

Outlook & Convictions

Private Banking #16



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Outlook & Convictions

Private Banking #16



Editoriale	6
di Nicolas Bickel, CFA	6
Macroeconomia	11
di Dott.ssa Mathilde Lemoine	12
Dall'energia all'economia mondiale: lo shock della guerra in Medio Oriente si propaga	
Materie prime	19
di Manuel Maleki, Ph. D	20
Stretto di Hormuz: dallo shock logistico al possibile ritorno di cicli rialzisti	
Azioni	27
di Hervé Prettre	28
Un conflitto geopolitico che cambia le carte in tavola	
di Anthony Toupin	32
Intelligenza artificiale e software: rischio di profonda disruption o eccesso di mercato?	
di Hervé Prettre	38
Investire in tempo di guerra	
Focus speciale	43
di Nadjat Hamrouni, CFA e Darius Bakhtari	44
Miti e realtà nelle tendenze di consumo delle nuove generazioni	
Obbligazioni	53
di Guilhem Savry	54
Tassi sovrani più alti più a lungo	
di Lisa Turk e Rami Boustany	58
Obbligazioni corporate emergenti: fondamentali solidi malgrado le incertezze in Medio Oriente	
Private debt	63
di Alexander De Bruin e Guilhem Savry	64
Mercato del private debt: crescita solida negli ultimi anni	
Mercato dei cambi	69
di Jean-Marc Guillot	70
Mercato dei cambi: guerra, inflazione e crisi economica	



Editoriale



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment
Private Banking e CIO

Il 2026 era iniziato con trend molto diversi sulle due sponde dell'Atlantico. Se da un lato l'indice S&P 500 chiudeva a fine febbraio praticamente allo stesso livello di gennaio, dall'altro l'indice Stoxx 600 registrava un aumento del 7% e i mercati emergenti mostravano un rialzo più che doppio rispetto all'Europa. Le dieci società a maggior capitalizzazione, che nel 2025 avevano contribuito per oltre due terzi alla performance dell'indice di riferimento statunitense, iniziavano il nuovo anno in calo, mentre le loro controparti europee registravano un'ottima performance nei primi mesi, dopo aver chiuso l'anno precedente con un rendimento inferiore al loro indice di riferimento. L'oro continuava la sua ascesa con un rialzo del 22% in appena due mesi, e questo nonostante il crollo storico di oltre il 20% registrato a fine gennaio. I tassi sovrani statunitensi a 10 anni erano scesi al minimo da settembre 2024 e i rendimenti tedeschi erano crollati di 20 punti base. Tutto questo sullo sfondo del continuo indebolimento del dollaro, che il 27 febbraio era quotato a 1,18 rispetto all'euro. I mercati stavano anticipando una rotazione ciclica, sulla scia di un'economia mondiale resiliente e delle attese riduzioni dei tassi, in particolare negli Stati Uniti.

A fine febbraio, l'inizio del conflitto che contrappone Stati Uniti e Israele all'Iran ha stravolto l'ordine mondiale, i mercati finanziari e i flussi marittimi, con il blocco dello Stretto di Hormuz da parte di Teheran. La situazione in Medio Oriente è quindi diventata la bussola principale per gli investitori, orientando la maggior parte dei movimenti di mercato e influenzando, in varia misura, quasi tutte le asset class. I mercati azionari hanno reagito in misura più o meno marcata, a seconda della dipendenza di alcune aree geografiche dagli idrocarburi e da altri prodotti derivati, direttamente colpiti dalla chiusura dello Stretto di Hormuz. Da questo stretto, vero e proprio crocevia commerciale mondiale, transita infatti, in

tempi normali, circa il 20% dell'offerta globale di petrolio, ma anche una quota significativa di gas naturale liquefatto e altri prodotti essenziali per numerosi settori, quali alluminio, azoto ed elio.

L'Asia è la prima a risentire di questo impatto, seguita dall'Europa. Di conseguenza, i loro rispettivi mercati azionari hanno subito una rapida correzione, senza tuttavia entrare in un *bear market*¹. I beni rifugio tradizionali non hanno fornito grande sostegno durante la fase ribassista, con l'oro anch'esso in forte calo, soprattutto a causa delle massicce vendite destinate a rifornire di dollari le economie che volevano assicurarsi gli acquisti di idrocarburi, i cui prezzi si sono impennati all'inizio del conflitto.

Le anticipazioni di tagli dei tassi da parte delle banche centrali sono state fortemente riviste, con i mercati che ora prevedono aumenti significativi in quasi tutte le aree geografiche a seguito del conflitto. Questi movimenti sono dovuti al timore di un aumento dell'inflazione e di un cambiamento nella politica monetaria delle banche centrali. Ciò potrebbe comportare un rallentamento della crescita mondiale e relative brutte sorprese per quanto riguarda le previsioni sugli utili delle imprese. I rendimenti delle obbligazioni sovrane sono tornati a salire in tutte le aree geografiche e i premi di credito delle società sono aumentati, in particolare nei segmenti di qualità inferiore, dopo mesi di contrazione pressoché ininterrotta.

Allo stesso tempo, la quotazione dei mercati azionari ha subito un forte calo. Sebbene l'entità della correzione corrisponda alla metà di quella osservata nell'aprile 2025 (dopo l'annuncio dei dazi da parte di Donald Trump), il rapporto prezzo/utili delle azioni è diminuito tanto quanto in quel periodo, ossia quasi il 19% negli Stati Uniti. All'inizio di aprile, al culmine della correzione dei mercati, le valutazioni delle azioni del settore tecnologico statunitense sono addirittura scese al di sotto dei livelli pre-lancio di ChatGPT, nonostante i manager di queste società continuino a riacquistare ingenti quantità di azioni proprie.

Ciò è dovuto principalmente agli utili per azione in costante crescita, in linea con i solidi risultati del quarto trimestre 2025. Per il 2026, il consensus prevede ancora una crescita del +16% negli Stati Uniti e del +10% in Europa, ossia rispettivamente un +7% e +2,2% al di sopra della media storica degli ultimi dieci anni. Il rischio di delusione rimane quindi non trascurabile, dato che le aspettative sono molto alte su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Durante questa fase di conflitto, la maggior parte degli operatori del mercato ha incrementato la propria liquidità riducendo il rischio dei portafogli e gli hedge fund si sono notevolmente alleggeriti delle loro posizioni in azioni. All'inizio di aprile, gli investitori erano quindi meno esposti a questa asset class, il che ha altresì aumentato il rischio per alcuni di ritrovarsi sottoinvestiti e perdere i forti rimbalzi che si verificano molto spesso dopo la risoluzione di questo tipo di conflitto.

¹ Per *bear market* si intende una fase prolungata di forte calo dei prezzi degli attivi finanziari, pari ad almeno il 20%, accompagnata da un forte pessimismo da parte degli investitori, spesso in un contesto economico sfavorevole. Il suo opposto è il *bull market*.

L'annuncio di un cessate il fuoco lo scorso 7 aprile ha quindi, com'era logico aspettarsi, fatto salire le azioni e l'oro, e in appena dieci giorni il mercato ha recuperato l'intero calo registrato dall'inizio del conflitto, grazie al rapido ritorno dell'ottimismo su un accordo tra Iran e Stati Uniti. I tassi e gli *spread*² di credito si sono leggermente attenuati, il dollaro ha perso terreno e il prezzo del petrolio è crollato di oltre il 15%, registrando il calo più marcato dall'aprile 2020, all'inizio della pandemia di Covid.

Questo forte rimbalzo dei mercati azionari, che ha permesso a diversi indici di superare i precedenti massimi, lascia pensare che gli investitori ritengano, in questa fase, che l'impatto del conflitto, l'aumento dei prezzi dell'energia e le pressioni inflazionistiche avranno solo un effetto limitato sulla crescita mondiale e sulla capacità delle imprese di incrementare i propri utili. E questo nonostante gli indicatori di fiducia dei consumatori siano in forte calo, in particolare negli Stati Uniti.

Al di là dei rischi a breve termine legati al conflitto in Medio Oriente, sono proprio la sua durata e la potenziale trasformazione dei flussi globali nel lungo periodo che potrebbero modificare le valutazioni dei mercati. Infatti, anche se la situazione si è lievemente distesa da un punto di vista militare, potrebbero volerci mesi prima che i flussi commerciali nello stretto di Hormuz tornino alla normalità e le scorte di petrolio vengano ricostituite a livelli pre-conflitto, minacciando così quella combinazione favorevole di crescita robusta e inflazione contenuta che sosteneva i mercati all'inizio dell'anno. Il rischio di una ripresa dell'inflazione, di un inasprimento delle politiche monetarie e di un nuovo rallentamento della crescita mondiale rimane presente e determinerà in futuro chi saranno i vincitori e i vinti di questo potenziale cambio di regime economico. Allo stato attuale, gli ultimi dati sull'inflazione hanno evidenziato un impatto non trascurabile dell'aumento dei prezzi dell'energia, che rappresenta la maggior parte dell'incremento. Al contrario, l'inflazione "core" per il momento risente solo in misura limitata di questa situazione; i dati dei prossimi mesi saranno quindi determinanti.

Questo conflitto è servito ancora una volta da monito per gli attori dei mercati finanziari, mettendo in luce, come già accaduto durante la pandemia di Covid e le interruzioni delle supply chain, che l'economia globalizzata, la fluidità degli scambi commerciali e l'approvvigionamento energetico dipendono da pochi punti di passaggio strategici in tutto il mondo, che, in caso di tensioni o blocchi, possono far cadere l'economia mondiale in recessione. Con l'aumento delle incertezze e delle tensioni geopolitiche, i processi di rilocalizzazione e messa in sicurezza degli approvvigionamenti di energia, materiali strategici, beni di prima necessità, medicinali e così via non potranno che continuare ad accelerare.

² Con *spread* si intende lo scarto tra due prezzi o due tassi d'interesse.



A più lungo termine, molti interrogativi rimangono aperti. Che effetto avrà questo conflitto sul premio al rischio applicato ai prezzi dell'energia e quali saranno le ripercussioni sulla crescita economica nei prossimi anni? I costi elevati legati al conflitto incideranno inevitabilmente sul deficit degli Stati Uniti, che dovrebbe arrivare al 7% del PIL e contribuire all'aumento del debito statunitense. I tassi sovrani sono destinati a rimanere elevati più a lungo nonostante la de-escalation? Le banche centrali di tutto il mondo dovranno modificare l'orientamento delle politiche monetarie per contrastare l'inflazione? Quali saranno le ripercussioni sugli utili delle imprese e queste ultime rivedranno le loro previsioni malgrado l'allentamento delle tensioni? I fondamentali del debito delle società emergenti risentiranno in modo duraturo delle tensioni in Medio Oriente?

Oltre a questo conflitto, anche altre questioni legate ai settori dell'intelligenza artificiale (IA) e del private credit hanno turbato i mercati. I timori riguardo alla capacità di monetizzare gli esorbitanti investimenti nell'IA hanno fondamento? Il rischio di sconvolgimento di altri settori è reale? I recenti casi di insolvenza nel settore del private debt e le decisioni di alcuni emittenti di fondi di bloccare i prelievi degli investitori potrebbero contagiare altri segmenti del mercato del credito e provocare una nuova crisi finanziaria?

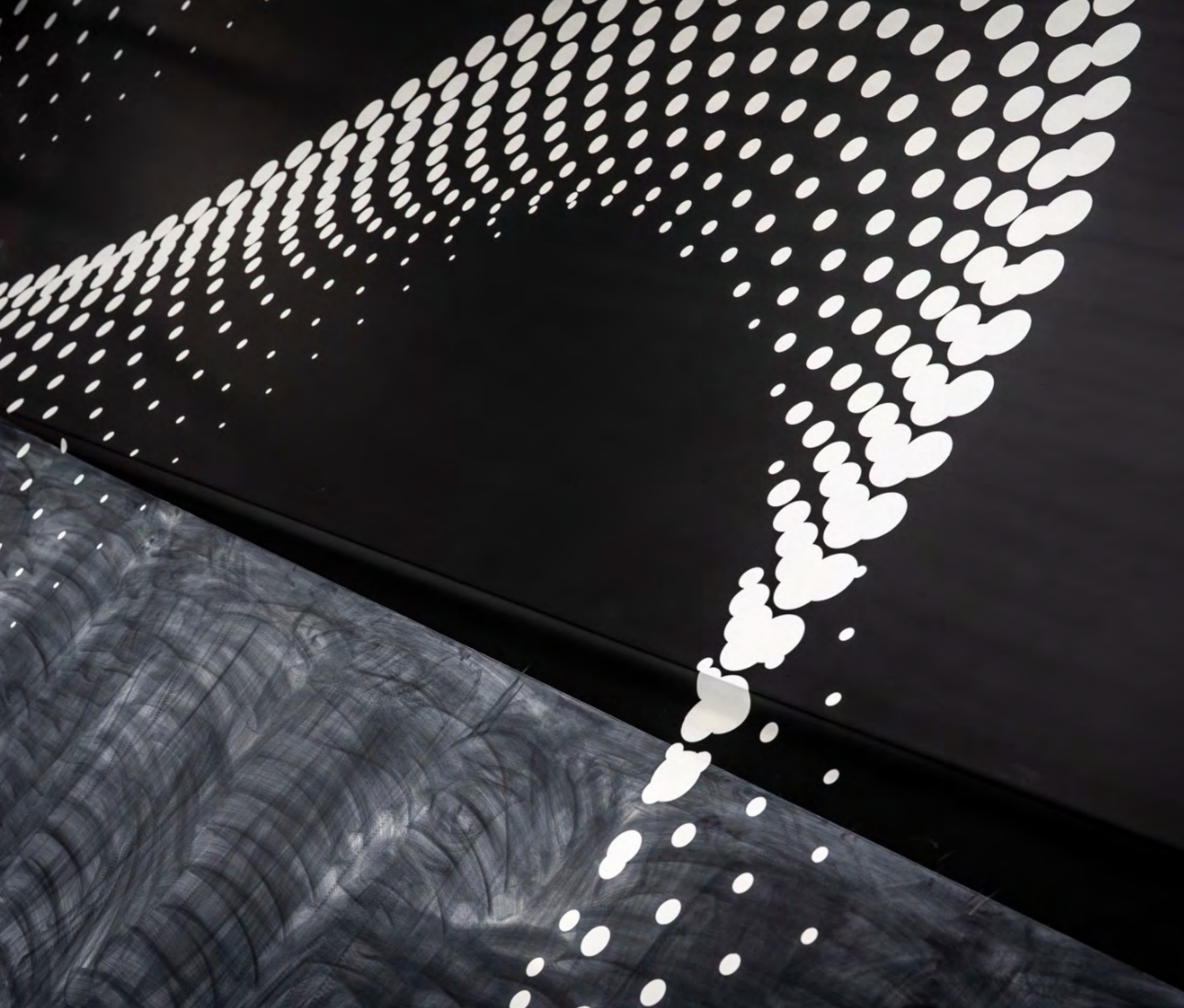
In questa nuova edizione di Outlook & Convictions, i nostri esperti offrono alcuni elementi per rispondere a questi interrogativi e condividono le nostre previsioni sui mercati finanziari per i prossimi mesi.

In questo periodo di forte volatilità e tensioni geopolitiche, affronteremo la questione degli investimenti in tempo di guerra ed esploreremo in particolare le conseguenze tecnologiche a lungo termine, come l'uso intensivo dei droni e lo sviluppo di nuovi mezzi di intercettazione. Con un focus speciale, andremo inoltre a esaminare i cambiamenti nelle abitudini di consumo delle nuove generazioni e il conseguente impatto sui diversi settori dell'economia.

Vi auguriamo una piacevole lettura e speriamo che questa nuova edizione possa fornirvi spunti utili per le vostre riflessioni di investimento.



Le nostre prospettive in video



Gitana 18, Maxi Edmond de Rothschild, Lorient

Macroeconomia



Dall'energia all'economia mondiale: lo shock della guerra in Medio Oriente si propaga

Dott.ssa Mathilde Lemoine

Group Chief Economist Edmond de Rothschild

La guerra tra Iran, Stati Uniti e Israele ha provocato una nuova crisi energetica, ma anche perturbazioni nelle catene del valore e difficoltà e interruzioni nelle forniture di beni. Le conseguenze di questo conflitto sono quindi molto ampie e vanno ben oltre il semplice aumento dei prezzi del petrolio, del gas e dei fertilizzanti. I blocchi alla produzione sono numerosi. Impianti petrolchimici a Taiwan, in Corea e in Giappone hanno dichiarato di aver ridotto la produzione. I trasporti procedono a rilento o sono addirittura fermi in alcune regioni e l'aumento del prezzo del gas, utilizzato in Asia sia per il riscaldamento che dai ristoranti, pesa sui consumi e sulle attività ricreative. L'attività economica dei paesi del Golfo avanza al rallentatore. C'è poi un altro dato preoccupante: la domanda effettiva di petrolio è diminuita di un terzo per il 2026.

Ci troviamo quindi di fronte a uno shock dell'offerta recessivo. Uno shock di questo tipo provoca un aumento dei costi marginali e una contrazione dell'offerta aggregata, determinando al contempo un'accelerazione dell'inflazione e un calo della produzione, attraverso un deterioramento dei redditi reali, effetti negativi sui termini di scambio, costose riallocazioni settoriali e un aumento dell'incertezza gravante sugli investimenti.

