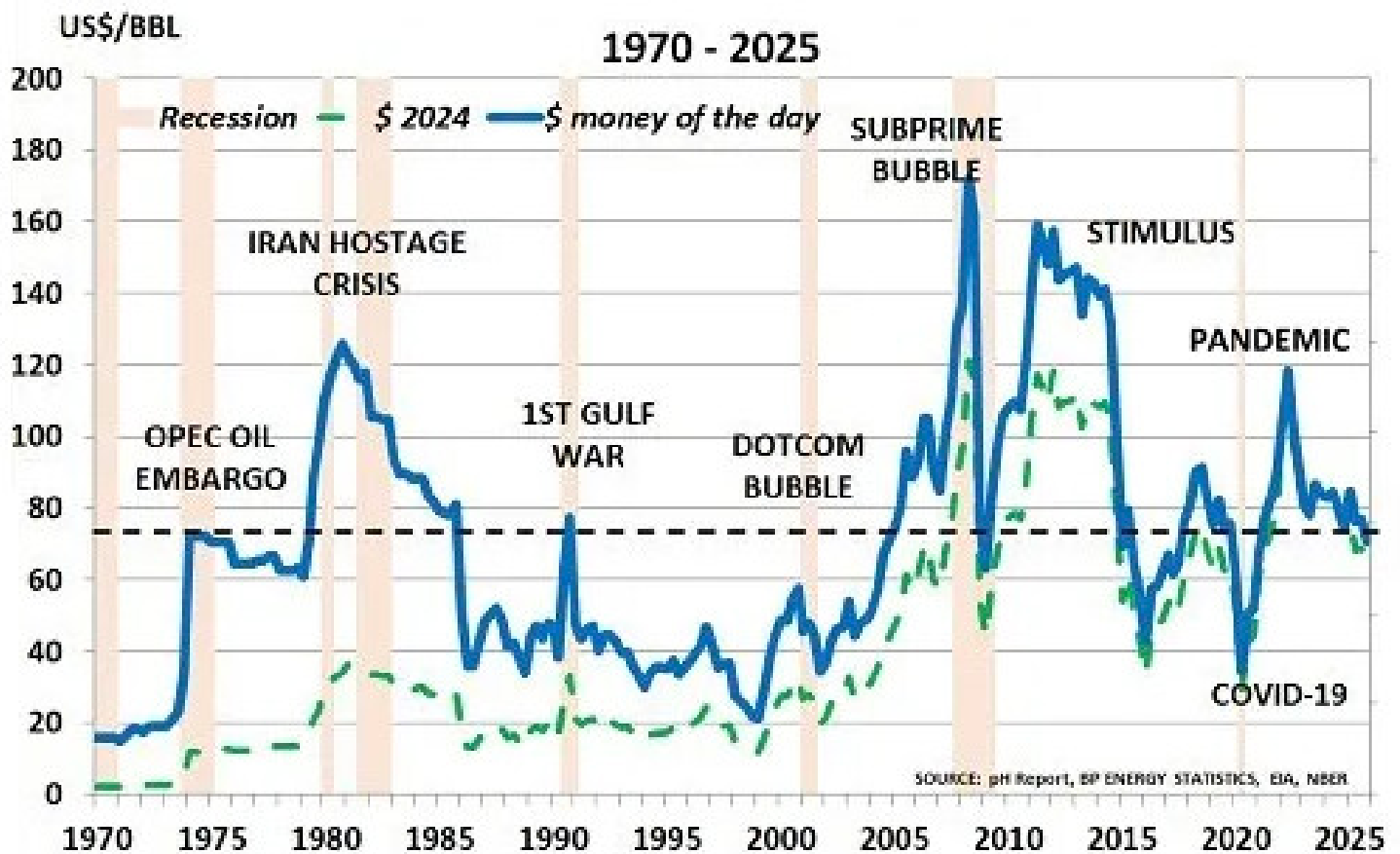
- Sicuramente la crescita smisurata del prezzo del gas (è raddoppiato) e del petrolio (circa +60%) avranno effetti inflattivi di prim'ordine se non si ridimensioneranno in fretta o non succederà qualcosa che contrasti il rincaro (nel grafico qui sotto si può leggere una decisa correlazione tra il prezzo del petrolio negli ultimi 10 anni e il tasso di inflazione):



- La sola aspettativa di una risalita dell'inflazione può rilanciare i tassi d'interesse verso l'alto molto più di quanto sia successo fino ad oggi: tutto dipenderà dall'effettiva durata della nuova guerra del Golfo
- Quando la tensione geopolitica globale arriva a questi livelli normalmente sono le piccole nazioni quelle che rischiano di soffrire di più, ragione per la quale il Dollaro si rafforza perché i capitali lasciano i mercati emergenti
- Se i tassi d'interesse risaliranno l'Occidente si troverà di fronte a una sfida difficile ed inedita nei decenni precedenti: come pagherà gli accresciuti interessi su un debito grande e crescente senza strozzare l'economia?
- Se tutto invece tornasse velocemente alla situazione precedente quanto tempo ci vorrà perché gli investitori recuperino fiducia nei mercati finanziari? C'è più di una possibilità che passi parecchio tempo prima di veder tornare i mercati finanziari alla normalità
- Non tutto però sembra destinato ad andare storto: il disordine che si è creato in Medio Oriente può favorire Russia e America, riequilibrando la bilancia di quest'ultima nei confronti della Cina, che si troverà costretta a pagare più cara l'energia e a vedere contingentata la sua capacità di smercio di prodotti industriali nel mondo
- Sembra un disco rotto ma appare piuttosto evidente che il continente destinato a

pagare di più le spese di questa guerra è sicuramente l'Europa, che prima acquistava a buon mercato molto petrolio e gas dal Medio Oriente e ora vedrà contingentate le proprie forniture e più care le proprie bollette energetiche

- Le forniture militari e l'industria di base che ne permette la fabbricazione (acciai speciali, elettronica avanzata, strumenti di misura e di controllo, eccetera) torneranno ancora più in auge perché, giunti a questo punto il riarmo e l'aggiornamento tecnologico delle infrastrutture della difesa risulterà imprescindibile per ogni angolo del mondo
- È prevedibile che i consumi collettivi possano invece ridimensionarsi pesantemente e che in generale i servizi ne risulteranno penalizzati, con la probabile conseguenza di veder avviare l'ennesima inattesa recessione economica (la storia recente mostra che forti risalite del petrolio portano alla recessione)



- Mentre gli intermediari finanziari avranno un ruolo ancor più importante in una situazione in cui reperire credito e capitali sarà più difficile, e i loro margini non potranno che crescere. Tuttavia molte banche accuseranno una nuova ondata di insolvenze delle imprese e sopravviveranno soltanto quelle più solide (il ciclo del credito è più che maturo e i fondi di credito privato sono adesso sotto stress, come si può leggere dal grafico qui sotto riportato):

## US Market Indicators of Private Credit Stress / Contagion

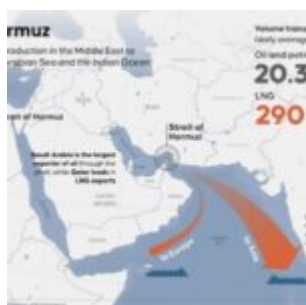
31 December 2024 = 100



Source: LSEG Datastream

**Stefano di Tommaso**

## SINDROME PERSIANA ?



***Il momento è difficile: dopo l'inizio della nuova Guerra del Golfo si teme che la settimana possa aprirsi con un calo dei mercati e un rincaro del petrolio. Ma all'avvio di ogni momento difficile occorre ricordare che essi***

***non dipendono mai da singoli eventi, bensì dall'accumulo di fattori che rendono progressivamente il sistema instabile fino al manifestarsi di una causa scatenante. E quasi sempre i lunghi periodi di prosperità precedente contribuiscono a far sì che gli investitori ignorino i rischi sistemici, l'eccesso di indebitamento e la troppa euforia, aumentando così la probabilità di concludere il ciclo in modo dirompente. E più a lungo l'esaurimento di un ciclo tarda ad arrivare, più grandi sono le conseguenze. Anche per questo si ha ragione di temere che l'attuale crisi geopolitica del Medio Oriente possa risultare dirompente. Ma se nei mercati finanziari alcuni momenti di sell-off sono inevitabili, allo stesso modo occorre anche ricordare che, dopo ogni calo, segue sempre una nuova fase di crescita.***

## **I TIMORI PER I PREZZI DI PETROLIO E GAS**

Il weekend è stato segnato dall'escalation militare tra Stati Uniti e Israele contro l'Iran. L'effetto sorpresa e la superiorità aerea degli alleati occidentali contro l'Iran non sembra abbiano impedito a quest'ultimo la capacità di rispondere con vigore, a partire dalla reazione più scontata di tutte: il blocco navale nello Stretto di Hormuz. C'è dunque pertanto da attendersi dei vistosi aumenti (almeno temporanei) dei prezzi di petrolio, gas e materie prime strategiche per il riarmo, aumenti che saranno solo parzialmente controbilanciati dalla maggior produzione del cartello OPEC+ e dalla speranza che il blocco alla navigazione nel Golfo Persico venga rimosso presto.