Di conseguenza, anche se i flussi attraverso lo stretto di Hormuz riprendessero prima dell'estate, il rallentamento globale sarebbe più marcato di quanto avevamo anticipato in precedenza. **Allo stato attuale, questo è lo scenario che riteniamo più probabile.**

Se la guerra dovesse invece protrarsi, l'aumento dei prezzi potrebbe estendersi anche ad altri beni e materie prime oltre a quelli direttamente influenzati dalla guerra in Medio Oriente. Potremmo quindi ritrovarci in uno **scenario di "crisi inflazionistica"**. Per assicurare un ancoraggio delle aspettative di inflazione e limitare l'effetto di secondo impatto, le banche centrali sarebbero costrette ad avviare un nuovo ciclo di rialzo dei tassi. La stretta monetaria potrebbe essere più marcata nell'eurozona per due motivi: da un lato, il peso dell'energia e dell'alimentare nell'indice dei prezzi al consumo è del 40% superiore nell'eurozona rispetto agli Stati Uniti. Dall'altro, il trasferimento dell'aumento dei prezzi delle materie prime all'inflazione sottostante è più elevato. Infine, una maggior quota dei salari è indicizzata all'inflazione. Tuttavia, a differenza del 2022, i trasferimenti diretti alle famiglie sarebbero meno importanti, limitando così la portata dell'effetto di secondo impatto sull'inflazione e sui salari. Questo **scenario di "crisi inflazionistica"** provocherebbe una recessione parziale.

Il nostro terzo **scenario "recessionista"** è quello di **"stallo"**. Consisterebbe nella distruzione permanente delle capacità produttive di petrolio e gas, che potrebbe arrivare a rappresentare il 20% delle capacità del Medio Oriente. La recessione sarebbe allora globale e non più localizzata nei Paesi più fragili. Inoltre, le banche centrali dovrebbero far fronte a un effetto di secondo impatto del rialzo dei prezzi dell'energia sul resto dell'economia e ad un calo della domanda aggregata. Ne conseguirebbe un aumento dei tassi a breve termine, ma senza inversione della curva dei rendimenti a causa dell'elevato premio a termine. **Allo shock dell'offerta si aggiungerebbe una crisi finanziaria.**

Grafico 1 – Impatto recessivo della guerra in Medio Oriente dal 2026

Nello scenario di recessione parziale, gli effetti sull'economia reale sarebbero più visibili nel 2027.

2026	Scenario centrale Best case scenario		Scenario inflazionistico Recessione parziale		Scenario di stallo Recessione globale	
	PIL	Inflazione	PIL	Inflazione	PIL	Inflazione
Mondo	2,6	3,7	2,0	4,7	1,3	5,6
Stati Uniti	1,9	3,4	1,3	3,8	0,5	4,4
Eurozona	0,5	3,1	0	4,1	-0,5	5,1
Svizzera	1	0,8	0,7	1,1	-0,1	1,6
Cina	4,8	0,7	4,6	1	4,5	1,3
Giappone	0,8	2,5	0,5	3,1	-0,1	4,2
India	5,8	5,1	5,2	6,2	4,3	7,1
Brasile	2,1	4	1,6	4,2	0,8	4,6

Calcoli: Edmond de Rothschild Economic Research

L'Asia alle prese con le carenze di materie prime

I Paesi asiatici sono particolarmente colpiti dalla sostanziale chiusura dello stretto di Hormuz, perché sono destinatari dell'89% del petrolio greggio e dei prodotti petroliferi e dell'86% del gas naturale liquefatto (GNL) che transita dallo stretto. Oltre il 90% del GNL importato dal Pakistan proviene dal Qatar e dagli Emirati Arabi Uniti, contro il 60% circa dell'India e del Bangladesh e il 35% della Cina e di Taiwan. Thailandia, Corea, Taiwan, Filippine, Giappone e Vietnam sono i paesi più vulnerabili.

Inoltre, il Medio Oriente è un fornitore chiave di fattori produttivi per le maggiori economie emergenti. India, Australia e Sudafrica fanno affidamento sui Paesi del Golfo per le forniture di fertilizzanti. Per l'India, sono interessati quasi un quarto delle importazioni di prodotti minerali (zolfo, gesso, calce, cemento) e circa un quinto degli acquisti di fertilizzanti e metalli preziosi. Il Giappone è esposto soprattutto per via delle importazioni di alluminio, mentre la Turchia dipende fortemente dalle importazioni di metalli preziosi provenienti dagli Emirati Arabi Uniti. In questo senso, al di là dell'aumento dei prezzi, la guerra in Medio Oriente e il sostanziale blocco dello stretto di Hormuz hanno già provocato il fermo di alcuni impianti produttivi.

Infine, le catene del valore sono destabilizzate a causa dell'aumento dei costi di trasporto e della riduzione delle capacità di produzione. L'aumento dell'incertezza provoca contestualmente un rinvio degli investimenti, fonte di importazioni. A doppia ragione, il commercio mondiale dovrebbe registrare ancora una volta un rallentamento più marcato del previsto. Per contenere l'aumento dei prezzi dell'energia, diversi Paesi asiatici hanno introdotto delle sovvenzioni. Sebbene alcuni Paesi, come l'Indonesia, abbiano annunciato misure di razionamento per tenere sotto controllo i costi di bilancio a partire dal 1° aprile, con l'aggravarsi della situazione accresce il fabbisogno di finanziamenti dei Paesi emergenti in un contesto di "superciclo di investimenti". L'indebitamento va ad aggiungersi al calo dell'attività economica, proprio come era accaduto nell'eurozona durante la crisi energetica del 2022.

Una crisi energetica di troppo per l'Europa?

Gli Stati membri dell'eurozona, ancora deboli, sono colpiti in pieno dall'aumento dei prezzi del gas, del petrolio e dei fertilizzanti. Come nel 2022, questo nuovo aumento dei prezzi delle materie prime potrebbe distruggere capacità produttive. Alla fine del 2025, la produzione industriale nell'eurozona era inferiore del 3% rispetto ai livelli del 2022, mentre negli Stati Uniti era superiore di quasi l'1%, in Brasile del 4%, in Corea del Sud del 5%, in Svizzera del 6% e in Cina del 17%. Come avevamo previsto, i settori maggiormente dipendenti dal gas, in particolare quelli chimico, agroalimentare e metallurgico, hanno registrato forti contrazioni, seguiti da editoria, industria cartaria, arredamento ed elettricità. Allo stesso tempo, le imprese hanno aumentato le importazioni di beni intermedi che in precedenza venivano prodotti in Europa.

Inoltre, la decisione dei governi di erogare sussidi ai consumatori per contenere il prezzo di acquisto dell'energia ha fortemente deteriorato le finanze pubbliche europee, in particolare in Francia, dove si è privilegiato in larga misura il sostegno alle famiglie. Secondo le stime, i sussidi energetici avrebbero raggiunto i 600 miliardi di euro tra tutti i Paesi dell'Unione europea.



Il nuovo aumento dei prezzi del petrolio e del gas in Europa, pari a quasi il 60%, si inserisce quindi nel seguente contesto:

- Attività economica al rallentatore (l'*output gap*, ossia il divario fra produzione effettiva e potenziale è negativo),
- Capacità di produzione industriale distrutte,
- Bassa produttività,
- Finanze pubbliche deteriorate a seguito dei sussidi energetici.

Last but not least, i tassi a lungo termine europei sono aumentati in misura maggiore rispetto a quelli statunitensi allo scoppio della guerra in Medio Oriente. Alla fine di marzo, i tassi dei titoli di Stato francesi a 10 anni erano pari al 3,8%, mentre quelli statunitensi erano al 4,4%, malgrado una crescita nominale decisamente più bassa. Questo significa che il livello dei tassi reali a lungo termine europei è particolarmente recessivo.

I tassi a 10 anni rimangono la nostra soglia di guardia

Siamo entrati in un superciclo di investimenti. Ai fabbisogni di investimento per le transizioni digitale ed energetica si sono aggiunti quelli imposti dalle nuove politiche economiche in materia di sovranità e difesa. Le emissioni obbligazionarie sovrane dei paesi dell'OCSE¹ dovrebbero arrivare a quota 18.000 miliardi nel 2026, pari all'85% del PIL (rispetto al 39% del 2007). Le emissioni obbligazionarie lorde delle imprese potrebbero, dal canto loro, superare i 7.000 miliardi di dollari.

I tassi di prestito sovrani, già elevati, sono ulteriormente aumentati a seguito della guerra in Medio Oriente, in particolare nell'eurozona dove i rischi inflazionistici sono più elevati. Questo livello non riflette una previsione di crescita eccessiva dell'economia, bensì una rivalutazione del rischio macro-finanziario globale. Il passaggio da un sistema mondiale basato sulla globalizzazione a un sistema caratterizzato da "rivalità tra potenze" ha accentuato l'incertezza. Il premio a termine, ossia la remunerazione aggiuntiva richiesta per concedere un prestito a lunga scadenza anziché a breve, è più elevato. Inoltre, le banche centrali hanno ridotto la loro presenza sui mercati obbligazionari. **Il costo del tempo, del rischio e dell'incertezza è tornato a farsi sentire.**

Infine, le banche centrali hanno iniziato a prestare maggiore attenzione ai rischi inflazionistici. Il cambio di tono è stato evidente e le aspettative di inasprimento monetario si sono rafforzate. La durata della guerra potrebbe far aumentare ulteriormente il premio a termine e le probabilità di un rialzo dei tassi a breve termine.

¹ Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico.



Continuiamo a prevedere un aumento più marcato dei tassi a lungo termine nell'eurozona a causa delle aspettative di rialzi dei tassi a breve termine e di un premio di rischio più elevato. Da questo potrebbe derivare un andamento opposto a quello osservato sul mercato dei cambi all'inizio della guerra in Medio Oriente. L'euro potrebbe riapprezzarsi rispetto al dollaro, che ha finora beneficiato del suo status di bene rifugio. Le valute dei Paesi importatori netti di energia potrebbero stabilizzarsi o addirittura apprezzarsi qualora le rispettive banche centrali dovessero aumentare in modo significativo i tassi di interesse per contrastare il rischio di inflazione.

Il livello dei tassi a lungo termine dovrebbe rimanere un fattore ribassista per l'attività economica, anche se l'accelerazione dell'inflazione dovesse determinare una riduzione dei tassi reali.

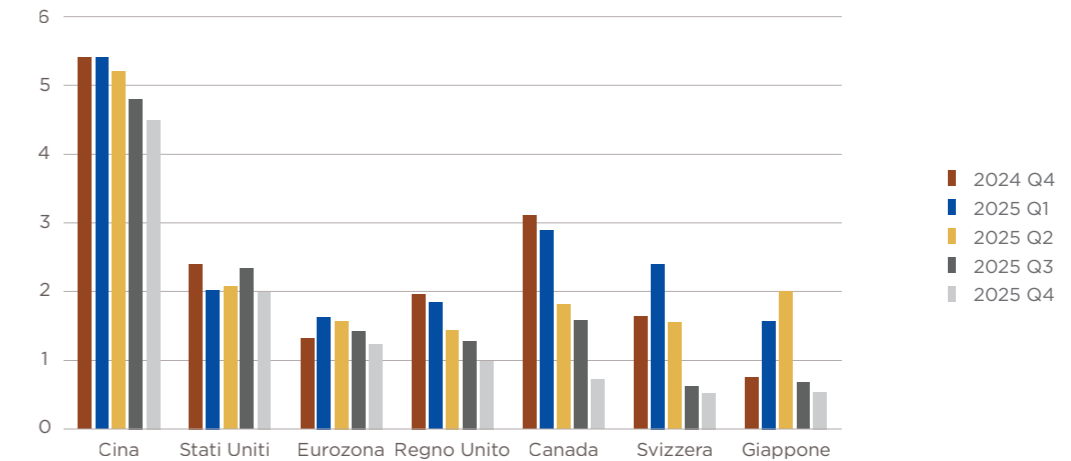
Prospettive di crescita deteriorate nonostante un superciclo di investimenti

La guerra in Medio Oriente sta già avendo un impatto negativo sulla crescita economica mondiale, impatto reso ancor più rapido e marcato dall'elevato numero di interruzioni di fornitura e misure di razionamento. Sebbene il contributo del Medio Oriente alla crescita mondiale sia relativamente modesto (3,5%), gli effetti a cascata sulle catene di produzione si stanno moltiplicando. Inoltre, l'instabilità derivante dalla politica dei dazi statunitense è stata accentuata dall'annullamento, da parte della Corte Suprema degli Stati Uniti, dei "dazi doganali reciproci" introdotti dall'amministrazione Trump in ragione del fatto che tale potere doveva essere sottoposto al voto del Congresso.

Di conseguenza, per il 2026 continuiamo a prevedere un rallentamento della crescita mondiale, ma più marcato di quanto prima ipotizzato. Allo stato attuale, la nostra visione è che la guerra non durerà per un tempo sufficiente a innescare un effetto inflazionistico di secondo impatto. L'attività economica continuerà a essere soggetta a fattori ribassisti quali gli effetti negativi delle misure protezionistiche, la persistente incertezza e l'elevato livello dei tassi a lungo termine, sia nominali che reali, pur essendo sostenuta dal superciclo di investimenti strutturali trainato dagli obiettivi di sovranità e dall'intelligenza artificiale.

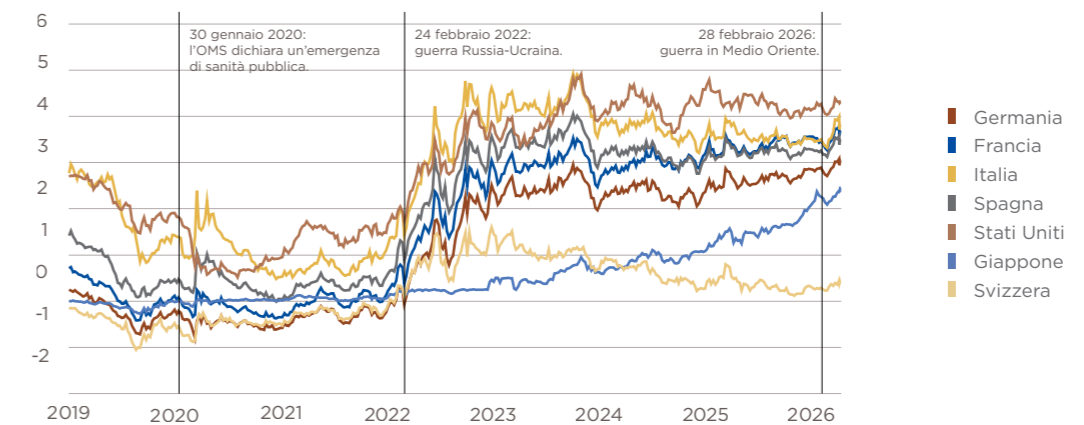
Con la guerra in Medio Oriente, la sfida finanziaria si è fatta ancor più ardua: assicurare un livello d'investimento elevato in un contesto di premio a termine significativo e timore per il rischio di inflazione da parte delle banche centrali. La chiave sta sempre nell'ancoraggio delle aspettative di inflazione. La crisi energetica del 2022 ne ha confermato la solidità. Tuttavia, l'entità del deficit di bilancio statunitense, il moltiplicarsi dei sussidi per i prezzi dell'energia nei Paesi asiatici (che ne peggioreranno la situazione di bilancio), nonché le eventuali ripercussioni della forte inflazione del periodo 2021-2023 sulle aspettative delle famiglie potrebbero avere effetti persistenti sulle convinzioni. Una certezza: il lavoro delle banche centrali sarà più complicato.

Grafico 1 – La guerra in Medio Oriente potrebbe accentuare il rallentamento mondiale
Crescita del PIL in termini reali, variazioni su base annua



Fonti nazionali, Edmond de Rothschild Economic Research

Grafico 2 – Il livello elevato dei tassi a 10 anni, reali e nominali, rappresenta un ostacolo per le banche centrali e per il finanziamento del superciclo di investimenti.
Rendimenti sovrani a 10 anni, in %



Refinitiv, Edmond de Rothschild Economic Research



Botti in acciaio inox, Château Clarke, Lustrac-Médoc, Francia.

Materie prime

Stretto di Hormuz: dallo shock logistico al possibile ritorno di cicli rialzisti

Manuel Maleki, Ph. D.

Senior Economist US & Commodities

Il blocco dello stretto di Hormuz è stato interpretato come uno shock immediato. L'interpretazione dominante si focalizza sull'aumento dei prezzi, sulle tensioni relative ai flussi e sull'aumento della volatilità. Per quanto pertinente, questa visione è parziale. Coglie il momento, ma ignora la dinamica. Perché la vera posta in gioco non sta solo nell'impatto a breve termine. Riguarda piuttosto la possibilità che un evento del genere riattivi una logica più profonda, quella dei cicli, e in particolare quella di un possibile ritorno a una fase rialzista delle materie prime.

Uno shock mal interpretato

La storia dei mercati delle materie prime mostra che i cicli non nascono solo da squilibri quantitativi, ma da rotture nella percezione della continuità del sistema. Gli shock petroliferi degli anni '70 hanno profondamente trasformato la struttura del mercato, modificando in modo duraturo le previsioni di offerta. Più recentemente, il biennio 2020-2022, segnato dalla pandemia di Covid-19 prima e dalla guerra in Ucraina poi, ha ricordato che le catene logistiche ed energetiche possono diventare importanti fattori di instabilità macroeconomica. In questo contesto, **Hormuz occupa una posizione peculiare. Non si tratta solo di un punto di transito, ma di un nodo cruciale per la sincronizzazione dei flussi globali** (per maggiori dettagli si veda l'analisi di Steen Wettstein nel Flash Global Trade di marzo 2026: *"Middle East war: the Strait of Hormuz at a standstill"*).

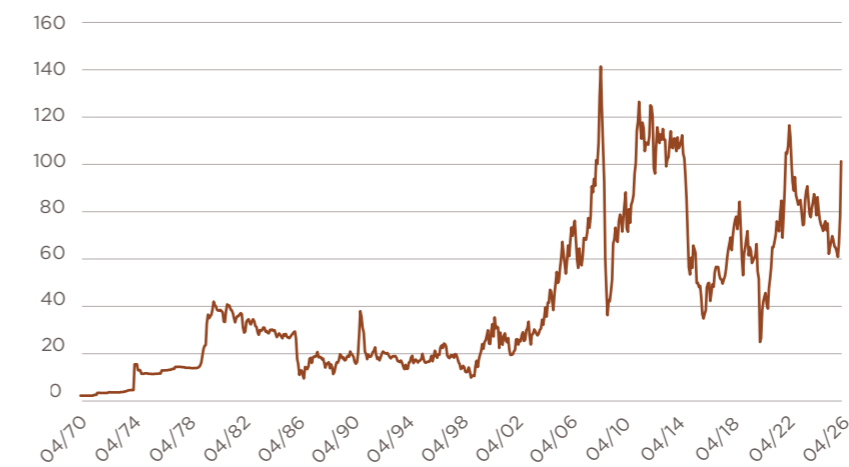
Il breve termine: uno shock di fluidità più che di volume

A breve termine, l'effetto del blocco dello stretto di Hormuz è stato paradossale. Il mercato ha reagito con violenza, ma questa reazione non riflette necessariamente una carenza immediata. Tuttavia, gli ordini di grandezza danno un'idea dell'entità del rischio. In circostanze normali, attraverso questo stretto transitano dai 20 ai 21 milioni di barili al giorno, pari a quasi il 20% del consumo mondiale e a circa un terzo del commercio marittimo di petrolio. A questo si aggiungono circa 5 milioni di barili al giorno di prodotti raffinati, oltre a quasi il 20% del commercio mondiale di gas naturale liquefatto (GNL), proveniente principalmente dal Qatar, primo esportatore mondiale di GNL. Ma questi volumi, per quanto impressionanti, non sono il cuore del problema. Ciò che viene compromesso in primo luogo non è il livello complessivo delle scorte, bensì la capacità del sistema di funzionare in modo fluido. Non essendoci più la certezza che i carichi arrivino a destinazione, i costi di trasporto esplodono.



Questo fenomeno è già stato osservato in passato. Nel 2019, l'attacco agli impianti di Abqaiq in Arabia Saudita aveva causato una riduzione temporanea di circa 5,7 milioni di barili al giorno, pari a circa il 6% dell'offerta mondiale. Il prezzo del Brent era salito di quasi il 20% in una sola seduta. Tuttavia, la correzione era stata rapida, poiché il mercato era convinto che la capacità produttiva sarebbe stata ripristinata in breve tempo. Viceversa, le crisi del 1973 e del 1979 non solo avevano ridotto l'offerta, ma avevano anche profondamente alterato la percezione della sua disponibilità futura, innescando un ciclo rialzista di lunga durata. In questo contesto, il prezzo non riflette solo una carenza: diventa il prezzo della continuità. Quando questa viene a mancare, il premio al rischio prende il sopravvento.

Grafico 1 – Prezzo del petrolio Brent, in dollari al barile



Edmond de Rothschild, Refinitiv

Il medio termine: la propagazione sistemica

Se la perturbazione si protrae, lo shock cambia natura. Smette di essere logistico per diventare sistemico. Gli effetti si diffondono progressivamente all'intera economia reale. Questo meccanismo si basa su un punto fondamentale: l'energia è al centro delle catene di produzione.

Il gas naturale, in particolare, gioca un ruolo fondamentale e non serve solo a produrre energia elettrica, ma è anche il fattore produttivo essenziale dell'industria chimica. Circa il 70% del costo di produzione dei fertilizzanti azotati dipende dal gas. La produzione mondiale di ammoniaca supera i 180 milioni di tonnellate all'anno, di cui una quota significativa proviene dal Golfo. Questi flussi transitano in gran parte dallo stretto di Hormuz. Il precedente del 2021-2022 è illuminante. L'impennata dei prezzi del gas in Europa aveva causato un parziale arresto delle capacità produttive di fertilizzanti, facendo più che raddoppiare i prezzi in alcune regioni. Lo shock energetico si era trasformato in shock agricolo e poi in inflazione alimentare. Ma questa diffusione non si limita ai fertilizzanti.



MATERIE PRIME

L'alluminio, ad esempio, agisce come un condensato di energia. Per produrlo servono dai 14 ai 15 megawattora (MWh) per tonnellata, il che lo rende uno dei metalli più energivori. Un aumento duraturo dei prezzi dell'energia si traduce quindi nella chiusura di impianti, come si è verificato in Europa nel 2022. Una perturbazione dello stretto di Hormuz, che incide sui flussi energetici, si ripercuote indirettamente sull'offerta mondiale di alluminio, al di là della sola produzione del Bahrein, con conseguenze anche per altri settori industriali.

L'elio evidenzia poi un'altra dimensione del problema. Ottenuto come sottoprodotto del gas naturale, è geograficamente molto concentrato. Il mercato mondiale dell'elio, stimato in circa 6 miliardi di dollari, è strutturalmente teso e il Qatar assicura circa un quarto della produzione mondiale. Durante la crisi del Golfo del 2017, la chiusura delle rotte logistiche aveva provocato un'improvvisa interruzione delle esportazioni del Qatar, causando una carenza immediata su alcuni mercati. Ora, l'elio è una risorsa cruciale e rara, difficilmente sostituibile. In particolare, è indispensabile per la diagnostica per immagini e per l'industria dei semiconduttori. Lo shock non si traduce sempre in inflazione generalizzata, bensì in discontinuità localizzate a forte impatto tecnologico.

L'azoto, infine, rappresenta il legame più diretto con la sicurezza alimentare. La dipendenza dal gas naturale del processo Haber-Bosch comporta che qualsiasi perturbazione nel settore energetico si ripercuota automaticamente sui costi agricoli. Questo legame diretto tra energia e alimentare è uno dei canali più efficaci per la diffusione di uno shock Hormuz. Ciò che emerge qui non è un accentramento di mercati, bensì un'architettura di dipendenze incrociate.

Grafico 2 – Prezzo del gas europeo, in euro per megawattora



Edmond de Rothschild, Refinitiv

Il lungo termine: verso un nuovo regime di mercato?

È a questo punto che si pone realmente la questione del ciclo. **Non tutti gli shock generano cicli rialzisti duraturi. La storia mostra che solo quelli che modificano le anticipazioni di offerta, investimenti e sicurezza energetica producono cambi di ciclo.** Gli anni 2000 erano stati caratterizzati da un superciclo trainato dalla domanda cinese. Gli anni 2010 hanno registrato un adeguamento legato all'espansione del petrolio di scisto statunitense. Oggi il sistema sembra entrare in una diversa configurazione. Il sottoinvestimento nel settore estrattivo, stimato in diverse centinaia di miliardi di dollari nell'ultimo decennio nel settore energetico, limita la capacità di adeguamento dell'offerta. La transizione energetica crea nuove tensioni su alcuni metalli. La frammentazione geopolitica rende più complesse le supply chain e, in questo contesto, lo stretto di Hormuz funge da elemento rivelatore: non crea le tensioni, ma le rende visibili e le accelera. La questione quindi non è tanto sapere se un blocco provoca un aumento dei prezzi, quanto piuttosto se modifica in modo duraturo le aspettative.

Il rischio di errore: confondere picco e ciclo

Il principale rischio di analisi risiede nella confusione tra un picco di tensione e un cambio di regime. La differenza può sembrare puramente teorica, ma in realtà è determinante. Un picco è una reazione violenta a uno shock identificato; un ciclo è una trasformazione più profonda delle aspettative, delle strutture dei costi e dei comportamenti economici. Il primo si misura in giorni o settimane; il secondo si protrae nel tempo. La storia delle materie prime mostra che questa distinzione dipende meno dalla portata dello shock iniziale che dalla sua capacità di diffondersi.

Gli shock degli anni '70 ne sono un esempio lampante. Il prezzo dell'energia è stato moltiplicato più volte nell'arco di pochi anni. Lo shock si è propagato all'intero sistema: forte aumento dell'inflazione mondiale, tensioni sui prezzi delle materie prime industriali e rincaro dei fattori di produzione agricoli. Il prezzo del grano è più che raddoppiato tra l'inizio e la metà del decennio, i metalli industriali hanno registrato forti aumenti e, soprattutto, l'intero sistema produttivo si è riorganizzato in funzione dei nuovi costi energetici. Non era più uno shock settoriale, ma un cambio di regime globale. Viceversa, alcuni episodi spettacolari rimangono circoscritti. La crisi del Golfo del 1990 ha provocato un rapido aumento dei prezzi dell'energia, ma il suo impatto sulle altre materie prime è stato temporaneo. I mercati agricoli e industriali si sono rapidamente normalizzati, poiché la percezione prevalente rimaneva quella di uno shock temporaneo. La fluidità del sistema, benché perturbata, non era stata messa in discussione in modo duraturo.

Questo contrasto emerge anche negli episodi più recenti. Nel 2008, l'aumento generalizzato dei prezzi delle materie prime ha potuto dare l'illusione di un nuovo superciclo. Petrolio, metalli e prodotti agricoli hanno tutti raggiunto livelli storicamente elevati. Il rame ha superato gli 8.000 dollari a tonnellata, il grano ha toccato livelli record e gli indici delle materie prime hanno registrato performance eccezionali. Tuttavia, con la crisi finanziaria questa dinamica si è bruscamente invertita. Il



MATERIE PRIME

movimento era potente, ma si basava su una domanda ciclica più che su una trasformazione strutturale: era un picco di ciclo e non un nuovo regime.

Grafico 3 – Indici S&P GS delle materie prime, in dollari



Edmond de Rothschild, Refinitiv

Al contrario, il periodo 2021-2022 presenta caratteristiche diverse. Lo shock iniziale, energetico e logistico, si è propagato a tutte le materie prime. All'epoca la Banca Mondiale stimava che i prezzi dell'energia sarebbero aumentati di oltre il 50%, ma l'elemento chiave era un altro: i prezzi dei beni non energetici crescevano di circa il 20%, quelli dei metalli industriali del 16% e quelli dei prodotti agricoli di oltre il 40% per colture come il grano. Questa propagazione è il principale indicatore di un cambio di regime. Soprattutto, dopo il picco, i prezzi non sono tornati ai livelli precedenti, ma si sono stabilizzati su un livello più alto.

Questo punto è fondamentale. **Un picco di tensione produce un movimento violento ma transitorio. Un ciclo lascia il segno. Modifica in modo duraturo le strutture dei costi e le strategie di approvvigionamento e investimento.** Nei metalli, questo si traduce in tempi più lunghi per l'avvio di nuove capacità produttive. Nell'agricoltura, in scelte di colture e adeguamenti della produzione. Nella chimica, in rilocalizzazioni o chiusure temporanee di impianti.

Gli episodi più mirati consentono altresì di verificare questa chiave di lettura. L'attacco di Abqaiq nel 2019 ha provocato uno shock immediato ma isolato. I prezzi hanno reagito in modo netto, per poi subire una rapida correzione. Viceversa, le tensioni sul mercato del gas nel 2021-2022 hanno provocato una contrazione della produzione di fertilizzanti, nonché un aumento dei costi agricoli e dei prezzi alimentari a livello mondiale. Lo shock iniziale si era trasformato in onda sistemica.

È qui che emerge il fattore decisivo. **Un picco è caratterizzato da intensità elevata ma scarsa diffusione. Un ciclo, invece, si riconosce dalla sua capacità di attraversare i mercati.** Inizia in un segmento – spesso l'energia o la logistica – per poi propagarsi verso i metalli, l'agricoltura, la chimica e, infine, verso i prezzi al consumo. La distinzione si basa quindi non tanto sul livello dei prezzi, quanto sulla struttura della loro evoluzione. Finché i mercati rimangono segmentati, lo shock resta transitorio. Quando diventano correlati, il regime cambia. La vera questione non è quindi sapere se i prezzi aumentano di molto, poiché in caso di shock aumentano quasi sempre. La questione è sapere se il rialzo si diffonde e si protrae nel tempo. Se i costi di produzione rimangono stabilmente più elevati, se le supply chain si riorganizzano, se i comportamenti di investimento evolvono, allora il picco diventa un ciclo.

Uno shock su un punto nevralgico come lo stretto di Hormuz potrebbe far scattare proprio questa trasformazione. Non tanto per l'entità immediata dei volumi coinvolti, quanto piuttosto perché interesserebbe contemporaneamente flussi energetici, industriali e agricoli. **Ed è in questa capacità di diffusione che si gioca il confine tra uno shock e un regime.**

Hormuz, o la fine dell'illusione di fluidità

Il blocco dello stretto di Hormuz non deve essere analizzato come un semplice shock petrolifero. Si tratta infatti di un vero e proprio banco di prova per la solidità del sistema economico mondiale. Il blocco rivela che la fluidità degli scambi si basa su un numero limitato di punti critici, la cui perturbazione può generare effetti a cascata che vanno ben oltre il mercato dell'energia. Nelle materie prime, i cicli non iniziano quando la carenza diventa evidente, ma quando la normalità smette di essere credibile. Hormuz, in questo senso, non è solo uno stretto: rappresenta un potenziale punto di svolta. E spesso sono proprio questi punti di svolta che danno origine ai cicli.

In questo senso, più il conflitto si protrae, maggiore sarà il premio di rischio geopolitico che il prezzo dovrà integrare alla fine della guerra. Di conseguenza, sia la durata che la natura e la portata dello shock potrebbero influenzare in modo duraturo la valutazione di tale premio geopolitico da parte degli investitori. La fine del conflitto potrebbe quindi tradursi in un calo del prezzo del petrolio, senza tuttavia comportare un ritorno ai livelli pre-crisi in ragione dell'aumento di tale premio. Bisogna tuttavia tenere presente che ogni materia prima ha anche un proprio percorso. Il prezzo del gas naturale in Europa, ad esempio, potrebbe subire un impatto più duraturo rispetto a quello di altre materie prime, dato che le scorte erano già storicamente basse a inizio marzo. Oltre alle forti interconnessioni che legano tra loro le materie prime, occorre considerare anche le specificità proprie di ciascun prodotto, che ne influenzano l'andamento delle quotazioni.



Luminaria, sala di degustazione, Château Clarke, Lustrac-Médoc, Francia.



Un conflitto geopolitico che cambia le carte in tavola

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Il recente conflitto in Medio Oriente ha stravolto il quadro preesistente di un'economia mondiale resiliente, che beneficiava dei tagli dei tassi d'interesse e dello slancio dell'intelligenza artificiale (IA). Sebbene continuiamo a privilegiare lo scenario di un allentamento delle tensioni nel medio termine piuttosto che quello di un conflitto a lungo termine, le ripercussioni sui vari settori potrebbero, in misura marginale, penalizzare i consumi e le società minerarie e favorire invece le compagnie petrolifere e le utility. Si prevede tuttavia un rialzo dei titoli, nel contesto di una risoluzione del conflitto e di fondamentali solidi per le azioni.

Com'era la situazione prima del conflitto?

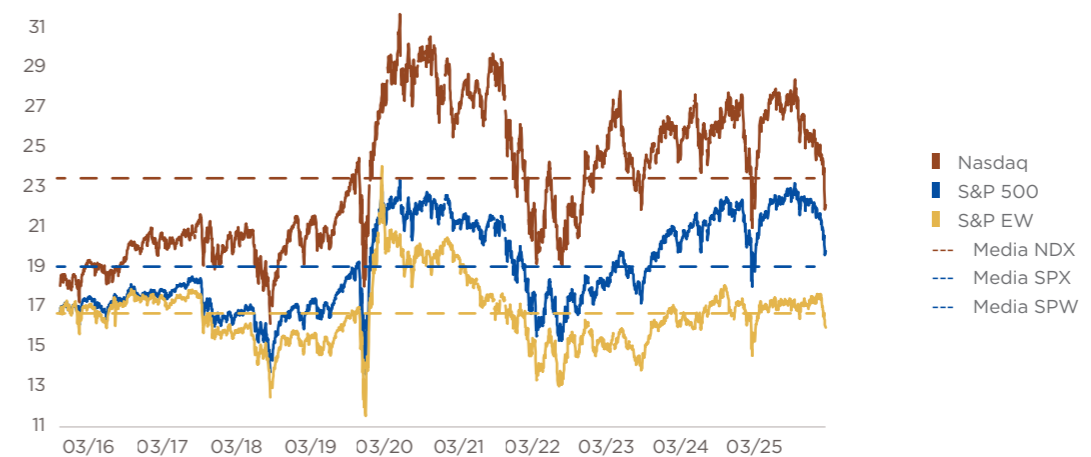
All'inizio del 2026, i mercati anticipavano una rotazione ciclica, con un'economia statunitense resiliente sostenuta da tagli dei tassi, un'economia europea in ripresa in un contesto di tassi stabili e un miglioramento della deflazione cinese che lasciava intravedere il tanto atteso rimbalzo degli utili. Le large cap sottoperformavano le small cap mentre gli investitori riducevano l'esposizione al settore tecnologico verso titoli ciclici più generici e dalle azioni statunitensi verso quelle europee, giapponesi e dei mercati emergenti. Il motore principale di questa dinamica – una combinazione favorevole di crescita e inflazione – è ormai minacciato, anche se i mercati continuano ad attendersi una risoluzione graduale del conflitto.