Gli Stati Uniti avevano schierato la più grande presenza militare in Medio Oriente da vent'anni a questa parte e riarmato Israele fino ai denti. Poi, la mattina di Sabato scorso, hanno colpito l'Iran, sperando nell'incapacità di quest'ultimo di fare in risposta danni significativi all'America, sempre ovviamente che Russia e Cina non interverranno. Per Israele il rischio invece è maggiore, come si è visto l'anno scorso: la possibilità che l'Iran colpisca duramente, superando lo scudo antimissile, appare elevata, così come appare tutt'altro che scontata la possibilità che la guerra, come in precedenza, duri soltanto pochi giorni. Anzi è probabile il contrario: che USA, UK e Israele tentino di proseguire con gli attacchi per indebolire l'Iran e che i vertici militari di quest'ultimo, dal canto loro, meditino una severa e prolungata rappresaglia.

## **I MERCATI FINANZIARI POTREBBERO RISENTIRNE**

L'effetto più ovvio di un tale scenario sarebbe un deciso ridimensionamento delle quotazioni dei mercati finanziari, che potrebbe tuttavia essere limitato nel tempo soltanto laddove la crisi diplomatica e umanitaria in corso si limiti ad un fenomeno passeggero.

# \$100 oil? Prolonged Hormuz closure could spark a 1970s-style energy shock

PUBLISHED SUN, MAR 1 2026 5:57 AM EST



Lee Ying Shan  
@IN/YING-SHAN-LEE  
@LEEYINGSHAN

SHARE    

## KEY POINTS

- Analysts warn that a prolonged Strait of Hormuz disruption could push oil prices into triple digits.
- Markets are likely to price in an immediate-risk premium, analysts say.
- The duration of the conflict would determine the severity of any spike, they told CNBC.
- Worst-case scenarios include Gulf infrastructure attacks and a broader regional escalation, experts say.

## TRENDING NOW



Live  
Tehr  
Alire  
inter



Iran  
as Kl  
Tehr

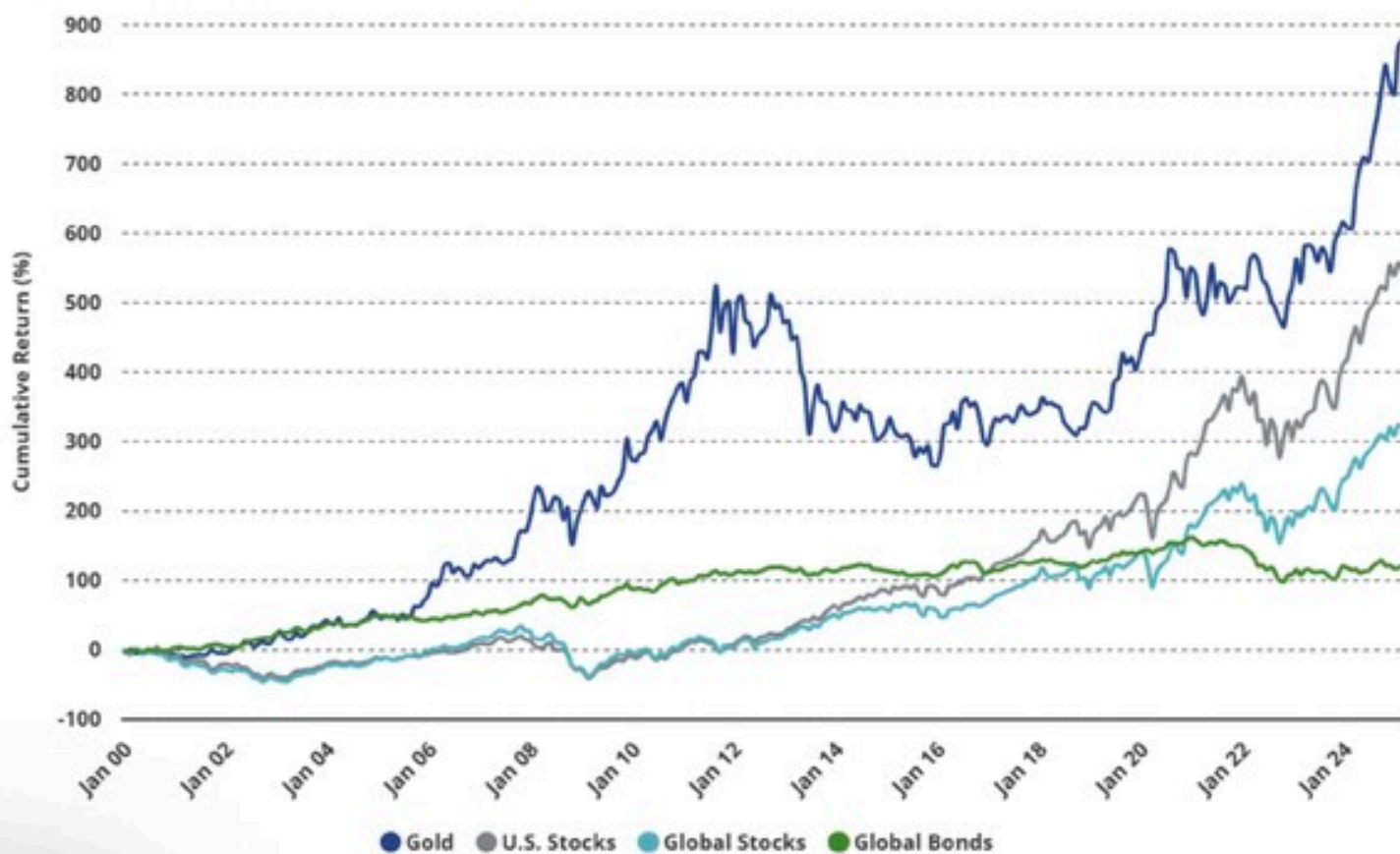


How  
econ  
at tw

## In this article

Cosa peraltro piuttosto improbabile. In ogni caso nelle prossime ore c'è da attendersi una fuga generalizzata dei risparmi privati dai mercati finanziari a favore soprattutto di oro, ma anche di argento, altri metalli rari e beni rifugio. Forse sinanco di immobili (da parte di coloro che ritengono probabile una forte accelerazione dell'inflazione).

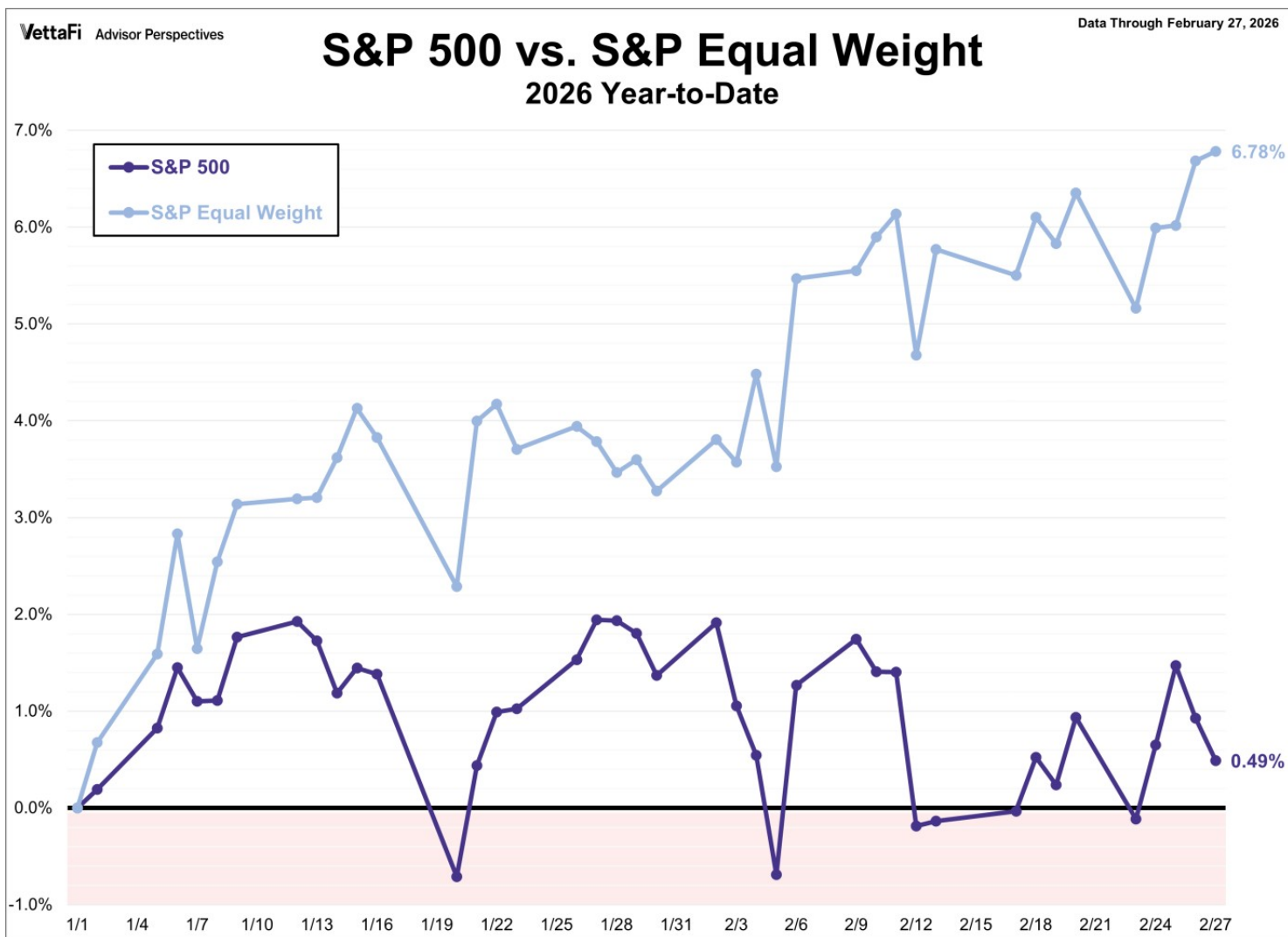
## Gold Outperformance Over 20 Years: 2000 - 2025