Cosa cambia con il conflitto?

La guerra in Medio Oriente ha cambiato le carte in tavola a marzo. Quella che inizialmente era stata presentata come una “perturbazione di breve durata” si protrae ormai da diverse settimane e l'Iran ha rafforzato la sua posizione bloccando lo stretto di Hormuz fin dalle prime settimane del conflitto. I danni arrecati fino ad oggi alle infrastrutture energetiche sono considerevoli: circa il 20% della capacità produttiva di gas del Qatar è fuori uso e ci vorranno anni per ripararla; quasi il 20% dei flussi mondiali di petrolio e gas è stato ulteriormente compromesso dalla chiusura dello stretto di Hormuz; inoltre, Kuwait, Iraq, Arabia Saudita, Qatar ed Emirati Arabi Uniti hanno tutti chiuso giacimenti di petrolio e di gas e raffinerie.

Il risultato: aspettative di rialzo dei tassi in Europa, mentre fino a poco prima si prevedevano tassi stabili o in ribasso; revisione delle aspettative di calo dei tassi negli Stati Uniti; e ripercussioni sulle imprese, tra cui la diminuzione degli investimenti e delle produzioni energivore (chimica, fertilizzanti, materiali, ecc.). La crescente incertezza rimette inoltre in discussione la spesa dei consumatori e provoca un effetto di spiazzamento, poiché l'aumento dei costi energetici riduce la disponibilità di spesa per altri beni e servizi, come ad esempio il settore leisure, del lusso, dell'automotive e delle società finanziarie.

Grafico 1 – Rapporto prezzo/utili previsto per il 2026 degli indici S&P 500, NDX 100 e S&P 500 Equal Weight



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Quali prospettive per gli investitori?

Come illustrato più in dettaglio nell'articolo a pagina 38, storicamente i mercati finanziari reagiscono di primo acchito in modo negativo allo scoppio di un conflitto e tendono poi a stabilizzarsi quando si intravede una distensione. In prospettiva, man mano che la speranza di un cessate il fuoco si concretizza, il mercato azionario tende a recuperare le perdite subite. Prevediamo volatilità a breve termine sui mercati azionari, con una sovraperformance dei titoli difensivi, seguita da una ripresa a medio termine trainata dai titoli ciclici.

Detto questo, il “mondo dopo” questo nuovo conflitto in Medio Oriente dovrebbe essere diverso dal mondo pre-febbraio 2026. Il petrolio potrebbe infatti mantenere a lungo un premio geopolitico. Ebbene, un aumento del 30% dei prezzi dell'energia ha storicamente ridotto le spese discrezionali reali di circa il 10%.



Tuttavia, questo rapporto si è dimostrato instabile nel tempo e l'intensità energetica della maggior parte delle economie è diminuita notevolmente negli ultimi cinquant'anni. Anche in caso di calo dei consumi, però, i mercati finanziari rimarrebbero sostenuti da diversi fattori:

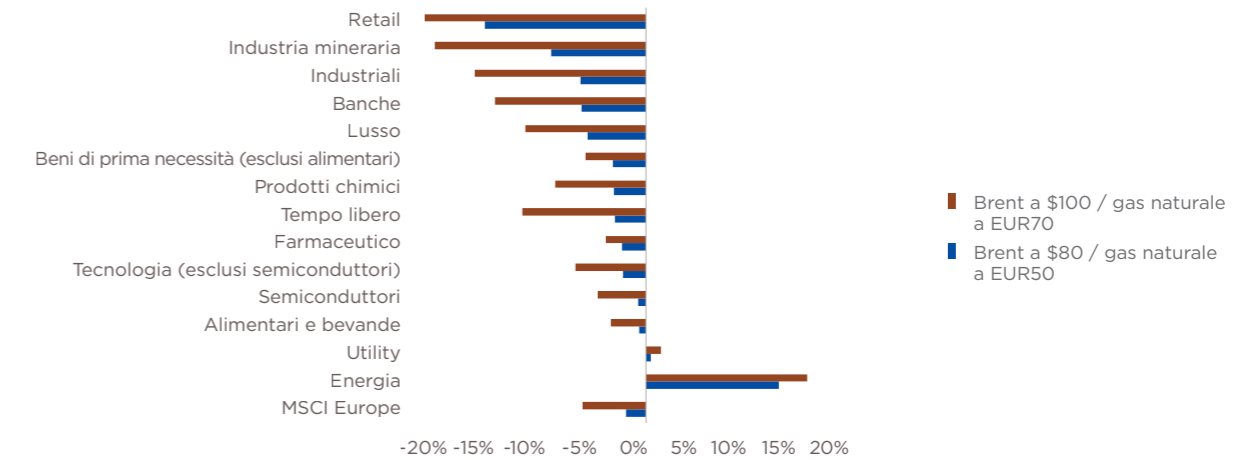
- In caso di forte impatto negativo Sull'S&P-500 ci sarebbe sempre l'"opzione put"¹ di Donald Trump,
- Il mercato è più preoccupato dall'inflazione e dalle misure di bilancio che dalla crescita, il che favorisce le azioni rispetto ad altre asset class come le obbligazioni,
- Le stime degli utili per azione sono in aumento, soprattutto grazie alle revisioni al rialzo nel settore tecnologico, dovute agli investimenti nell'intelligenza artificiale e al miglioramento degli indici di fiducia del settore manifatturiero (PMI manifatturieri),
- Le valutazioni sono più a buon mercato: lo S&P 500 è tornato a livelli medi, dopo essere stato al di sopra della mediana da maggio 2025,
- La situazione è diversa da quella del 2022: lo shock è solo energetico, mentre nel 2022 si combinava con la ripresa post-Covid, i problemi della supply chain e i cosiddetti piani "costi quel che costi" dei governi. Inoltre, la produzione energetica statunitense è maggiore, l'intensità energetica è minore e l'Europa ha diversificato le proprie fonti di approvvigionamento di petrolio e gas. Il contesto attuale è quindi meno inflazionistico e caratterizzato da una ripresa economica più modesta rispetto al 2022.

Prezzi più elevati per il petrolio e il gas europeo prolungati nel tempo potrebbero avere ripercussioni su alcuni settori. La distribuzione e le società minerarie sarebbero le più colpite da un aumento duraturo del prezzo del petrolio. Viceversa, i settori dell'energia e delle utility beneficerebbero della situazione.

Pertanto, pur prevedendo una maggiore volatilità nel breve termine, rimaniamo costruttivi sulle azioni nel medio termine, in particolare in ragione di aspettative di incremento dei tassi che paiono esagerate, considerando che la situazione attuale è ben diversa dal 2022. Gli investitori che temono un conflitto di lunga durata potrebbero decidere di diversificare i propri portafogli azionari riducendo l'esposizione al settore dei beni di consumo discrezionali, in previsione di prezzi dell'energia strutturalmente più elevati. Il settore tecnologico (escluso il software, vedere l'articolo seguente) ha inoltre sovraperformato dall'inizio del conflitto grazie alla sua dinamica legata all'intelligenza artificiale, il che giustifica il mantenimento dell'esposizione al settore. Anche temi a più lungo termine come la resilienza, la ripresa europea, l'IA o i consumi delle giovani generazioni (vedere focus settoriale) potrebbero rivelarsi interessanti nel lungo periodo, dato che l'attuale volatilità costituisce un punto di ingresso su queste tematiche.

¹ L'opzione put è un'opzione di vendita a termine a un importo predefinito. L'opzione put acquista valore quando i mercati scendono, poiché l'opzione di vendita a un prezzo prestabilito acquista valore con livelli di mercato più bassi. Analogamente, gli interventi passati di Donald Trump in caso di crolli troppo marcati dei mercati azionari statunitensi hanno avuto lo stesso effetto di un'opzione put, ossia proteggere i portafogli dai ribassi di mercato.

Grafico 2 — Impatto dell'aumento dei prezzi del petrolio e del gas naturale sull'utile per azione (EPS) delle imprese europee, in percentuale



Edmond de Rothschild, Barclays



Intelligenza artificiale e software: rischio di profonda disruption o eccesso di mercato?

Anthony Toupin

Senior Research Analyst, Global Investment Research

Se da un lato l'infrastruttura dell'intelligenza artificiale (IA) e i semiconduttori assorbono la maggior parte della catena del valore del superciclo di spesa dell'IA, dall'altro il settore del software è avviato verso una profonda trasformazione. L'emergere dell'IA agentica¹ ridefinisce i flussi di lavoro e rappresenta una minaccia per gli operatori storici, che non riescono a proteggere i propri margini. Per gli investitori, il periodo di crescita lineare volge al termine: il successo dipende ormai dalla capacità delle imprese di trasformare l'IA in un vantaggio competitivo sostenibile e monetizzabile.

2026: l'anno della scissione tecnologica

Dall'inizio del 2026, il settore tecnologico ha smesso di evolversi come un blocco omogeneo. Se fino a poco tempo fa l'intelligenza artificiale era vista come un supporto generalizzato alla crescita del settore, oggi agisce ormai come fattore di differenziazione. Questa nuova fase contrappone in modo sempre più netto, da un lato, gli operatori dell'infrastruttura dell'IA, in particolare i titoli dei semiconduttori, che beneficiano direttamente dell'aumento degli investimenti, e, dall'altro, gran parte del settore dei software, che deve affrontare un ripensamento più strutturale del suo modello di business.

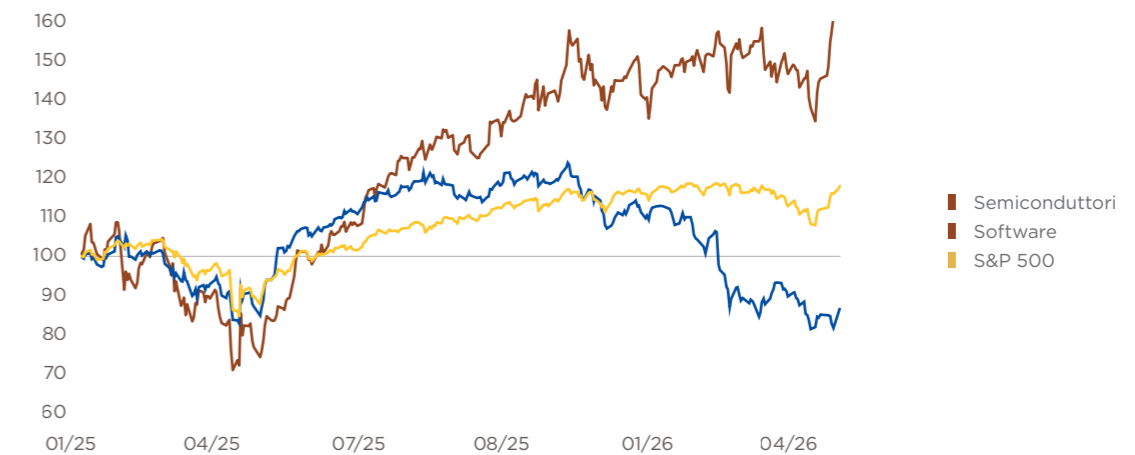
Il punto di rottura non è l'IA generativa in sé, ma l'ascesa dell'IA agentica. Quest'ultima non si limita più ad assistere l'utente o ad arricchire uno strumento esistente, ma tende a svolgere autonomamente compiti complessi, passare da un'applicazione all'altra, coordinare i processi e, alla fine, sostituire alcuni software tradizionali. In altre parole, il mercato sta iniziando a rendersi conto che l'IA non sarà solo un ulteriore livello di produttività, ma potenzialmente un nuovo punto di ingresso nei flussi di lavoro, in grado di aggirare o ridurre l'utilità delle applicazioni SaaS².

È proprio questo ribaltamento che spiega la violenza della correzione osservata nel settore di software. Il mercato non penalizza più solo un rallentamento ciclico della crescita o una tensione sulle valutazioni, ma ridimensiona al ribasso la durata di redditività di alcuni modelli di business. Infatti, storicamente, il settore del software è stato apprezzato per la stabilità dei ricavi ricorrenti, la prevedibilità dei margini, la linearità della generazione di flussi di cassa e la bassa intensità di capitale. Questo quadro è ora messo in discussione dalla prospettiva che un agente IA possa svolgere il lavoro di più utenti, compromettendo così i modelli di tariffazione tradizionali.

¹ Per IA agentica si intendono sistemi di intelligenza artificiale autonomi in grado di definire obiettivi, pianificare compiti complessi ed eseguirli interagendo con strumenti esterni, il tutto con una supervisione umana minima.

² SaaS: *Software as a Service* ossia software fornito come servizio, fatturato su base ricorrente per utente per un periodo determinato rinnovabile.

Grafico 1 — Il settore dei software sottoperforma ampiamente quello dei semiconduttori dalla fine del 2025
Performance del settore software rispetto a quello dei semiconduttori statunitensi in rapporto all'indice S&P 500, base 100 a gennaio 2025



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Due tipi di società di software

Questa rimessa in discussione del settore non ha tuttavia lo stesso impatto su tutti i segmenti. I software orizzontali, poco differenziati e incentrati su funzioni generiche di redazione, sintesi, assistenza, automazione semplice o interfaccia utente, appaiono oggi come i più esposti. Il loro valore può essere replicato più rapidamente da agenti intelligenti che propongono offerte competitive a costi inferiori. Viceversa, le piattaforme verticali, basate su dati proprietari, profondamente integrate nei flussi di lavoro critici delle imprese, soggette a normative o difficili da sostituire, continuano a presentare barriere all'ingresso più robuste.

Il software: una struttura a cinque livelli fondamentali

Per comprendere la gerarchia del rischio nell'ecosistema del software, occorre tornare alla struttura stessa di quest'ultimo. Il software si basa su cinque pilastri: (1) l'interfaccia utente (2) l'API³ (3) la logica di business (4) il database e (5) l'infrastruttura di hosting. Ora, non tutti questi pilastri sono interessati allo stesso modo dal boom dell'IA agentica. L'interfaccia è probabilmente il livello più minacciato, poiché un agente in grado di eseguire un'azione sulla base di una semplice istruzione riduce automaticamente il valore di una dashboard sofisticata. Anche la logica di business è esposta quando le regole prestabilite nel software possono essere riprodotte, in modo più flessibile, da un'IA che ragiona. In compenso, i database proprietari, la qualità degli accessi ai dati, le questioni relative alla governance, alla tracciabilità e alla sicurezza e, soprattutto, l'infrastruttura fisica di calcolo appaiono decisamente più difensive.

³ API: una *Application Programming Interface*, o interfaccia di programmazione delle applicazioni, è un insieme di regole e protocolli che consente a due software o servizi di comunicare e scambiarsi dati.



AZIONI

Questa chiave di lettura permette inoltre di evitare una trappola frequente nelle fasi di rivoluzione tecnologica: l'eccessiva generalizzazione. Certo, l'IA può teoricamente sostituire molte professioni basate sull'intermediazione delle informazioni, che si tratti di assistenza clienti, alcune funzioni legali, compliance, marketing, analisi o anche diversi servizi amministrativi. Ma la possibilità tecnologica non equivale automaticamente a una realtà economica su larga scala. Tra la dimostrazione di un'applicazione e la sua diffusione su larga scala si frappongono ostacoli legati alla regolamentazione, alla responsabilità, all'integrazione dei sistemi, alla governance e all'affidabilità. In altre parole, la paura della disruption può diffondersi molto rapidamente nei mercati, mentre la disruption vera e propria si concretizza spesso in modo più graduale, più costoso e più eterogeneo.

Per questo motivo è opportuno mantenere una visione pragmatica della situazione: storicamente, i cambi di paradigma tecnologico di rado hanno generato traiettorie lineari. Internet non ha distrutto immediatamente la stampa cartacea, il *cloud* non ha spazzato via dall'oggi al domani i vecchi modelli software e alcune aziende hanno saputo reinventarsi (come IBM o Corning), mentre altre non sono riuscite ad adattare il loro modello di business (come Xerox o Alcatel). La vera sfida non sta quindi nel designare troppo presto i vincitori e i vinti definitivi, ma nell'individuare i segmenti in cui il rapporto rischio/rendimento si è effettivamente deteriorato, rispetto a quelli in cui la correzione di mercato potrebbe aver superato la realtà fondamentale.

La disruption dell'IA ha tuttavia dei limiti

Allo stato attuale, lo scenario di una sostituzione generalizzata dei software con l'IA si scontra con diversi limiti. In primo luogo, i grandi modelli linguistici rimangono fondamentalmente probabilistici (soggetti a variazioni casuali), mentre gran parte dei software aziendali si inserisce in flussi di lavoro deterministici (basati su regole prestabilite e affidabili), in cui la ripetibilità, la verificabilità e l'affidabilità sono essenziali. Inoltre, acquistare un software non significa acquistare solo del codice. Significa anche acquistare una responsabilità, una garanzia di qualità e autenticità, un servizio di implementazione, la manutenzione, la conformità alle norme vigenti, aggiornamenti regolari e una forma di trasferimento del rischio verso lo sviluppatore. Infine, gli operatori più solidi dispongono spesso di dati aziendali proprietari accumulati nel corso di lunghi periodi, in particolare in settori quali sanità, assicurazioni, finanza o legale, dove questi asset rimangono difficili da replicare.