Source: Visual Capitalist. Data as of December 2025. Past performance is no guarantee of future results.

## QUOTAZIONI DI PARTENZA MOLTO ELEVATE

Il fatto poi che Wall Street abbia di recente raggiunto nuovi massimi (non in assoluto, bensì nell'indice "equal weight" che pone sullo stesso piano tutti i 500 titoli senza ponderarli per la capitalizzazione di borsa) ai miei occhi può soltanto significare che, al di là della possibile prosecuzione del sell-off dei titoli tecnologici, gli investitori che fino a ieri avevano continuato a comprare titoli azionari a mani basse fino a toccare un limite questa volta, in assenza di nuove spinte propulsive per lo sviluppo economico e per la liquidità in circolazione, potrebbero decidere di monetizzare le plusvalenze, dando luogo ad un periodo prolungato di declino. Anche i fattori stagionali lasciano pensare ad una fase piuttosto riflessiva di borse e strumenti finanziari alternativi.



### L'INDICE A FINE FEBBRAIO AVEVA RAGGIUNTO UN MASSIMO STORICO

La strategia recente dei grandi investitori di ridurre silenziosamente l'esposizione ai "Magnificent-7", aumentandola su un più ampio numero di titoli minori e sui mercati emergenti, sembrava aver funzionato bene fino ad oggi. Il settore peggiore della prima parte dell'anno 2026 è stato infatti, dopo quello tecnologico, anche quello finanziario, penalizzato da iniziative politiche volte ad ulteriori regolamentazioni (ad esempio in America il tetto ai tassi delle carte di credito), dal potenziale impatto negativo dell'AI nonché dal rischio di inflazione (riduce le probabilità di tagli dei tassi della Federal Reserve).

### IL RISCHIO È CHE SCENDA LA FIDUCIA DEGLI INVESTITORI

Il problema adesso però -con la guerra- diventa un altro: se tutti tirano i remi in barca per paura di una prolungata situazione di incertezza, allora la liquidità dei mercati inizierà a scendere e, con essa, anche la fiducia degli operatori economici.



## **Fear and Greed Index Current Reading:**

fear : 42.89

NEL GRAFICO L'INDICE DI VENERDÌ, CIOÈ PRIMA DELL'ATTACCO ALL'IRAN

Dal punto di vista macroeconomico tuttavia, dopo lo scoppio di una nuova guerra, come sempre ci sono due tesi contrapposte. La prima propende per il rischio che non soltanto l'AI potrebbe cancellare molti posti di lavoro, ma anche che resteranno in circolazione minori risorse per investimenti e consumi. La seconda che, nonostante tutto, se la guerra non proseguirà troppo a lungo, la maggior spesa militare (che corrisponde ad una espansione della politica fiscale delle principali economie del pianeta) contribuirà all'incremento del tasso di crescita economica complessiva, trainando anche i profitti delle imprese.

## **GLI EFFETTI DELLA GRANDE ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI**

Molti analisti infatti rimangono, la guerra, piuttosto ottimisti sugli utili delle grandi imprese, che sostengono le previsioni di una crescita generale del valore delle grandi aziende quotate in borsa. In effetti le valutazioni aziendali, grazie alla rotazione in corso fino a ieri nei portafogli, sembrano negli ultimi tempi essersi decisamente normalizzate e oggi i multipli dei settori che avevano sovra-performato fino al 2025 sono finalmente scesi in modo significativo, ristabilendo un equilibrio con le valutazioni delle imprese della

cosiddetta “old economy”. Ovviamente tutto dipenderà dall’ampiezza delle oscillazioni che potranno interessare i mercati finanziari : se queste saranno troppo ampie allora calerà anche la fiducia degli investitori. Se saranno limitate è possibile che le borse valori tornino presto alla piena ripresa dei corsi.

A Division of S&P Global				February 27, 2026				
INDEX	1M	YTD	12M	INDEX	1M	YTD	12M	
<b>Headline Equity</b>				<b>International Equity</b>				
S&P 500® (index level: 6879)	-0.76%	0.68%	16.99%	S&P Developed Ex-U.S. BMI*	5.69%	12.19%	42.88%	
S&P MidCap 400®	4.12%	8.34%	17.24%	S&P Emerging BMI*	2.65%	8.30%	34.36%	
S&P SmallCap 600®	2.17%	7.90%	17.89%	S&P Frontier BMI*	-3.11%	1.63%	21.53%	
S&P Composite1500®	-0.43%	1.24%	17.04%	S&P World*	0.93%	8.83%	22.35%	
S&P 500 Top 50	-3.16%	-3.61%	16.15%	S&P Latin America 40	3.37%	19.64%	72.32%	
S&P 500 Scored and Screened	-0.88%	0.92%	19.01%	S&P/TSX 60	5.84%	6.93%	39.77%	
Dow Jones Industrial Average® (index level: 48978)	0.17%	1.90%	11.72%	S&P/TOPIX 150	8.73%	15.42%	44.66%	
<b>Factor-Based Equity</b>				S&P Europe 350®	3.35%	8.08%	33.20%	
S&P 500 Low Volatility	5.36%	8.84%	6.30%	S&PIASX All Australian 50	7.42%	14.05%	31.18%	
S&P High Yield Dividend Aristocrats	5.02%	12.21%	16.21%	S&P Asia 50	6.82%	22.05%	69.14%	
S&P 500 Low Volatility High Dividend	4.72%	10.21%	8.52%	S&P BMI International Developed Low Volatility*	5.40%	8.28%	30.84%	
S&P 500 Quality	4.66%	7.94%	16.73%	S&P BMI Emerging Markets Low Volatility*	2.66%	8.23%	29.06%	
S&P 500 Dividend Aristocrats	4.23%	10.21%	13.04%	<b>Fixed Income</b>				
S&P 500 Enhanced Value	3.93%	6.98%	19.69%	<b>Yield</b>				
Dow Jones U.S. Select Dividend	3.89%	10.79%	17.94%	S&P National AMT-Free Muni Bond*	3.20%	1.19%	1.93%	4.56%
S&P 500 Equal Weight	3.55%	7.06%	15.96%	iBoxx \$ Treasuries*	4.19%	1.86%	1.87%	5.34%
S&P 500 Value	2.27%	4.83%	14.83%	S&P U.S. Aggregate Bond*	4.21%	1.30%	1.49%	6.22%
S&P 500 High Beta	1.78%	5.36%	43.16%	iBoxx \$ Agencies*	4.13%	1.11%	1.23%	5.98%
S&P 500 Momentum	-0.34%	0.11%	20.74%	iBoxx \$ Liquid Investment Grade*	5.28%	1.40%	1.64%	6.80%
S&P 500 Growth	-3.44%	-2.92%	18.97%	S&P U.S. Preferred Stock	6.65%	-0.92%	1.25%	4.58%
<b>S&amp;P 500 Sectors</b>				S&P UBS Leveraged Loan Index*	8.38%	-0.65%	-0.91%	4.01%
Utilities	10.35%	11.85%	24.01%	iBoxx \$ Liquid High Yield*	6.96%	0.12%	0.59%	7.22%
Energy	9.43%	25.22%	28.23%	<b>Commodities &amp; Alternatives</b>				
Materials	8.38%	17.82%	23.35%	Dow Jones Commodity (DJCI)	2.34%	11.81%	22.76%	
				S&P GSCI	2.38%	12.44%	18.16%	