Infrastruttura IA: chi vince a medio termine

Mentre il mercato rivaluta pesantemente il settore del software, i semiconduttori e i titoli legati alle infrastrutture IA continuano invece a beneficiare di un sostegno strutturale. Nella fase attuale, l'IA è innanzitutto un'ondata di costruzione: data center, server, GPU⁴ (*Graphics Processing Unit*), reti, memoria, archiviazione, energia, raffreddamento e capacità industriali costituiscono la base materiale senza la quale non è possibile alcuna monetizzazione delle applicazioni. In questo senso,

questi attori continuano ad apparire come le “pale e i picconi” della corsa all'oro dell'IA. Quale che sia il vincitore finale a livello di applicazione, una parte di questa infrastruttura dovrà essere finanziata, realizzata e implementata.

Questa dinamica è rafforzata da un circolo virtuoso: man mano che i costi di inferenza⁵ diminuiscono, i casi d'uso si moltiplicano, l'adozione accelera e crescono le esigenze in termini di capacità di calcolo e, di conseguenza, di infrastruttura. Ecco perché il mercato ha finito per riqualificare alcune riduzioni dei costi non come minacce, ma come catalizzatori di adozione. In questo contesto, le società esposte alle infrastrutture avanzate di IA e alle strozzature della catena del valore restano quelle meglio posizionate.

La selettività diventa la parola chiave nel settore tecnologico

Dal nostro punto di vista, la correzione nel settore del software non deve quindi essere interpretata come un evento isolato, ma come l'inizio di un nuovo sistema di selezione. Il mercato diventa più esigente in termini di qualità degli asset, profondità dell'integrazione, proprietà dei dati, capacità di trasformare l'IA in vantaggio competitivo e resilienza del modello di monetizzazione. Il periodo in cui la crescita lineare e i margini elevati bastavano a giustificare premi di valutazione duraturi sembra giungere al capolinea. Si sta quindi affermando un nuovo criterio di valutazione, più prudente e selettivo.

⁵ Inferenza e addestramento (*training*): L'addestramento dell'IA è la fase iniziale dello sviluppo dell'IA, in cui un modello apprende. L'inferenza dell'IA, invece, è la fase successiva in cui il modello addestrato applica le proprie conoscenze a nuovi dati per formulare previsioni o trarre conclusioni.

Grafico 2 — La correzione del settore del software è relativamente storica: è piuttosto rara: è la terza volta in trent'anni che il settore ha trattato a sconto rispetto all'S&P-500

Differenziale (premio/sconto) del P/E a 12 mesi del settore del software statunitense rispetto all'indice S&P 500, dal 1996



Edmond de Rothschild, Bloomberg

⁴ GPU: una GPU (*Graphics Processing Unit*), o processore grafico, è un circuito integrato elettronico specializzato, progettato per accelerare l'elaborazione delle immagini, il rendering 2D/3D e i calcoli matematici paralleli.



I modelli di IA continueranno a beneficiare delle leggi di scala⁶

Nel medio e lungo termine, sottolineiamo che è altamente probabile che l'IA ci sorprenda nuovamente con funzionalità sempre più potenti e costi inferiori. Sebbene modelli come Claude o GPT-4, più recentemente, Mythos di Anthropic abbiano contribuito in larga misura a questo nuovo clima di timore di disruption, è utile ricordare che questi ultimi, come la maggior parte dei modelli di IA all'avanguardia odierni, sono stati addestrati sulle architetture di GPU e ASIC⁷ di penultima generazione (ChatGPT è addestrato su Nvidia Hopper, Google sui propri ASIC, Meta Spark su Nvidia Hopper, Claude Anthropic su un mix di Nvidia Hopper, ASIC Google e AWS, e Mistral su Nvidia Hopper). Inoltre, l'ultima generazione di architettura di GPU Nvidia, che rimane leader indiscussa in termini di potenza di calcolo per l'addestramento dei modelli, ossia la piattaforma Blackwell, viene utilizzata oggi per addestrare i futuri modelli di IA che saranno lanciati nei prossimi 6-12 mesi. A titolo informativo, l'architettura Blackwell offre prestazioni da 2 a 5 volte superiori rispetto alla precedente architettura Hopper per l'addestramento dei modelli e prestazioni quasi 30 volte più potenti per l'inferenza dei modelli. Di conseguenza, l'intelligenza dei modelli di IA dovrebbe continuare ad aumentare in funzione della potenza di calcolo e dell'hardware sottostante su cui vengono addestrati, un meccanismo noto anche come leggi di scala. Questo dovrebbe tradursi in un aumento costante delle capacità offerte dall'IA generativa e agentica, sia nel mercato consumer (utilizzo da parte di un singolo per conto proprio) che in quello aziendale, da cui deriva il timore dei mercati di una disruption del settore dei software tradizionali.

In questo contesto, preferiamo restare cauti nei confronti del settore del software, privilegiando al suo interno i titoli che godono di una posizione di mercato a basso rischio, ossia che hanno preferibilmente un modello verticalizzato, dispongono di dati proprietari, comportano un elevato costo di sostituzione per i loro clienti e possiedono la capacità di monetizzare l'IA senza cannibalizzare il proprio potere di determinazione dei prezzi, e le cui valutazioni riflettono aspettative di contrazione dei tassi di crescita esagerate rispetto alla realtà futura. Restiamo prudenti nei segmenti in cui la funzionalità è facilmente replicabile, la differenziazione è scarsa, il modello si basa esclusivamente sulla determinazione del prezzo per utente e in cui l'IA agentica può sostituire i flussi di lavoro.

Rimaniamo costruttivi sul tema dell'intelligenza artificiale

La nostra interpretazione a lungo termine rimane comunque positiva riguardo all'intelligenza artificiale nel suo complesso. Lo sviluppo delle architetture fisiche, l'aumento della potenza di calcolo e le leggi di scala suggeriscono che i modelli di IA continueranno a migliorare in termini di prestazioni. Questo andamento dovrebbe sostenere in modo duraturo la spesa per infrastrutture, accentuando al contempo la pressione concorrenziale sui segmenti del mercato del software più fragili. In questo contesto, gli investitori devono più che mai adottare un approccio selettivo nel settore del software: evitare le società orizzontali,

⁶ Le leggi di scala descrivono come le prestazioni di un modello variano all'aumentare dei dati, dei parametri e della potenza di calcolo. In generale, i modelli più grandi, addestrati su dati di qualità superiore, offrono prestazioni migliori.

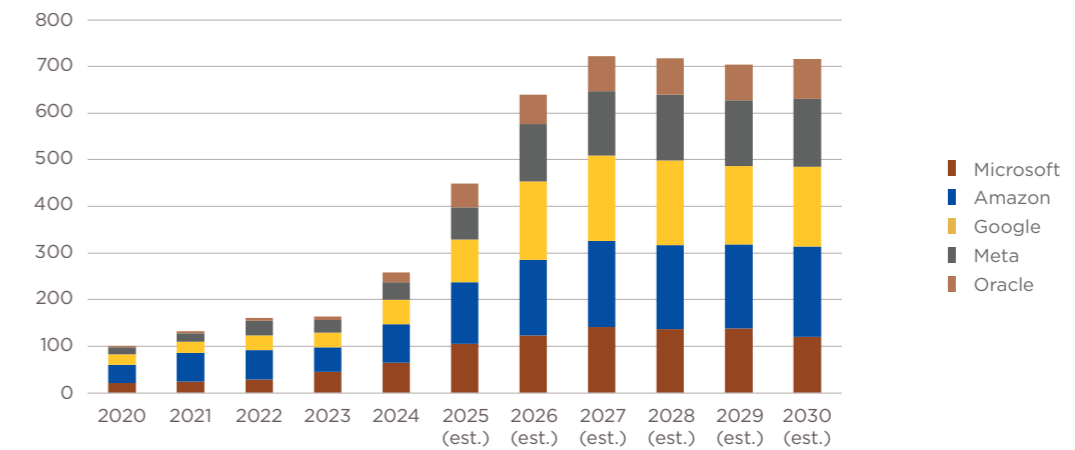
⁷ ASIC: I circuiti integrati specifici per un'applicazione (*Application Specific Integrated Circuit*) sono chip specializzati progettati per un unico compito, che offrono efficienza energetica e potenza di calcolo superiori. Si differenziano dalle GPU, più versatili.

le cui funzioni sono facilmente replicabili, e privilegiare le piattaforme verticali che dispongono di risorse proprietarie, i cui costi di sostituzione sono elevati e che sono in grado di utilizzare l'intelligenza artificiale come leva strategica, anziché subirla come fattore di banalizzazione dei propri servizi.

In conclusione, l'attuale divergenza tra semiconduttori e software riflette non tanto un'opposizione congiunturale quanto una ridefinizione più profonda della catena del valore tecnologico. Da un lato, l'infrastruttura coglie la visibilità delle spese e dei ricavi tangibili. Dall'altro, la rendita storica di una parte dei software è rimessa in discussione. Il mercato forse esagera nel breve termine la rapidità e la portata di certe disruption, poiché si tratta di movimenti di medio e lungo termine. Su un punto fondamentale, però, probabilmente ha ragione: l'IA accentuerà l'importanza della selettività e renderà più rischioso rispetto al passato avere un'allocazione indifferenziata all'interno del settore del software e, per estensione, all'interno del settore tecnologico.

Grafico 3 – Si prevede che le grandi società di cloud statunitensi (*hyperscalers*) spenderanno oltre 3 trilioni di dollari in infrastrutture IA entro il 2030

Spese in immobilizzazioni previste dal mercato per i principali *hyperscaler* statunitensi, in miliardi di dollari



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Investire in tempo di guerra

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Dalla seconda guerra mondiale in poi, l'andamento del mercato azionario durante i conflitti mostra una tendenza ricorrente: il mercato crolla subito dopo l'inizio del conflitto, per poi stabilizzarsi non appena gli investitori intravedono una de-escalation. Il mercato si riprende man mano che la fine delle ostilità si fa più probabile. Il conflitto in Iran dovrebbe seguire le stesse regole: per una ripresa dei mercati azionari servono una de-escalation e una prospettiva di pace.

Il conflitto tra Stati Uniti, Israele e Iran, avviato lo scorso 28 febbraio, ha finito per ripercuotersi su tutta la regione del Medio Oriente e si sta protrahendo da più tempo del previsto. Sebbene al momento della scrittura i negoziati siano in una fase di stallo, gli investitori sono rassicurati dai colloqui in corso e dalle proposte provenienti dall'Iran e dagli Stati Uniti, in un contesto in cui il cessate il fuoco non sembra essere a rischio. Ci stiamo avviando verso una risoluzione graduale, seppur intervallata da timori legati al perdurare della chiusura dello Stretto di Hormuz. Quali prospettive si intravedono attualmente? Su scala più ampia, come hanno reagito storicamente le azioni durante i conflitti?

Nel caso del conflitto iraniano, i mercati azionari e obbligazionari hanno inizialmente reagito in modo negativo a causa del rischio geopolitico e del rialzo dei prezzi dell'energia. Un aumento duraturo dei prezzi del petrolio e del gas naturale, causato dalla distruzione delle capacità produttive, provoca a sua volta un aumento dei rischi di inflazione e delle aspettative di rialzo dei tassi, come avvenuto nel 2022 dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

Tra i titoli azionari, i settori ciclici, in particolare quelli che dipendono dai prezzi del petrolio (turismo, viaggi, beni di consumo discrezionali), sono finiti sotto pressione, mentre i titoli energetici hanno registrato rendimenti positivi. Alcuni settori difensivi, come i servizi di comunicazione e le utility, hanno sovraperformato gli indici generali. L'Europa ha risentito maggiormente della crisi a causa della natura più ciclica dei suoi indici e della sua dipendenza dal petrolio Brent proveniente dal Medio Oriente, mentre gli Stati Uniti consumano maggiormente la loro produzione propria e lo S&P 500 è meno ciclico rispetto allo Stoxx 600.

Storicamente, come reagiscono gli investitori in periodo di conflitto?

I mercati iniziano a reagire negativamente nel momento in cui il conflitto scoppia. In media, i mercati perdono il 9% dall'inizio di una guerra, con le perdite maggiori tra i settori ciclici sensibili all'economia. L'intensità del conflitto determina l'entità delle perdite di mercato: dopo l'attacco a Pearl Harbor nel 1941, lo S&P 500 ha perso fino al 20% del suo valore,

all'inizio della guerra di Corea nel 1953 il 13% e durante la prima guerra del Golfo nel 1990 il 15%.

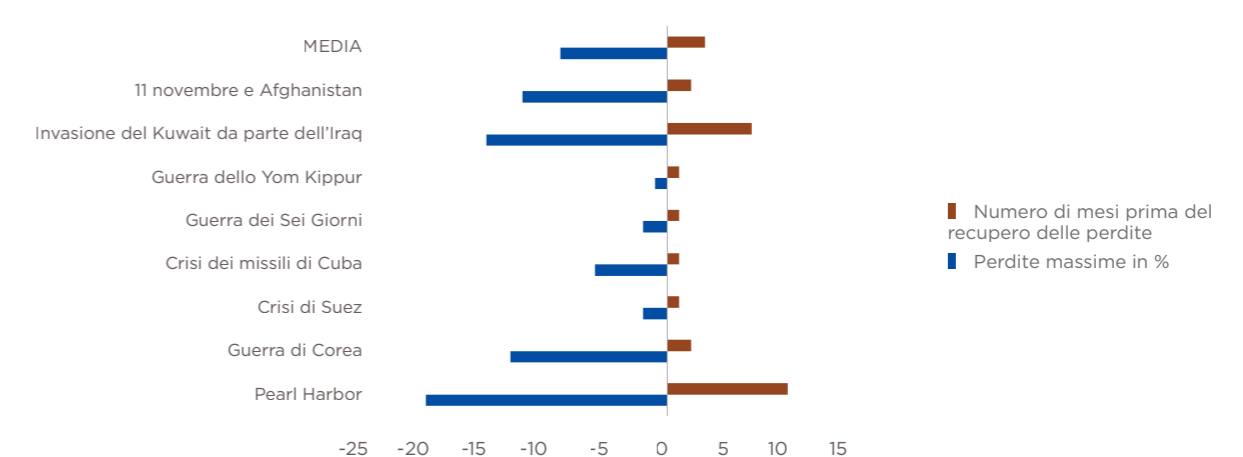
Successivamente, i mercati tendono a stabilizzarsi quando si intravede una de-escalation o almeno quando la situazione smette di peggiorare.

Fu così per la battaglia di Midway del giugno 1942, vinta dagli Stati Uniti, che fermò l'avanzata giapponese. Lo stesso accadde nell'ottobre del 1991, quando gli Stati Uniti ottennero l'appoggio di numerose nazioni per l'operazione Desert Storm in Iraq e la neutralità dei sovietici.

In prospettiva, man mano che si intravede un possibile cessate il fuoco, il mercato azionario tende a recuperare le perdite subite.

Fu quello che accadde circa venti mesi dopo Pearl Harbor, in seguito alla seconda vittoria navale degli Stati Uniti contro il Giappone a Guadalcanal. E fu quello che accadde anche quando l'operazione militare Desert Storm del 1991 dimostrò che l'Iraq non avrebbe resistito agli attacchi della coalizione, sebbene all'epoca il suo esercito fosse considerato il quarto al mondo. Durante la seconda guerra del Golfo, l'indice S&P 500 cominciò a riprendersi ad aprile del 2003, dopo la caduta di Saddam Hussein. **In media, i mercati impiegano tre mesi per recuperare le perdite subite.** Inoltre, dal 1945, nei dodici mesi successivi allo scoppio di un conflitto hanno registrato in media un rialzo del 9%.

Grafico 1 — Perdite massime e numero di mesi necessari per compensare le perdite iniziali



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Quali prospettive per questo conflitto?

Riteniamo improbabile un crollo dell'attuale regime della Repubblica Islamica. D'altra parte, anche un conflitto di lunga durata sembra poco probabile, poiché comprometterebbe la popolarità di Donald Trump e il potere d'acquisto dei cittadini statunitensi prima delle elezioni di metà mandato. L'attuale campagna dovrebbe quindi protrarsi ancora per diverse settimane. La situazione potrebbe distendersi se l'Iran si trovasse indebolito, con le scorte di missili e i leader politici decimati.

Tuttavia, l'attuale cessate il fuoco dovrebbe essere rispettato, il che implica l'assenza di un'escalation (fatta eccezione per il breve termine, in cui ciascuna delle parti cercherà di ottenere una posizione di forza in vista dei negoziati) e un graduale avvicinamento verso una risoluzione. Anche gli altri Stati del Golfo colpiti dall'estensione degli attacchi all'intera regione potrebbero contribuire alla risoluzione del conflitto. Un allentamento della situazione sembra essere una priorità per Trump, poiché le conseguenze politiche ed economiche stanno iniziando a rivelarsi troppo dannose. Il tempo gioca a sfavore sia di Trump che del regime iraniano, motivo per cui è probabile che per una risoluzione del conflitto servano diverse settimane.

Come in occasione di precedenti grandi conflitti, riteniamo che i mercati tenderanno a salire quando la risoluzione e la riapertura dello Stretto di Hormuz saranno all'orizzonte e a performare bene nei mesi successivi alla fine del conflitto. Prevediamo quindi volatilità a breve termine sui mercati azionari, con una sovraperformance dei titoli difensivi, e poi una ripresa a medio termine trainata dai titoli ciclici. I titoli sensibili all'andamento del prezzo del petrolio e ai tassi delle banche centrali, tra cui lusso, viaggi e società finanziarie, possono essere accumulati in fase di ribasso durante il conflitto, in attesa dell'auspicata sovraperformance che dovrebbe seguire un cessate il fuoco.

A medio termine, il conflitto non rimette in discussione la nostra visione costruttiva sulle azioni. Restiamo quindi leggermente fiduciosi su questa asset class. Una forte diversificazione dei portafogli azionari tra diversi settori e il mantenimento di un'esposizione ai titoli difensivi consentono di affrontare meglio questi periodi. Per gli investitori con una maggiore propensione al rischio, è consigliabile aumentare l'esposizione ai titoli più ciclici, che dovrebbero sovraperformare quando il conflitto cesserà. Lo scenario ottimistico - sebbene poco probabile - di un'apertura alla ricostruzione dell'Iran e di un calo significativo dei prezzi del petrolio potrebbe addirittura fornire un nuovo catalizzatore al rialzo per i mercati azionari.

Quando la guerra stimola l'innovazione tecnologica

Dal punto di vista strutturale, i conflitti sono spesso degli acceleratori di sviluppo, se non addirittura degli incubatori di nuove tecnologie, come il sottomarino durante la guerra di secessione, il carro armato durante la prima guerra mondiale, il radar durante la seconda guerra mondiale, i missili Patriot utilizzati per la prima volta durante la guerra del Golfo del 1991 o, infine, i droni a partire dalla guerra in Ucraina. L'attuale conflitto in Medio Oriente mostra che l'Iran è in grado di bloccare lo stretto di Hormuz e colpire obiettivi nei Paesi vicini con mezzi limitati, come droni tecnicamente poco sofisticati che, secondo gli esperti, hanno un costo di produzione compreso tra i 20.000 e i 30.000 dollari l'uno. Intercettarli crea un problema di sostenibilità, perché i missili anti-drone sono costosi: per costruire un Patriot, ad esempio, servono oltre 4 milioni di dollari. Alla luce di questa esperienza, si stanno studiando nuove tecniche per intercettare e abbattere i droni. Tra queste, il laser, che non è mai stato sviluppato negli ultimi decenni per mancanza di potenza

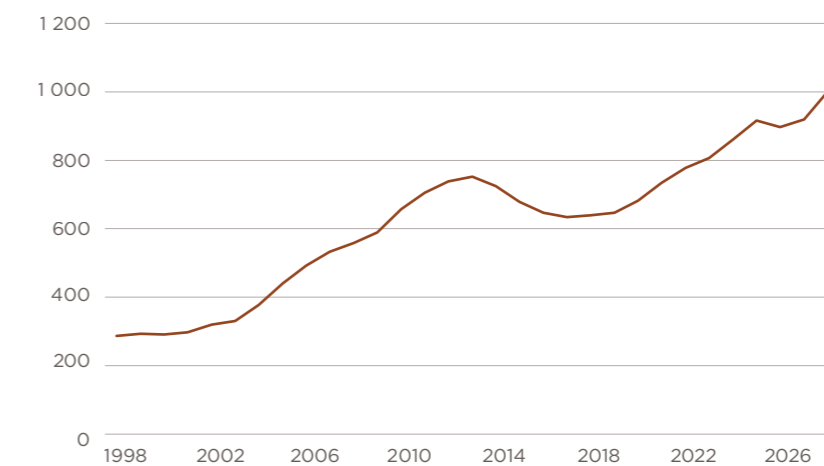


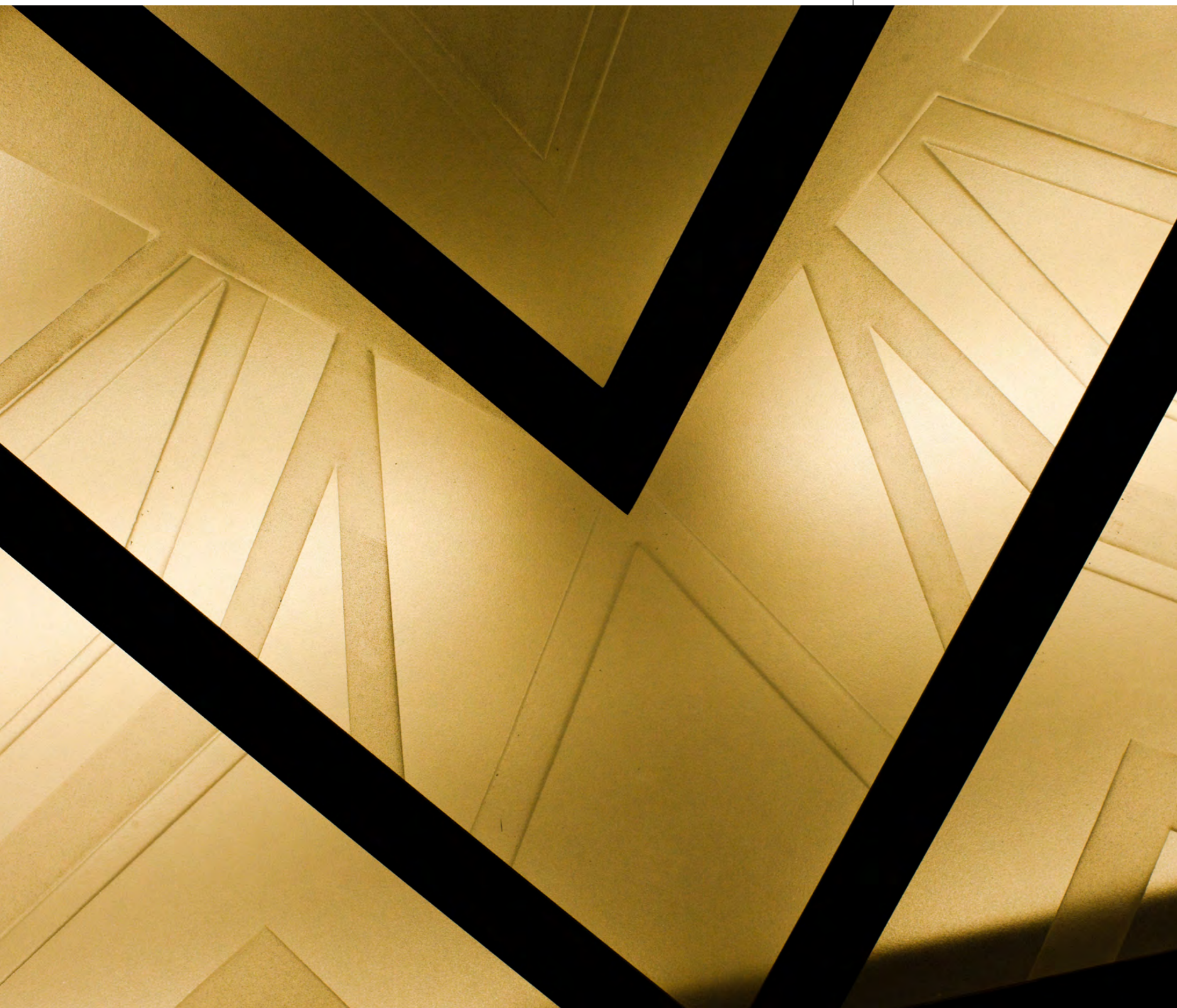
energetica sufficiente su un lanciatore decentralizzato. Il suo sviluppo potrebbe essere accelerato da una maggiore capacità di accumulo di energia, da batterie più durature e da una maggiore precisione, al punto da costituire, secondo diversi esperti, la nuova panacea contro i droni militari. A più lungo termine, il laser potrebbe trovare un impiego sempre più diffuso in applicazioni non militari.

Da questo conflitto emerge anche la riluttanza delle forze armate statunitensi ad accettare perdite umane, poiché, al momento della stesura di questo articolo, gli Stati Uniti non hanno avviato alcuna operazione di terra, nonostante molti osservatori la ritenessero necessaria per accelerare la risoluzione del conflitto. Lo sviluppo dei robot militari, ancora in fase di studio, potrebbe quindi subire un'accelerazione, sia che si tratti di robot per il trasporto di materiale, lo sminamento, le missioni di ricognizione e, perché no, in un futuro più lontano, di robot soldati. Questo cambierebbe le carte in tavola per numerose operazioni militari, poiché comporterebbe potenzialmente un minor numero di vittime, e quindi una minore riluttanza a intervenire.

Una conseguenza più diretta della crisi in Iran sarà sicuramente l'aumento dei bilanci militari: quello degli Stati Uniti, da un lato, per ricostituire le scorte di armi, in particolare missili, dopo il conflitto, e quello dei Paesi del Golfo confinanti con l'Iran, dall'altro, che vorranno rafforzare i loro mezzi di difesa e intercettazione. Questo vale soprattutto per Dubai, che dovrà dimostrare di essere in grado di proteggere i suoi cittadini e gli stranieri facoltosi che risiedono in città per mantenere la sua attrattiva. La fine dei conflitti è spesso accompagnata da un simile riarmo. La situazione in Medio Oriente potrebbe quindi avere effetti a lungo termine, anche dopo una de-escalation e indipendentemente dalla durata delle ostilità, favorendo un'accelerazione e uno sviluppo sostenuto di questi settori.

Grafico 2 — Budget di difesa degli Stati Uniti per anno, in miliardi di dollari





Philippe Druillet (nato nel 1944), applique luminosa,
ordine speciale per i saloni della banca, Parigi, Francia.

Focus Speciale



Miti e Realtà nelle tendenze di consumo delle nuove generazioni

Nadjat Hamrouni, CFA

Sustainable Investment Solutions Director

Darius Bakhtari

Research Analyst, Global Investment Research

I pattern di consumo delle giovani generazioni, e in particolare della Generazione Z (o Gen Z, ossia le persone nate tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2010), vengono spesso descritti come paradossali. Da un lato, la maggior parte di questi consumatori mostra di avere forti convinzioni in materia di sostenibilità, etica e responsabilità ambientale. Dall'altro, fanno un uso massiccio di piattaforme che incarnano un modello di consumo veloce, accessibile economicamente e poco sostenibile, sia nell'ambito della cosiddetta *fast fashion* che nei servizi di consegna cibo a domicilio. Questo contrasto apparente è stato a lungo interpretato come una contraddizione generazionale. Tuttavia, questa interpretazione tende a sottostimare il ruolo dei vincoli economici, tecnologici e cognitivi che ormai determinano le decisioni di acquisto. In realtà, i consumi dei giovani sono meno paradossali di quanto sembrano. Sono razionali, ponderati e condizionati, al crocevia di tre grandi direttrici: potere d'acquisto, digitalizzazione e aspirazioni di benessere e sostenibilità. Le giovani generazioni guardano da questa prospettiva i settori che prediligono: consumi digitali, salute, sport, immagine personale, ma anche impegno politico.

Sostenibilità e prezzo: un paradosso ingannevole

Per diversi anni, l'opinione prevalente sui consumi dei giovani è stata quella della contraddizione. Eppure gli studi mostrano una realtà più sfumata. I dati empirici confermano che esiste un divario tra intenzioni e comportamenti. In questo senso, sebbene il 64%¹ dei giovani della Gen Z dichiara di essere disposto a pagare di più per prodotti etichettati come sostenibili, quasi il 40%² rifiuta concretamente di sostenere un sovrapprezzo in situazioni di acquisto reali, soprattutto nel settore dei viaggi.

Questo divario non è tuttavia un'incoerenza morale, quanto piuttosto una scelta obbligata. I comportamenti di consumo sono determinati da una combinazione di fattori: pressione sul potere d'acquisto, onnipresenza del digitale, ascesa dell'intelligenza artificiale e trasformazione delle strutture di spesa. I recenti studi sul *conscious consumer* (o consumatore responsabile) aiutano a fare luce su questa dinamica. Evidenziano tre fattori interdipendenti che coesistono ed entrano in tensione ad ogni decisione: benessere, pragmatismo finanziario e valori personali³.

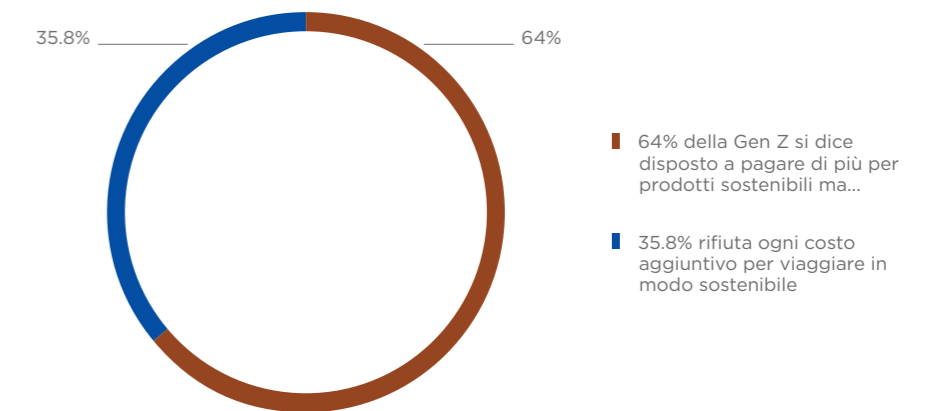
¹ Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey.

² Trip.com Sustainable Travel Consumer Report 2024.

³ Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness wealth and values collide.

Grafico 1 — Le 3 forze alla base dei consumi dei giovani

Il "paradosso" si spiega soprattutto con le scelte tra budget, digitalizzazione e ricerca del benessere



1. Potere d'acquisto

30%

della Gen Z non si sente finanziariamente sicuro.

24,1%

dei giovani di età compresa tra i 15 e i 29 anni dell'UE è esposto al rischio di povertà o esclusione sociale.

2. Digitalizzazione

97%

dei giovani tra i 16 e i 29 anni dell'UE utilizza Internet ogni giorno.

84%

dei giovani tra i 16 e i 24 anni dell'UE ha acquistato online nel 2025.

3. Benessere

47%

degli intervistati cita la salute come priorità di acquisto.

6,8 > 9,8 T\$

Trilioni di dollari. Dimensioni previste del mercato mondiale del benessere, 2024-2029E.

Edmond de Rothschild, Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey, Eurostat, Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness wealth and values collide, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 marzo 2026

Il potere d'acquisto come radice dei comportamenti

Il potere d'acquisto continua a essere il principale fattore determinante dei comportamenti di consumo. Secondo diversi sondaggi, quasi la metà della Gen Z⁴ non si sentirebbe finanziariamente sicura. In Europa, un quarto dei giovani di età compresa tra i 15 e i 29 anni⁵ è esposto al rischio di povertà o esclusione sociale. In questo contesto, il costo della vita rimane per molti la preoccupazione principale, relegando le questioni ambientali in secondo piano.

Di conseguenza, il ricorso al *low-cost* non è tanto una scelta opportunistica, quanto una questione di mera accessibilità economica. In questo senso, le piattaforme digitali consentono di mantenere un certo livello di consumi nonostante le ristrettezze finanziarie.

I consumi dei giovani sono ormai indissolubilmente legati al digitale, che non rappresenta più solo un canale, ma una vera e propria infrastruttura decisionale. In Europa, quasi tutti i giovani utilizzano Internet quotidianamente e oltre l'80% effettua acquisti online⁶.

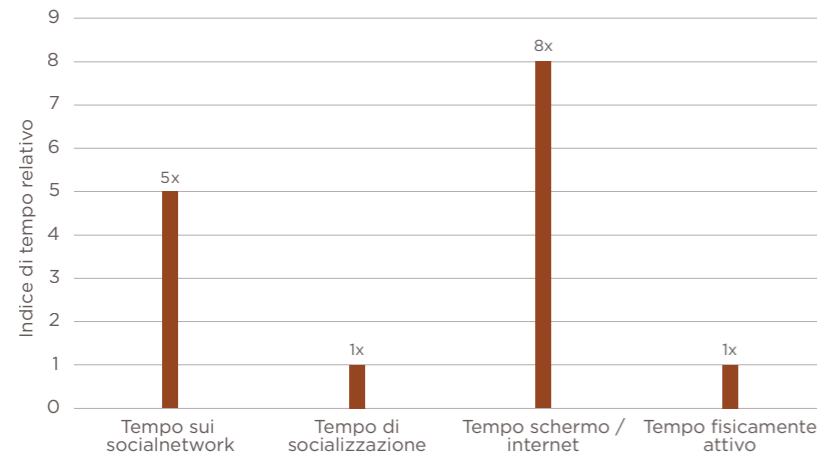
⁴ Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey.

⁵ Eurostat.

⁶ Eurostat — Statistiche sull'e-commerce per privati.