NELLA TABELLA SI PUÒ FACILMENTE NOTARE L’EFFETTO DELLA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI VERSO SETTORI CONSIDERATI “DIFENSIVI” DAGLI INVESTITORI, CON LA PEGGIOR PERFORMANCE NELL’ULTIMO MESE DATA DAI TITOLI PIÙ GRANDI E QUELLA MIGLIORE DALLE “UTILITIES”

## I TASSI D’INTERESSE A LUNGO TERMINE STAVANO SCENDENDO

Fino a Venerdì scorso erano state vendute azioni per acquistare titoli obbligazionari, che erano visti in momenti come questi come “beni rifugio” con il risultato che il rendimento del decennale era sceso nonostante un’inflazione dei prezzi persistente, però i mercati finanziari non avevano ancora prezzato i danni economici derivanti da una vera e propria guerra, in particolare il blocco del passaggio di navi dallo Stretto di Hormuz. Nel grafico sotto riportato si può leggere una decisa resistenza dei tassi d’interesse a scendere al di sotto del 4%, un livello che rischia nei prossimi giorni di restare soltanto un bel ricordo.



Oggi però questo blocco è una realtà che rischia di durare nel tempo e il prezzo del petrolio sta salendo. Nel breve termine rischiano dunque di montare anche i prezzi di molte altre materie prime e “commodities”. In caso di prolungamento dello scontro il timore è di una forte impennata dei prezzi che si tradurrebbe presto anche nel rialzo delle bollette energetiche, dell’inflazione dei prezzi al consumo e in tal caso, inevitabilmente, in una nuova recessione.

## **IL DOLLARO POTREBBE RAFFORZARSI...**

Situazione che contemplerebbe anche una rivalutazione del Dollaro americano, come si può vedere dal grafico qui sotto riportato, già peraltro in odore di ripresa.



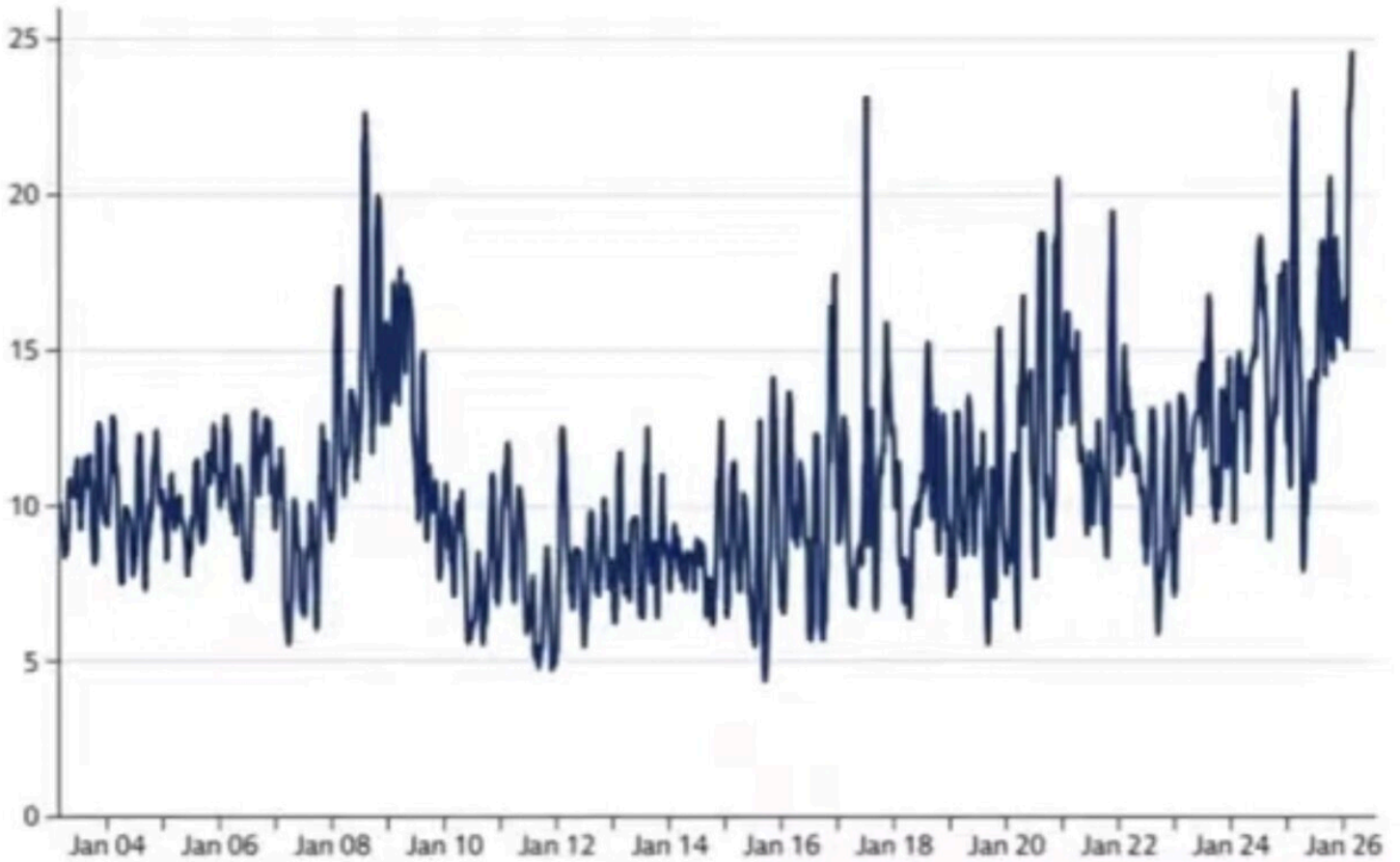
In compenso gli investimenti residenziali potrebbero ripartire e questo potrebbe spingere tutti gli operatori economici ad anticipare gli investimenti previsti allo scopo di evitare il rischio di spendere di più. Questo potrebbe giocare a favore tanto dei titoli ciclici quotati in particolare nonchè dello sviluppo economico globale in generale e, tutto sommato, controbilanciare il rischio di deflazione che sembrava poter partire da Cina e Giappone per contagiare anche le Americhe.

### **...E LA VOLATILITÀ POTREBBE AUMENTARE**

Difficile tuttavia pensare che tutto ciò porti presto a mostrarci un nuovo boom delle quotazioni borsistiche, dal momento che molti risparmiatori in occasioni come queste preferiscono ritirare soldi dai fondi di investimento e restare a guardare gli sviluppi piuttosto che rischiare di sbagliare. E resta sempre il problema dei livelli di valutazione correnti: troppo elevati per lasciare tranquilli i gestori di patrimoni. Un proseguimento della volatilità dei corsi azionari resta ampiamente probabile nei prossimi giorni. Auspicabilmente non accompagnato da una riduzione della liquidità dei mercati, la quale non potrebbe che amplificare le oscillazioni.

## S&P 500 dispersion

One-month realized volatility of average S&P 500 stock minus one-month realized volatility of S&P 500



Source: Goldman Sachs FICC and Equities

Data as of February 22, 2026. Past performance is not indicative of future returns.