Grafico 2 – Riorganizzazione del tempo: una vita quotidiana sempre più incentrata sugli schermi



Edmond de Rothschild, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 marzo 2026

L'intelligenza artificiale accelera ulteriormente questo movimento. Secondo uno studio di Capgemini pubblicato nel luglio 2024⁷, oltre la metà degli utenti che utilizzano l'IA generativa per gli acquisti ha già sostituito i motori di ricerca tradizionali con questi strumenti per ottenere consigli sui prodotti e il 60% dichiara di fidarsi dei servizi e dei prodotti suggeriti.

Al di là dei vincoli economici, il *fast consumption* risponde di fatto a un'altra realtà: il sovraccarico cognitivo. Secondo lo studio di Bank of America del 2026⁸, l'ambiente digitale genera un'esposizione costante alle informazioni, fonte di affaticamento mentale e difficoltà nel prendere decisioni. In questo contesto, le soluzioni che combinano semplicità, rapidità e chiarezza risultano particolarmente allettanti. Acquistare, ordinare o prenotare in pochi clic riduce lo sforzo mentale, il che pone il *fast consumption* al centro dell'economia della semplificazione.

I modelli di Shein, Uber Eats e Airbnb illustrano perfettamente questa trasformazione. Nonostante le differenze settoriali, si basano su una logica comune: prezzo basso, disponibilità immediata, interfaccia intuitiva ed esperienza fluida. Questi attori non si limitano a proporre prodotti o servizi: offrono una riduzione dell'attrito e una gratificazione immediata. Nella moda, nelle consegne o nei trasporti, la rapidità e la semplicità si affermano quindi come attributi fondamentali del valore.

⁷ Capgemini Research Institute 2024, What Matters to Today's Consumer 2024.

⁸ Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 marzo 2026.

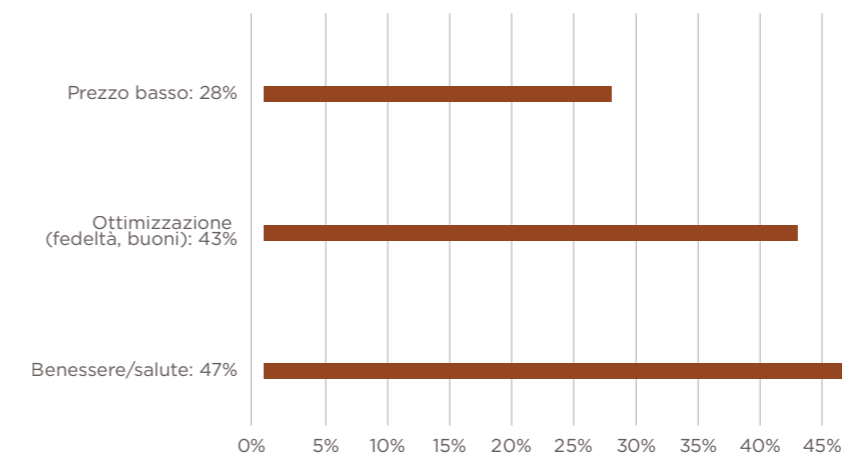
Consumi sempre più polarizzati

Più che una transizione graduale verso un consumo più responsabile, si osserva in realtà una crescente polarizzazione. Tre dinamiche strutturano questa evoluzione:

- **Polarizzazione economica:** i consumatori scelgono tra spese minime estremamente accessibili e acquisti premium mirati;
- **Polarizzazione degli usi:** i consumatori risparmiano su alcune spese quotidiane per poter continuare a concedersi esperienze;
- **Polarizzazione morale:** la sostenibilità è desiderata, ma subordinata alla semplicità e al costo.

Grafico 3 – Le principali scelte di consumo delle giovani generazioni

Questo grafico offre una panoramica delle principali scelte che strutturano i comportamenti delle giovani generazioni. Non si propone di scomporre un budget di consumo, poiché le categorie non si escludono a vicenda e possono rientrare contemporaneamente in diverse logiche di utilizzo.



Edmond de Rothschild, Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness, wealth and values collide

In realtà, i giovani combinano tre logiche: *low-cost* per l'accessibilità, l'usato per l'ottimizzazione e i prodotti premium mirati per il soddisfacimento del bisogno di identificazione e il benessere, relegando la fascia media al rango di segmento subordinato. Il consumatore si trova quindi di fronte a un dilemma costante tra sostenibilità, prezzo e semplicità. Questo divario, spesso definito *say-do gap* (letteralmente il divario tra il dire e il fare), è ampiamente documentato⁹. La sostenibilità è un valore nelle intenzioni, ma rimane condizionata dal suo costo, dalla sua semplicità e dalla sua compatibilità con gli usi. L'interrogativo cardine diventa quindi strategico: **è possibile rendere la sostenibilità un'opzione semplice e accessibile quanto il *low-cost*?**

⁹ Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey; Trip.com Group Sustainable Travel Consumer Report 2024.



I fattori critici di successo oggi sono l'accessibilità percepita, un'esperienza fluida, la dimostrazione chiara di impatto, la piena integrazione digitale. Conseguentemente le società meglio posizionate in futuro saranno quelle in grado di coniugare efficienza economica e responsabilità senza complicare l'esperienza del consumatore.

Il consumo delle giovani generazioni non è un paradosso, ma il frutto di un sistema di scelte razionali effettuate in presenza di vincoli. È caratterizzato da un'accelerazione degli usi, da un aumento delle aspettative e da una frammentazione dei comportamenti. Il futuro dei consumi non sarà né totalmente sostenibile né esclusivamente *low-cost*, ma piuttosto un ibrido. La sfida non sta quindi nel trasformare il consumatore, ma nell'adattare i modelli economici a questa nuova realtà.

Quali sono i settori più apprezzati dai giovani?

La chiave di lettura è ormai chiara: le giovani generazioni non discriminano tra esperienze di consumo immediato e aspirazioni di lungo periodo, ma combinano entrambi. In questo contesto, alcuni operatori di mercato sembrano meglio posizionati per intercettare una domanda che è al tempo stesso vincolata, digitalizzata e orientata al benessere.

Consumi digitali:

Il radicamento nell'uso della tecnologia digitale da parte delle giovani generazioni non rappresenta più solo un'evoluzione dello stile di vita, ma ridisegna in modo duraturo le scelte di consumo. Secondo *Reviews.org*, nel 2025 gli statunitensi consultavano in media lo smartphone circa 186 volte al giorno¹⁰ e trascorrevano quasi sette ore online, un tempo di gran lunga superiore a quello dedicato alle interazioni sociali di persona. In pratica sarebbe come spendere quasi 44 anni della propria vita guardando degli schermi. Questo processo è destinato ad intensificarsi nelle generazioni future generazionali, dato che i più giovani sono ancora più connessi. Per gli investitori, questa tendenza continua a sostenere le piattaforme, le infrastrutture di attenzione, i modelli di abbonamento, nonché gli ecosistemi in grado di monetizzare un utilizzo quotidiano, ricorrente e fortemente integrato nella vita delle persone. Man mano che le nuove generazioni acquisiranno maggior potere d'acquisto con l'avanzare dell'età, mantenendo al contempo le stesse abitudini digitali, queste tendenze dovrebbero accentuarsi ulteriormente.

Il limite massimo del 25-30% della spesa dei consumatori effettuata tramite e-commerce, spesso presentato come insuperabile a causa della necessità del consumatore di vedere il prodotto "dal vivo" (ad esempio per valutare la qualità del tessuto o il colore di un capo di abbigliamento) o di usufruire fisicamente del servizio (come nel caso di un personal trainer), potrebbe essere superato negli anni 2030 grazie alle abitudini digitali delle nuove generazioni. Oltre agli usi di consumo, anche i social network contribuiscono a plasmare determinate rappresentazioni e preferenze collettive.

¹⁰ *Reviews.org*, 2026 Cell Phone Usage Stats (data 2025).

Infine, anche il mondo finanziario dovrebbe subire profonde trasformazioni dettate dalle preferenze delle nuove generazioni. Le banche tradizionali dovrebbero accelerare la propria digitalizzazione sotto la pressione delle neobanche, progettate sul modello delle "super-app"¹¹. Anche i metodi di pagamento potrebbero subire la crescente disintermediazione offerta dalle infrastrutture *blockchain*¹² utilizzate dalle criptovalute. Queste ultime potrebbero continuare ad affermarsi come asset class alternativa agli occhi tra gli investitori di una generazione cresciuta con esse: circa la metà della Gen Z e dei *Millennials* (nati tra il 1980 e il 1995) ha già posseduto criptovalute, contro solo il 10% dei *Baby Boomers* (nati all'incirca tra il 1945 e il 1965).

Salute fisica e mentale:

Questa iperconnessione ha però un costo. La crescente digitalizzazione degli stili di vita va di pari passo con un aumento delle patologie fisiche e psichiche, che vanno dall'obesità alla miopia, passando per l'ansia, la depressione e alcune forme di solitudine cronica. Secondo alcune stime, il costo economico di questi problemi di salute ammonta ad almeno 7.000 miliardi di dollari all'anno, pari a circa il 6% del PIL mondiale. Le giovani generazioni sono tra le più esposte al fenomeno: secondo il *Cigna 2024 Vitality Index*, quasi due terzi della Gen Z statunitense dichiarano di sentirsi soli¹³, la percentuale più alta tra tutte le generazioni; allo stesso tempo, la diffusione media dell'ansia negli Stati Uniti è raddoppiata tra il 2010 e il 2022, con l'aumento più marcato nella fascia d'età 18-25 anni, dove è aumentata di 2,6 volte. Anche il forte aumento della miopia riflette questa tendenza di fondo: nel 2050 oltre il 60% dei giovani di età compresa tra i 20 e i 24 anni potrebbe soffrirne, contro il 37% del 2000. Questa pressione sanitaria crea un terreno fertile per gli operatori che si occupano di salute mentale, optometria, prevenzione, diagnosi e trattamento delle patologie legate all'uso dei dispositivi digitali.

Esperienze:

Parallelamente, i giovani consumatori continuano a privilegiare le spese legate alle esperienze, non solo per il loro valore d'uso immediato, ma anche per la loro dimensione sociale e simbolica. Eventi dal vivo, concerti, ristoranti, uscite e viaggi occupano un posto sempre più importante nelle scelte di bilancio, talvolta a scapito di alcune spese materiali più tradizionali. Questo fenomeno si ricollega direttamente alla polarizzazione descritta in precedenza: i consumatori riducono alcune spese quotidiane per poter mantenere quelle che generano ricordi, emozioni o visibilità sociale. Dal punto di vista degli investimenti, questo favorisce gli attori che operano nei settori del tempo libero, dell'ospitalità, delle prenotazioni, della ristorazione esperienziale e, più in generale, tutti i modelli in grado di trasformare la spesa in un momento condivisibile e percepito come identitario. Viceversa, il modello di crescita degli attori più tradizionali, incentrati sulla vendita di prodotti agroalimentari destinati al consumo domestico, è parzialmente rimesso in discussione.

¹¹ Una super-app è un'applicazione mobile "all-in-one" che riunisce, all'interno di un'unica interfaccia, una moltitudine di servizi distinti (messaggistica, pagamenti, mobilità, shopping, ecc.).

¹² Una *blockchain*, o catena di blocchi, è una tecnologia digitale per l'archiviazione e la trasmissione di informazioni che funziona senza un'autorità centrale. Concepita inizialmente nel 2009 per il Bitcoin, da allora è stata estesa a numerosi altri utilizzi.

¹³ Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 marzo 2026.

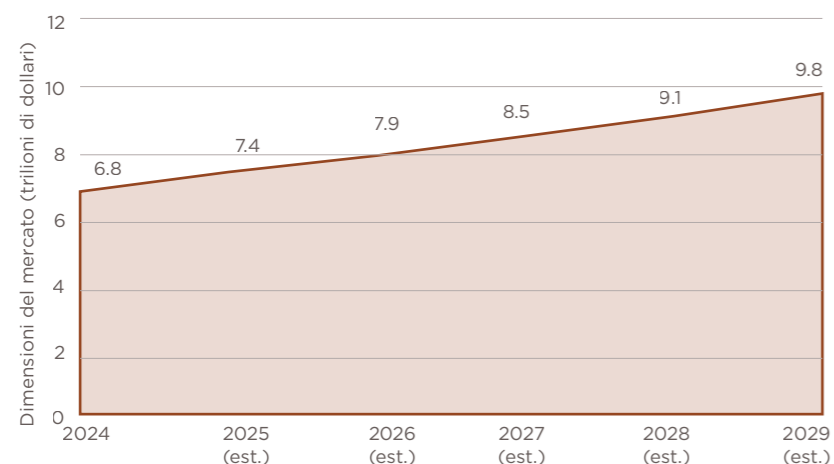


Sport:

Dato il ruolo sempre più invasivo che la tecnologia digitale gioca nelle nostre vite la spesa per attività sportive e benessere sembra assumere un ruolo “riequilibratore”. Secondo una ricerca di Bank of America il mercato globale del benessere potrebbe raggiungere nel 2029 i 10 mila miliardi di dollari confermando la natura strutturale e non ciclica di tale domanda. Il punto chiave è che questa ricerca del benessere non è in contraddizione con i comportamenti di consumo frenetico descritti sopra: anzi, vi risponde. La stessa generazione può cercare prezzi bassi, comodità e immediatezza in alcune voci del budget e allo stesso tempo considerare imprescindibili le spese per lo sport, la tutela della salute e l'equilibrio personale. Per gli investitori, questo sostiene i segmenti del fitness, delle attrezzature sportive, dei *wearables*¹⁵, della nutrizione, del sonno e dei servizi legati alle prestazioni fisiche e mentali. In questo contesto, i produttori di abbigliamento sportivo beneficiano di un bacino di crescita sostenibile, grazie all'abitudine delle giovani generazioni di praticare sport, ma anche alla loro volontà di sfoggiare un look sportivo, denominatore comune di molti membri della Gen Z. La capacità di innovazione dei marchi e l'attrattiva dei valori che questi incarnano dovrebbero consentire loro di posizionarsi in prima linea per trarre vantaggio dall'aumento del potere d'acquisto dei giovani nei prossimi anni.

Grafico 4 — Crescita del mercato mondiale del benessere

Il benessere appare come una forza riequilibrante di fronte alla crescente intensificazione degli usi digitali.



Edmond de Rothschild, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 marzo 2026

Animali da compagnia:

Alcuni studi hanno anche dimostrato che trascorrere del tempo con un animale da compagnia può aumentare in modo significativo i livelli di ossitocina (un neurotrasmettitore che favorisce, tra l'altro, la riduzione dello stress) e ridurre il cortisolo, il principale ormone dello stress nell'essere umano. In tal senso, la proprietà di animali da compagnia da parte delle generazioni più giovani è in aumento e con essa il corrispondente budget per spese veterinarie e alimentazione. Secondo l'American Pet Products Association, circa il 16% dei membri della Gen Z possiede un animale domestico, rispetto al 14% del 2020 e all'11% del 2018. I membri della Gen Z tengono particolarmente ai loro animali da compagnia. Pur non essendo un fenomeno esclusivo di questa generazione, la tendenza a considerare l'animale come un membro della famiglia sembra particolarmente marcata tra i consumatori più giovani. Le società che producono vaccini, alimenti e persino articoli per il tempo libero destinati agli animali da compagnia trarranno beneficio da questa tendenza.