**Goldman  
Sachs**

*Stefano di Tommaso*

# IN BILICO TRA INFLAZIONE E GEOPOLITICA

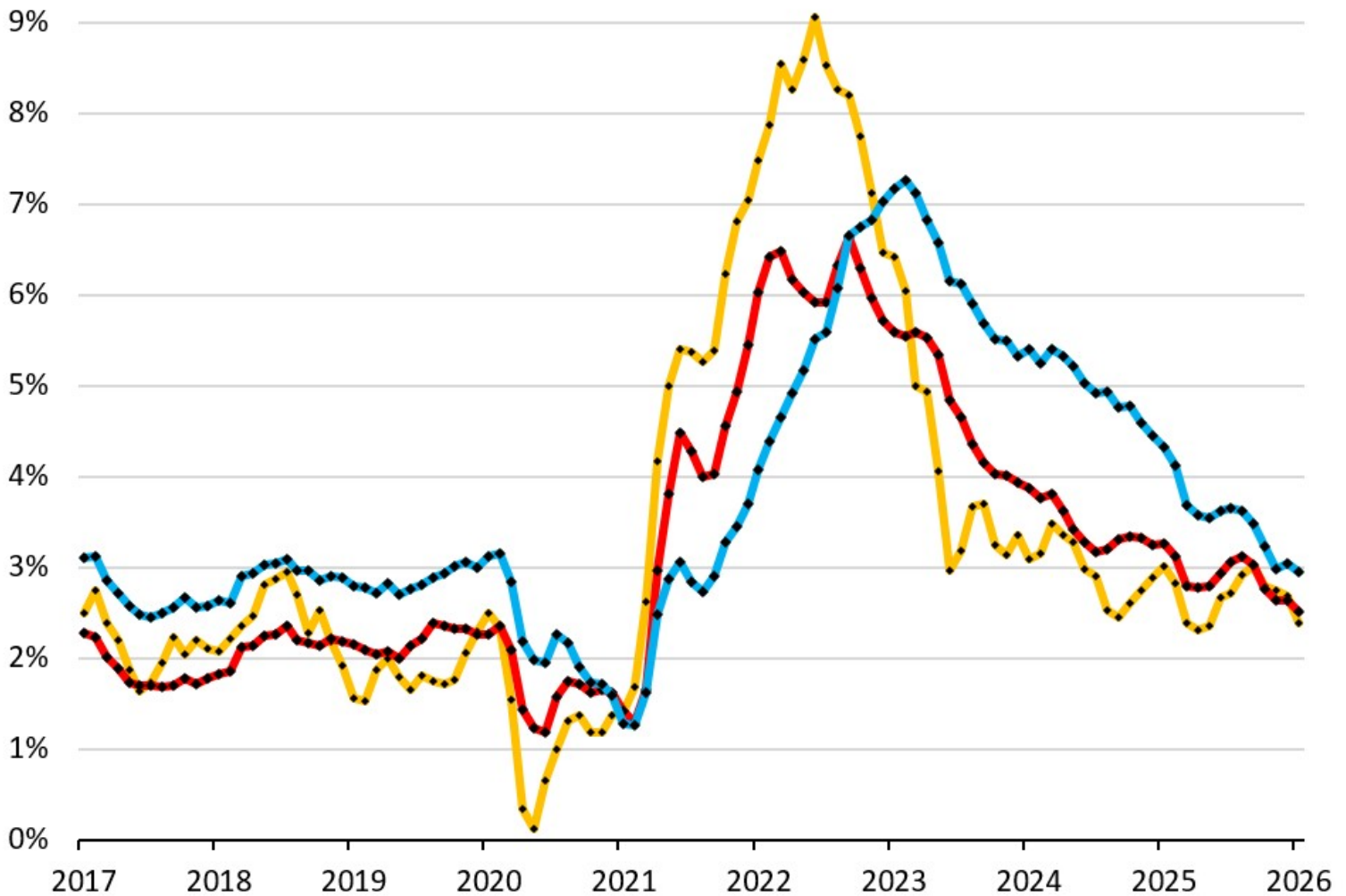


***Dopo una serie di record le borse occidentali sembrano arrivate a un bivio: i portafogli degli investitori stanno rotando verso titoli meno rischiosi, ma chi produce i maggiori profitti sono le grandi multinazionali ipertecnologiche (Hyperscalers). Chi vincerà dunque: chi cavalca l'intelligenza artificiale o le imprese della "old economy"? Rispondiamo con un "dipende": dalla geopolitica innanzitutto, che a sua volta influenza le aspettative di inflazione e i tassi d'interesse. Mentre l'intervento delle banche centrali potrebbe avere conseguenze piuttosto limitate, continuiamo tuttavia a pensare che alla fine i tassi non saliranno, e che le Hyperscalers torneranno regine di Wall Street !***

## **L'INFLAZIONE NON SCENDE**

L'Indice americano dei Prezzi al Consumo sembra essere diventato uno degli argomenti più salienti di economisti e analisti, soprattutto quando tentano di indovinare tendenze al rialzo o al ribasso dei mercati finanziari. La ragione è semplice: dal momento che il 75% di tutti gli attivi finanziari risiedono negli USA, quel che lì succede lì orienta imprescindibilmente l'andamento delle altre piazze finanziarie. Ebbene l'indice CPI di gennaio (Consumer Price Index) di gennaio mostra un'inflazione moderata (+2,4% annuo). Addirittura alcune componenti dell'indice generale come la parte di aumento dei prezzi che riguardano l'abitazione, potrebbero essere stati sovrastimati. E l'inflazione reale potrebbe risultare più bassa.

## Core CPI, Core Services CPI, Overall CPI, % Year-over-Year



Source: BLS

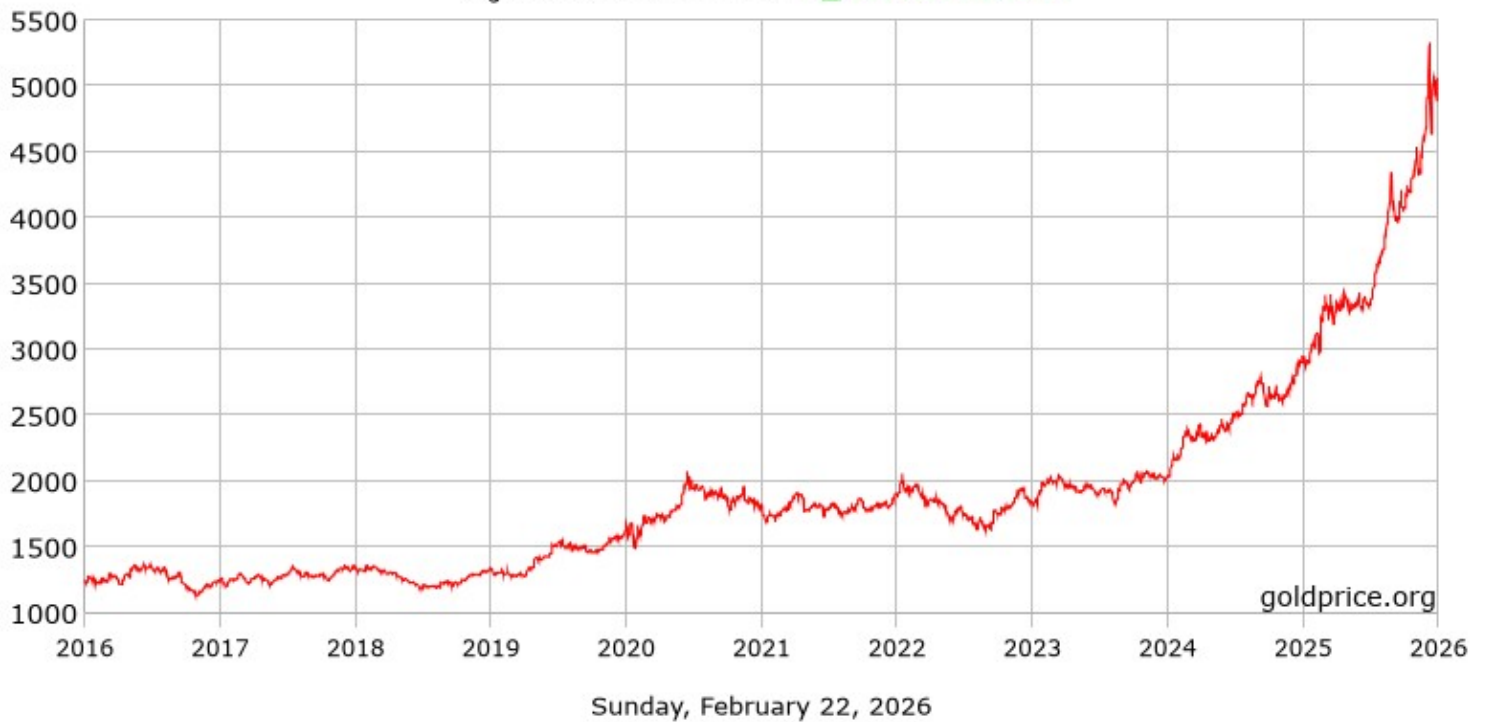
WOLFSTREET.com

È tuttavia innegabile che negli ultimi mesi il prezzo dell'oro, di molti metalli preziosi e delle terre rare, e sinanco quello del petrolio siano cresciuti (troppo). Dunque, nonostante il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo negli ultimi mesi del 2023 abbia mostrato una tendenza discendente e nonostante che in molti paesi dell'Asia e dell'Europa esso appaia ancora più moderato, per numerose ragioni nessuno può permettersi di esprimere delle certezze al riguardo. E questo accade in un momento in cui l'inflazione, come vedremo più avanti, potrebbe orientare parecchio lo scenario macro-economico.

## 10 Year Gold Price in USD/oz

High: 5327.65 Low: 1127.80 ▲ 3836.24 313.85%

Last Close: 5058.54



L'ANDAMENTO DEL PREZZO DELL'ORO NEGLI ULTIMI DIECI ANNI SEGNA LA UNA CORRISPONDENTE PERDITA DI VALORE PER IL DOLLARO E LE ALTRE PRINCIPALI VALUTE AD ESSO COLLEGATE

## IL PETROLIO RIALZA LA TESTA

Prime fra queste ragioni l'accesa tensione geopolitica internazionale, che lascia temere nuovi conflitti armati e di conseguenza possibili impennate dei prezzi di petrolio e gas naturale. Ed è altrettanto innegabile la forte dipendenza del tasso d'inflazione da alcune variabili-chiave come il costo dell'energia, che a sua volta dipende parecchio dall'andamento dei prezzi di petrolio e gas. A questo proposito si è completamente ribaltata la precedente narrativa, che segnalava un'eccesso di offerta di petrolio, capace di tenere bassi i prezzi dell'energia.



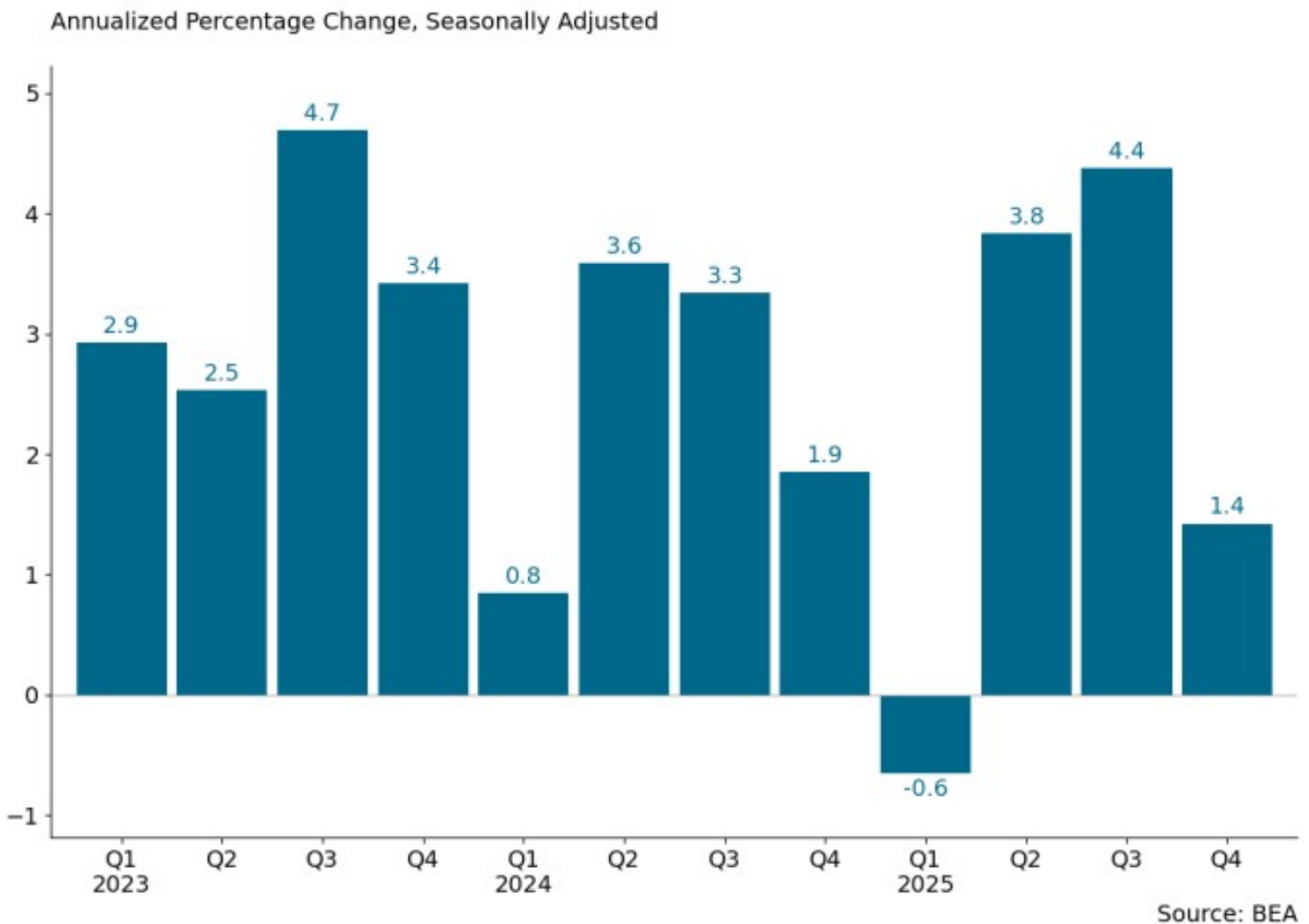
Oggi i segnali di mercato raccontano che WTI e Brent sono in una situazione di offerta fisica limitata, con un mercato strutturalmente teso e domanda invece solida. Il rischio principale oggi è geopolitico. La rafforzata presenza militare in Medio Oriente e l'ultimatum all'Iran fanno temere che resti aperto lo Stretto di Hormuz, attraverso il quale transita circa il 30% del petrolio marittimo mondiale: una sua chiusura bloccherebbe circa 13 milioni di barili al giorno, senza valide alternative logistiche. Ci fosse un conflitto potrebbero essere colpite anche le infrastrutture dei Paesi produttori del Golfo, eliminando la capacità di riserva che normalmente stabilizza il mercato.

Non per niente molte nazioni stanno accumulando scorte petrolifere, non per preparare una guerra, ma per proteggersi dalla vulnerabilità delle rotte marittime in un contesto di crescente frammentazione dell'ordine globale. La probabilità perciò che il prezzo del petrolio continui a crescere appare piuttosto elevata, almeno sin tanto che non si sarà chiarita la questione iraniana. Con ovvie possibili conseguenze sull'inflazione che potrebbe trarre spunto dal maggior prezzo delle materie prime in funzione; del rincaro del petrolio.

## MA L'ECONOMIA RALLENTA

Dall'altro lato la debole dinamica del costo del lavoro americano potrebbe implicare che redditi, risparmi e altre variabili macro siano state sovrastimate negli ultimi mesi, con una creazione di posti di lavoro che appare concentrata esclusivamente in settori anticiclici come sanità e servizi sociali (e perciò appare debole nei settori più importanti). Potremmo cioè ritrovarci presto nuovamente in uno scenario di rallentamento dell'economia, con conseguente possibile disinflazione e stagnazione dell'occupazione. Per alcuni analisti il tasso "reale" americano di disoccupazione sarebbe infatti più alto di un punto percentuale e dunque la crescita economica sarebbe assai più debole di quanto indicato dai dati ufficiali. Non per niente l'ultima rilevazione dello sviluppo del Prodotto Interno Lordo USA è in linea con un deciso rallentamento della crescita.

### Real GDP



Ma allora perché le aspettative sull'inflazione oggi impattano così fortemente sugli umori dei mercati finanziari? Innanzitutto perché una ripresa dell'inflazione potrebbe spingere al rialzo i tassi d'interesse: non soltanto quelli a breve termine "gestiti" dalle banche centrali, ma soprattutto quelli a lungo termine espressi dai titoli di Stato, sui quali le banche

centrali hanno un potere limitato. I mercati hanno perduto fiducia nella capacità delle banche centrali di gestire tassi e cicli economici come era in passato. Mentre la congiuntura economica complessiva richiederebbe grande liquidità in circolazione e dunque consistenti riduzioni dei tassi d'interesse.

## **I TIMORI DEGLI INVESTITORI**

Ma soprattutto i timori sono fondati su due essenziali fattori che possono influenzare radicalmente la congiuntura dei mercati finanziari:

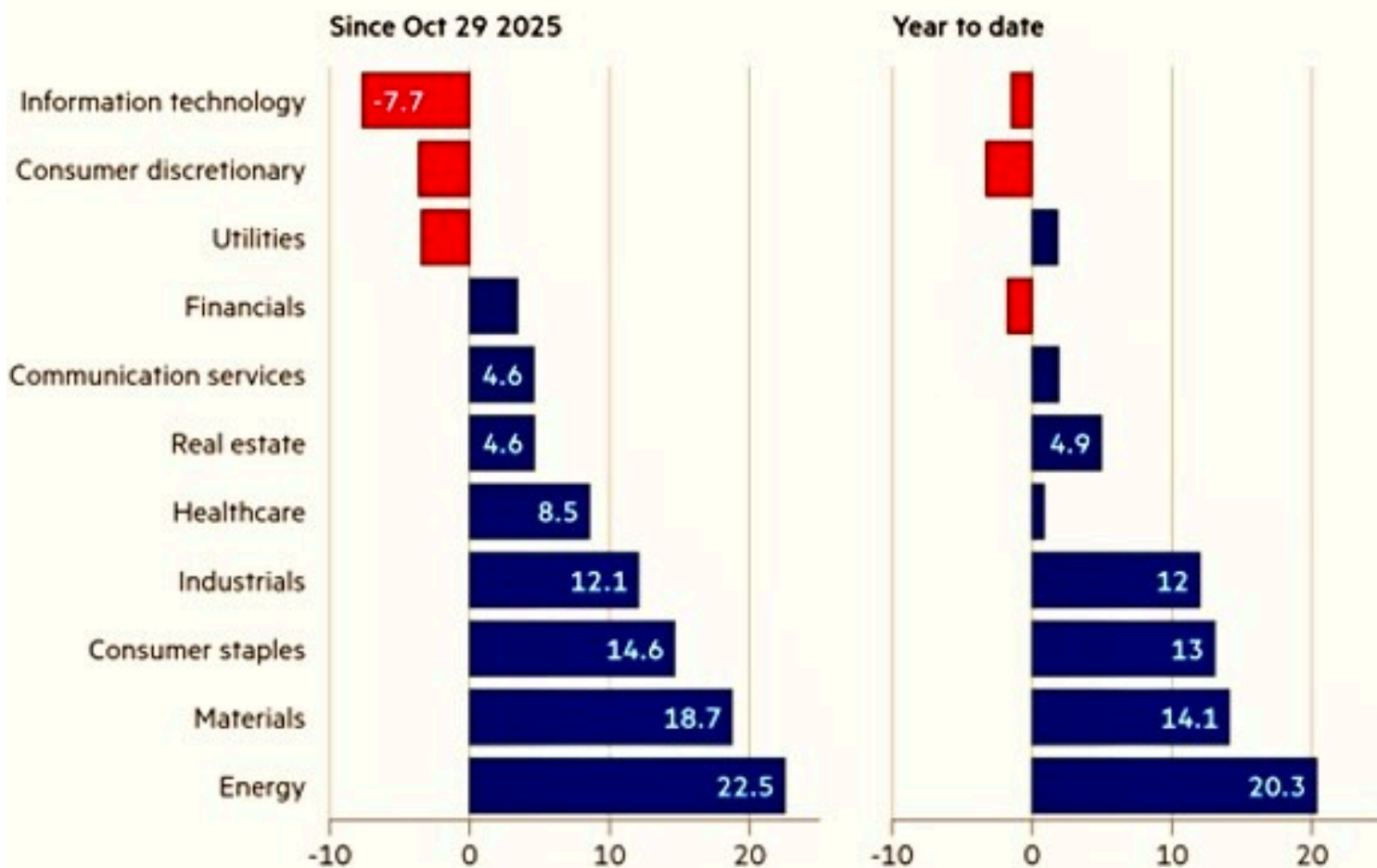
1. i fortissimi investimenti in corso nei sistemi di calcolo, nella creazione di nuovi software e nella produzione di energia per alimentare lo sviluppo dell'intelligenza artificiale, per proseguire i quali il denaro impiegato non può costare troppo caro (in tal caso rallenterebbero);

2. l'enorme debito pubblico di praticamente tutte le principali nazioni dell'Occidente, la cui eccessiva spesa per interessi può determinare una sfiducia generalizzata di investitori e risparmiatori (con conseguenze disastrose per i tassi e la tenuta dei mercati).

È per questi due motivi che negli ultimi mesi gli investitori sui mercati finanziari sono più guardinghi e, per non sbagliare, hanno messo in atto una sensibile rotazione dei portafogli dai titoli più speculativi a quelli anticiclici e "difensivi".

## Information technology has been the worst-performing sector since October

Price return by sector (%), S&P 500



FINANCIAL TIMES

Source: S&P • Data as of Feb 9

Sebbene infatti i listini di borsa non siano quasi scesi dai massimi di fine 2025, in realtà il valore di molti titoli è cambiato significativamente: le cosiddette Hyperscaler (Nvidia, Amazon, Meta, Apple, Google, Microsoft eccetera) sono state vendute per acquistare titoli industriali o legati a sanità e farmaci, percepiti come non correlati all'Intelligenza Artificiale, circa la quale c'è sensazione di un'eccessiva speculazione.

### GLI EFFETTI DELLA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI

I primi (titoli old economy) sono quindi diventati "cari" ma i secondi nessuno può dire siano già calati abbastanza. Ad esempio l'elevato consumo da parte delle società tecnologiche di rame, oro e argento per i microchip, nonché di energia per i supercomputer le rende molto esposte ai recenti rialzi dei relativi prezzi.

# The rest of the S&P 500 is outperforming the Magnificent 7 in 2026

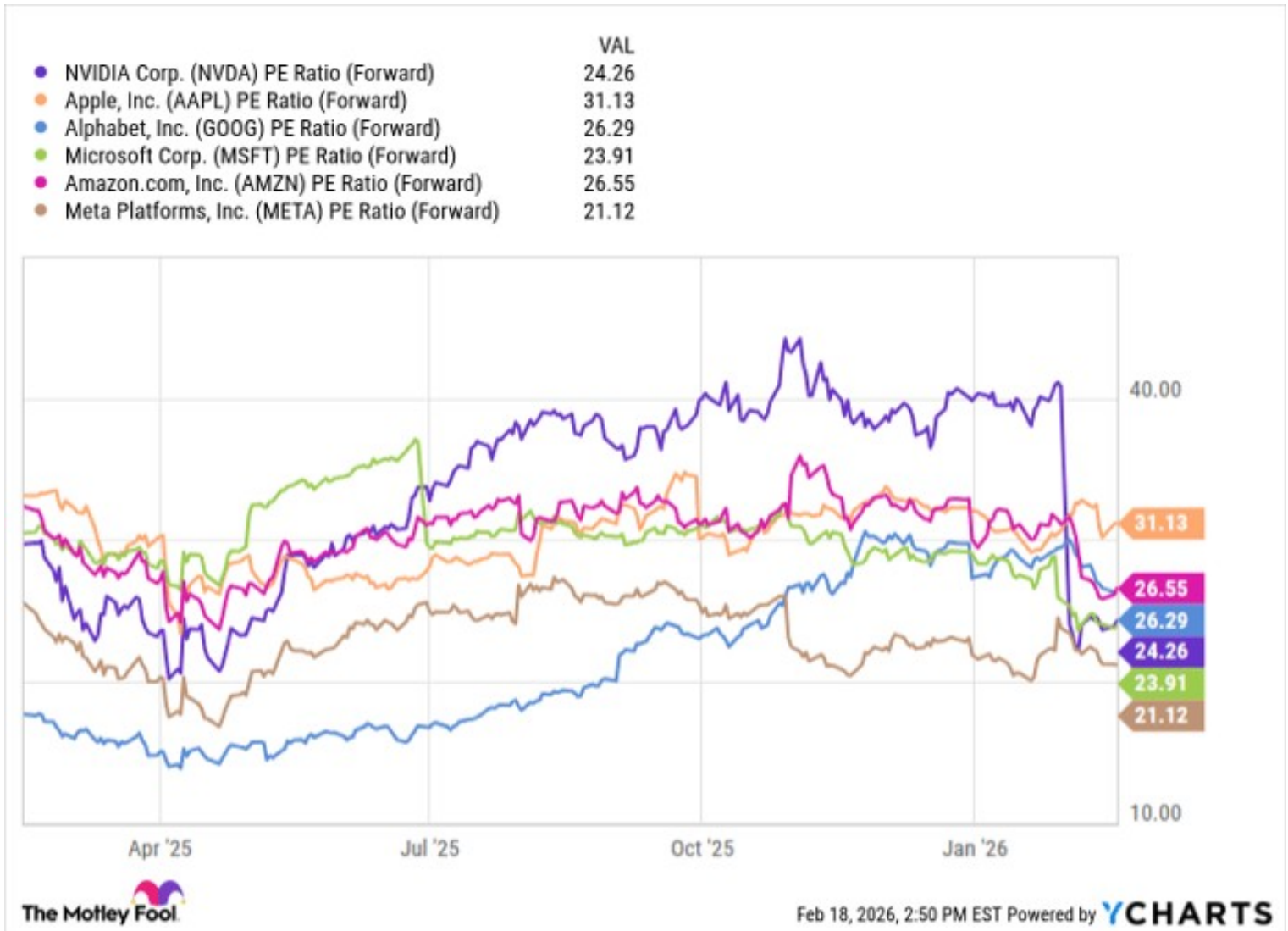
YTD returns for the Magnificent 7 vs. the rest of the S&P 500



Ciò nonostante le Hyperscaler, ridimensionate nelle loro grandiose variazioni, al momento sembrano ancora le protagoniste assolute di Wall Street e non soltanto per i profitti netti. Il peso di queste ultime sul totale dei profitti delle imprese quotate a Wall Street è arrivato nel 2026 a livelli storicamente senza precedenti. Sebbene l'economia americana stia

allargando la crescita anche ad altri settori, le Hyperscaler ne rimangono di gran lunga il motore principale.

## I MULTIPLI DI VALORE DELLE MAGNIFICENT 7 SI SONO RIDIMENSIONATI



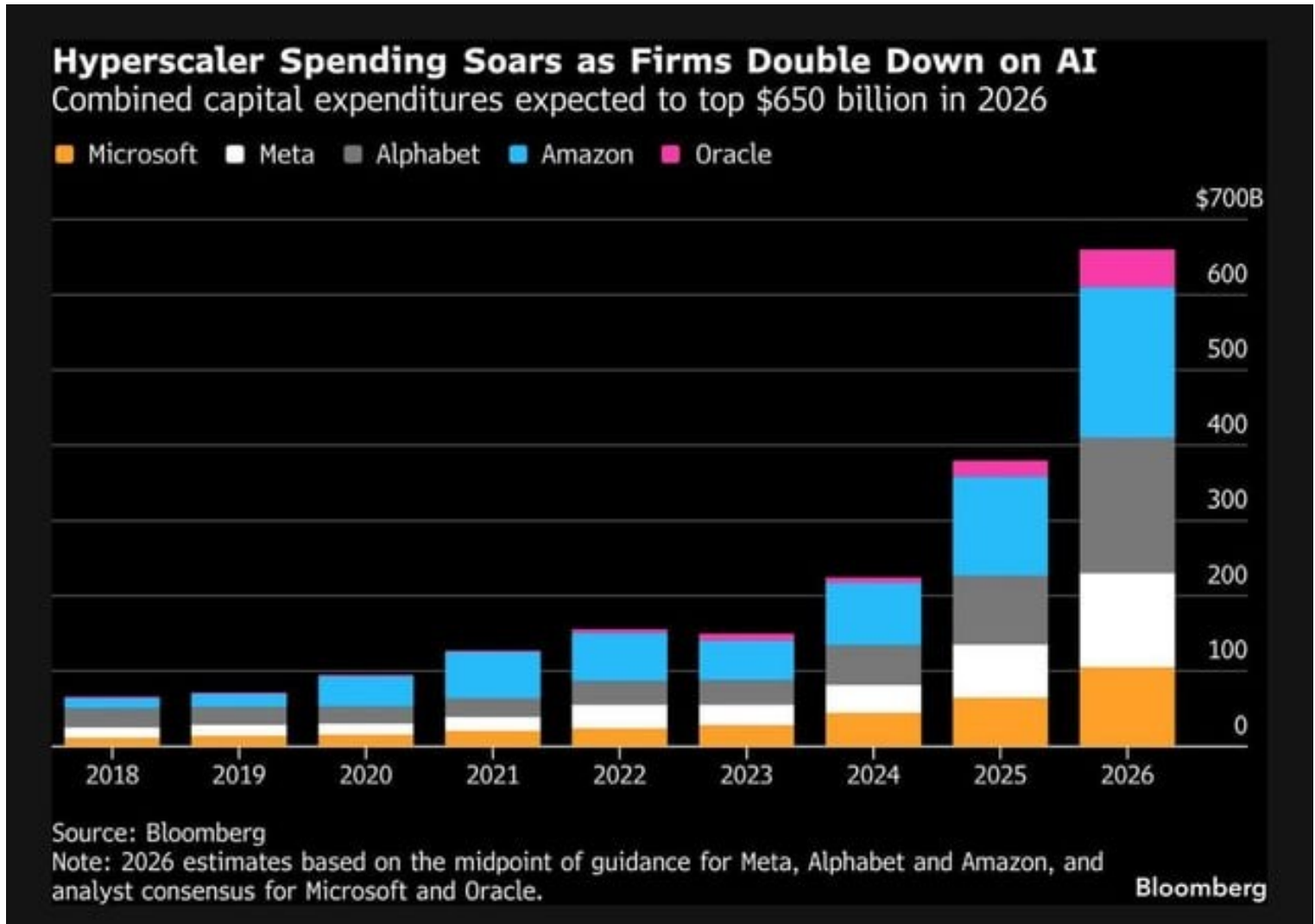
Nel 2025, le cosiddette Magnificent 7 hanno generato circa i due terzi della crescita totale degli utili di Wall Street. E per l'anno in corso, si stima che queste aziende contribuiranno ancora per circa il 50% alla crescita complessiva degli utili dell'indice Standard & Poor 500.

Cioè se queste aziende smettessero di crescere, la crescita degli utili di tutto il mercato americano verrebbe dimezzata. Le Hyperscaler non sono solo molto grandi, ma anche incredibilmente efficienti: rispetto alle imprese della vecchia economia viaggiano con margini netti medi superiori al 25%, contro il 12-13% del resto del mercato (S&P 493).

## GLI INVESTIMENTI CHE SPAVENTANO I GESTORI

Un aspetto cruciale è tuttavia che i fortissimi investimenti in corso (nel 2026, la spesa in conto capitale per IIA delle principali 6 aziende supererà i 700 miliardi di dollari. Le

Hyperscaler sono diventate cioè i principali clienti di se stesse. Se dovessero smettere di investire smetterebbero anche di fare profitti.



Wall Street teme che se inflazione o i tassi costringessero queste aziende a tagliare anche solo del 10% i loro investimenti, l'intero settore dei semiconduttori (Nvidia, AMD, Broadcom) e dei servizi cloud crollerebbe, trascinando giù l'intero indice. E nonostante il calo del 10-20% dei loro corsi, ancora oggi le 10 più grandi aziende tecnologiche pesano oggi per circa il 40% del valore totale della borsa americana e la loro quota sui profitti effettivi totali è intorno al 30-35%

## UN MERCATO A DUE VELOCITÀ

Questo indica che il mercato sta comunque scommettendo sull'idea che nei prossimi due anni queste aziende domineranno ancora di più il totale dei profitti netti. Wall Street oggi è un mercato a due velocità: se le Hyperscaler dovessero riportare utili deludenti, quasi nessun altro settore (energia, banche o retail) sarebbe abbastanza grande da compensare la perdita e sostenere l'indice. Nonostante ciò le rotazioni (ancora in corso) dei portafogli dei grandi investitori hanno una ferrea logica basata tanto sulle eccessive valutazioni precedenti alla fine dello scorso anno quanto sui rischi di eccessivo rincaro delle materie

prime e dell'energia. Dunque non è detto che torneranno presto a rivalutarsi in borsa.

Resta ovviamente da chiarire quanto questi timori siano fondati. Se l'inflazione continuerà a scendere le Hyperscaler potranno continuare a finanziare l'espansione a costi sostenibili. Se sale il costo del debito il costo sarà eccessivo. D'altra parte se i tassi non saliranno (o scenderanno) l'enorme mole di profitti attesi (e in crescita) delle Hyperscaler determinerà valutazioni aziendali sensibilmente maggiori.



E occorre anche notare che molte di esse (almeno al momento) vantano una indiscutibile capacità di incrementare i prezzi di vendita e trasferire cioè i possibili maggiori costi futuri sui loro clienti. La situazione attuale è dunque paradossale: i fondamentali delle hyperscaler sono ottimi, ma gli investitori sono molto prudenti a causa di una decisa dipendenza dall'inflazione.

### L'EUROPA SEGUE (COME SEMPRE)

L'Europa non ha Hyperscaler che possano competere con gli USA, ma i suoi mercati si

muovono in simmetria con Wall Street per due motivi: La catena di fornitura: Aziende come ASML (Olanda), che produce i macchinari per i chip, sono diventate il termometro del settore tech europeo. Se Microsoft taglia il Capex, ASML crolla a Amsterdam. I flussi di capitale: Quando gli investitori globali scaricano il tech USA per paura dei tassi, tendono a vendere anche il tech europeo (come SAP in Germania o STMicroelectronics) per ridurre l'esposizione complessiva al settore.

Un dato interessante del 2026 è che le Hyperscaler stanno usando l'I.A. internamente per ridurre il personale. Microsoft e Meta hanno mantenuto i ricavi record pur avendo migliaia di dipendenti in meno rispetto al 2022. Questo ha permesso di mantenere i margini alti nonostante l'inflazione salariale nel resto dell'economia. E le borse stanno prendendone atto.

## IL RISVEGLIO DELLE QUOTAZIONI DELLE MULTINAZIONALI TECNOLOGICHE



Le Hyperscaler tuttavia non soltanto appaiono come i principali traini della crescita economica globale, ma stanno anche riuscendo a mantenere un difficile equilibrio: quello

di proseguire con oculatezza la loro corsa agli investimenti perché Wall Street le punirebbe se investissero troppo (o male), ma al tempo stesso le punirebbe ancor più se smettessero di investire, perché perderebbero la corsa alloro dell'I.A. Sperando evidentemente che l'inflazione non faccia crescere troppo i tassi d'interesse. Altrimenti il gioco si romperà e le borse crolleranno inevitabilmente.

***Stefano di Tommaso***