Estetica e immagine di sé:

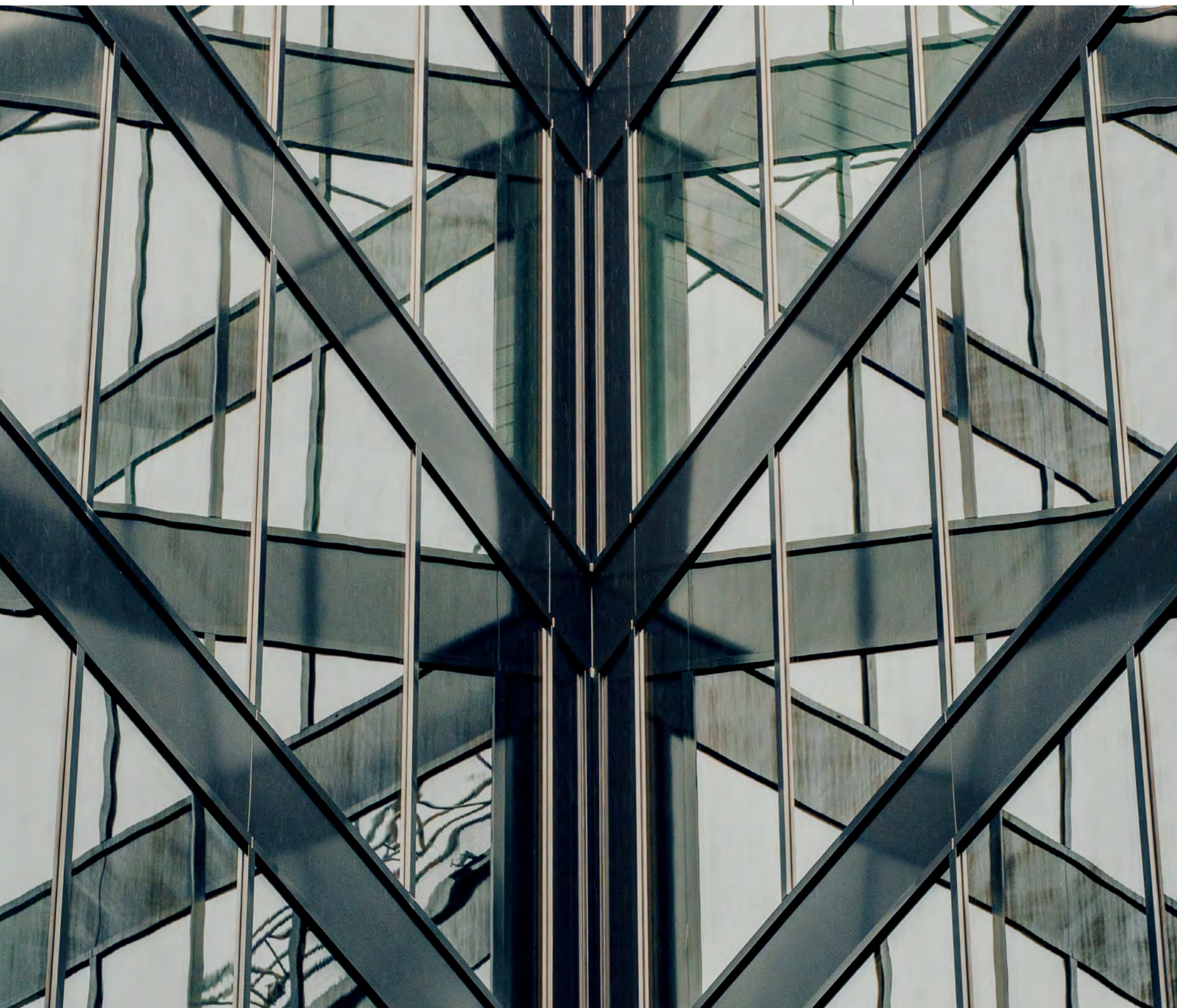
Anche l'economia dell'immagine beneficia di questo riequilibrio. L'onnipresenza dei social media, l'esposizione continua ai contenuti audiovisivi e lo stimolo costante a mostrarsi nella propria forma migliore rafforzano l'attenzione dedicata all'aspetto fisico, alla cura di sé e alle routine di benessere. Bellezza, alimentazione sana, attività fisica e cura di sé non sono più solo consumi discrezionali: si inseriscono in logiche di presentazione di sé, disciplina personale e segnale sociale. Questa dinamica favorisce le imprese in grado di coniugare desiderabilità, relativa accessibilità, influenza digitale e frequenza d'uso, in particolare nei settori della bellezza, della cura della persona, della nutrizione funzionale e dei servizi correlati. I produttori di cosmetici hanno inoltre l'opportunità di posizionarsi in una fascia di mercato più alta grazie all'innovazione apportata ai loro prodotti e ai progressi nella personalizzazione tramite l'IA.

Consumi polarizzati piuttosto che virtuosi

Considerati nel loro insieme, questi schemi non indicano un consumo più virtuoso in senso stretto, ma un consumo più selettivo, più polarizzato e più coerente con i vincoli reali delle giovani generazioni. Le aziende che più probabilmente potranno beneficiare da tale cambiamento potrebbero rilevarsi meno “sostenibili” ma cionondimeno in grado di offrire una combinazione ideale tra utilità, accessibilità, facilità di utilizzo, intensità digitale e valore percepito. In altre parole, l'ascesa della Gen Z, e potenzialmente della generazione Alpha che la segue, dovrebbe andare a vantaggio soprattutto dei modelli di business in grado di rispondere naturalmente in questa duplice logica generazionale da un lato consumo immediato, dall'altro ricerca di “ribilanciamento” attraverso esperienze di qualità, salute, benessere, lo sport, l'immagine di sé. Queste abitudini, profondamente radicate nelle giovani generazioni, dovrebbero persistere o addirittura intensificarsi in futuro, quando questi giovani cresceranno e disporranno di un reddito più elevato. Le società ben posizionate per trarre vantaggio da tale sviluppo potranno aspettarsi crescita più elevata e durevole in termini di fatturato e profitti.

¹⁴ Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 marzo 2026.

¹⁵ Dispositivi indossabili connessi (orologi, braccialetti, sensori) che consentono di monitorare l'attività fisica, il sonno o determinati indicatori di salute.



Dettaglio architettonico della nostra nuova sede legale nel cuore dell'ecoquartiere dell'Etang, Ginevra, Svizzera.

Obbligazioni

Rendimenti Governativi? più alti, più a lungo

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

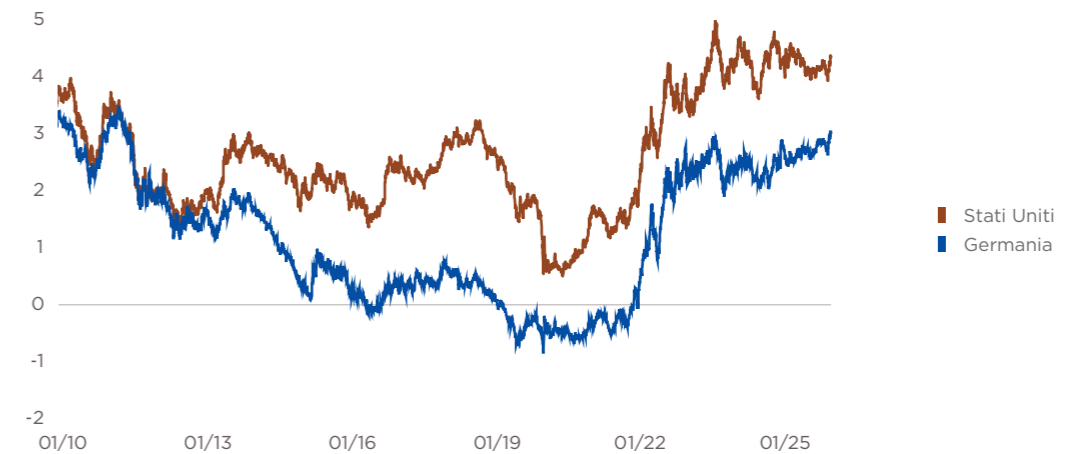
In un contesto geopolitico teso, fonte di elevata volatilità e di aumento dei prezzi dell'energia, i mercati obbligazionari hanno reagito con veemenza nel mese di marzo, rivedendo al rialzo il premio per l'inflazione attesa. In questo contesto, con deficit fiscali importanti e la questione della sostenibilità del debito sovrano ancora critica per molti Paesi, riteniamo che i rendimenti governativi dovrebbero rimanere sostenuti ancora a lungo con il rischio inflazionistico legato al conflitto medio orientale a rappresentare un ulteriore elemento di criticità. I bilanci delle imprese rimangono molto solidi a dispetto del maggior grado di incertezza, il che rappresenta un vantaggio per il credito corporate. I rendimenti rimangono interessanti, ma richiedono l'adozione di un approccio selettivo tra i vari settori e segmenti.

Il contesto geopolitico spinge i tassi d'interesse al rialzo

Il contesto macroeconomico internazionale si è notevolmente complicato dalla fine di febbraio per effetto di uno shock energetico legato alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Questa situazione ha provocato un rapido aumento dei prezzi del petrolio e del gas, impattando le aspettative di inflazione e determinando un forte rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato. Il rialzo è dovuto a un adeguamento, da parte dei mercati monetari, delle aspettative relative all'andamento dei tassi d'interesse delle banche centrali. L'aumento del premio per l'inflazione si aggiunge al premio di credito, che rimane elevato a causa dei notevoli deficit e del rapporto debito/PIL, critico per molti Paesi. In questo contesto, i rendimenti a lungo termine dei Paesi del G7 sono aumentati sensibilmente nel 2026 e dovrebbero rimanere elevati per molto tempo. Dall'inizio del conflitto iraniano, infatti, i rendimenti tedeschi sono aumentati di circa 35 punti base, raggiungendo il massimo dal 2011 al 3,70%, ossia un aumento di 60 punti base in poche settimane. Ma tale tendenza si registra anche a livello globale con tensioni sui mercati sovrani britannico, canadese, statunitense e persino svizzero.



Grafico 1 — Andamento delle previsioni sui tassi delle banche centrali per il 2026 prima e dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente



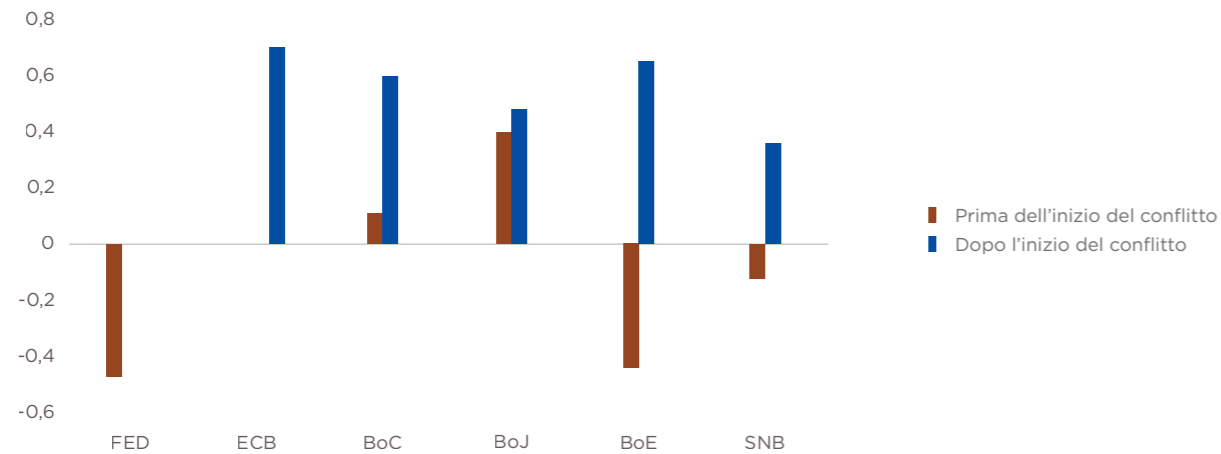
Bloomberg, Edmond de Rothschild

Le conseguenze di un aggiustamento delle aspettative di politica monetaria

L'aumento dei rendimenti obbligazionari è dovuto principalmente alla rivalutazione delle aspettative di inflazione in funzione dell'aumento dei prezzi dell'energia e del premio di rischio geopolitico. In questo senso, le aspettative di politica monetaria sono cambiate rapidamente nel giro di poche settimane. Mentre fino a poco tempo fa i mercati scontavano il mantenimento di un status quo o addirittura un taglio dei tassi da parte della Banca centrale europea (BCE) nel 2026, ora contemplanò la possibilità di due rialzi dei tassi nel 2026. Stando ai prezzi di mercato, la probabilità di un primo aumento dei tassi prima dell'estate è del 100%. Questo adeguamento non è confinato all'eurozona, ma riguarda anche la Bank of England, la Banca nazionale svizzera e, in misura minore, la Federal Reserve statunitense (Fed). Per tutte queste banche centrali, per tutte queste banche centrali l'aggiustamento delle aspettative degli investitori è stato significativo. Nella sua riunione di marzo, la Fed ha confermato la previsione di un taglio dei tassi nel 2026, condizionandola però a un'attenuazione significativa dell'inflazione. Il ha reagito e non sconta più un calo dei tassi nel 2026. La storia recente evidenzia che le banche centrali comunicano per ancorare le aspettative di inflazione ed evitare un "effetti di secondo ordine" con un aumento dei salari volto a compensare l'aumento dei prezzi. Durante i precedenti periodi di forte rialzo del prezzo del petrolio, come nel 2007-2008 e nel 2010-2011, la Fed non aveva aumentato i tassi, mentre la BCE aveva adottato una politica monetaria più restrittiva nella primavera del 2011, salvo poi abbassare di nuovo i tassi a causa della crisi del debito sovrano, una mossa che da allora è stata percepita come un errore di politica monetaria in Europa.



Grafico 2 — Andamento delle previsioni sui tassi delle banche centrali per il 2026 prima e dopo l'inizio del conflitto in Medio Oriente



Bloomberg, Edmond de Rothschild

In questo contesto, le principali economie sviluppate si confrontano con un rischio macroeconomico asimmetrico, caratterizzato da un'inflazione potenzialmente più persistente e da una crescita resa fragile dall'aumento dei costi energetici. Il fattore principale alla base del recente andamento dei mercati rimane il repentino aumento dei prezzi dell'energia. Il prezzo del petrolio Brent ha superato i 115 dollari al barile alla fine di marzo, contro i circa 72 dollari di fine febbraio, con un balzo di quasi il 70% in poche settimane. Anche i prezzi del gas naturale in Europa sono cresciuti sensibilmente. Nonostante questo aumento, i livelli attuali rimangono inferiori a quelli osservati durante la crisi energetica del 2022, quando il petrolio aveva raggiunto quasi 140 dollari e il gas europeo aveva superato i 340 €/MWh. Riteniamo che il contesto del 2026 sia molto diverso da quello del 2022, quando lo shock dell'offerta energetica si era sommato a uno shock di domanda, provocato dalle politiche di sostegno legate alla crisi del Covid, e a uno shock delle supply chain. In questo scenario, il rischio di inflazione sembra più contenuto nel 2026 rispetto al 2022. Inoltre, cresce il rischio che grava sulla crescita economica, come dimostrano la revisione al ribasso delle previsioni di crescita europea da parte della BCE e il calo dei PMI per questa zona, mentre nel 2022 il sostegno fiscale post-Covid aveva alimentato con forza la ripresa dell'economia.

Obbligazioni sovrane ancora poco attraenti

Per quanto riguarda il segmento obbligazionario, i titoli di Stato non sembrano particolarmente interessanti. I governi dei Paesi sviluppati restano infatti fortemente indebitati e le politiche fiscali attualmente in vigore negli Stati Uniti, in vista delle elezioni di medio termine, in Giappone, con gli annunci di tagli fiscali ed elezioni legislative anticipate, o ancora in Europa, con il piano di investimenti nella difesa e nelle infrastrutture, non sono tali da ridurre i disavanzi nel corso del 2026. Di conseguenza, gli investitori dovrebbero continuare a prestare particolare attenzione al term premium dei titoli di Stato e a richiedere rendimenti a lungo termine più elevati. A breve termine, un aumento dei prezzi del petrolio più prolungato di quanto inizialmente previsto avrebbe un effetto inflazionistico, che danneggerebbe i titoli di Stato e potrebbe indurre le banche centrali a inasprire la politica monetaria, anche se il mercato sembra esagerare l'entità della futura stretta.

Restare selettivi nella scelta delle obbligazioni corporate

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, la domanda rimane sostenuta nonostante il forte volume di emissioni registrato all'inizio dell'anno e nonostante gli indici di volatilità VIX e MOVE (*Merrill Lynch Option Volatility Estimate*) siano saliti a seguito delle tensioni geopolitiche. I rendimenti assoluti offerti rimangono al di sopra delle medie di lungo periodo, rendendo questo segmento obbligazionario interessante in termini di rischio/rendimento. Inoltre, i bilanci delle imprese rimangono solidi, con fondamentali che beneficiano di un basso rischio di recessione e di un contesto finanziario favorevole. Tuttavia, l'aumento dei rendimenti a lungo termine – qualora dovesse protrarsi nel tempo – potrebbe incidere sulla solvibilità dei settori più indebitati ed essere fonte di maggiore allargamento degli spread di credito. Per questo motivo, nel settore delle obbligazioni societarie diventiamo più selettivi sui rapporti di indebitamento.



Obbligazioni corporate emergenti: fondamentali solidi malgrado le incertezze in Medio Oriente

Lisa Turk

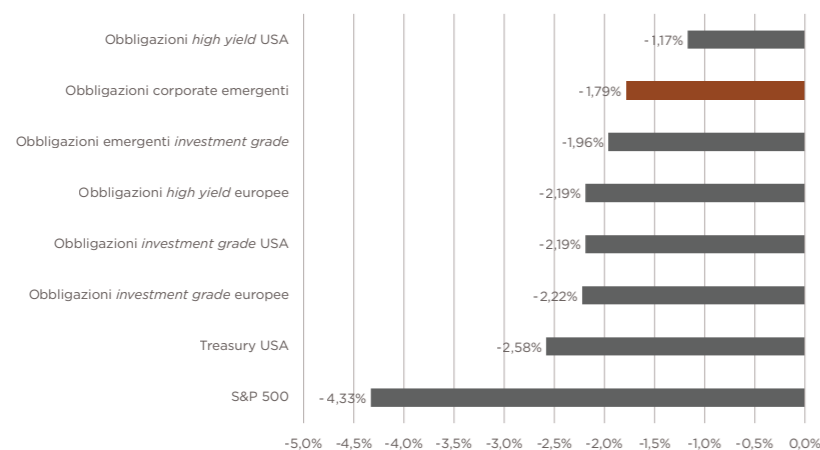
Emerging Credit Portfolio Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

Rami Boustany

Head of Fixed Income Credit Research, Global Investment Research

Mentre i mercati emergenti sono stati al centro del dibattito geopolitico dall'inizio del conflitto in Medio Oriente, l'impatto sui mercati del debito emergente, (EM), è rimasto finora contenuto rispetto a quanto accaduto su altre classi di attivo. Il conflitto ha riaperto soprattutto i timori inflazionistici legati all'aumento del prezzo del petrolio, penalizzando maggiormente le obbligazioni a lunga scadenza a prescindere dalla qualità dell'emittente. Di contro le obbligazioni corporate emergenti grazie a scadenze generalmente più brevi hanno dato prova di un maggior grado di stabilità dei corsi. L'asset class ha tratto altresì beneficio dall'esposizione a regioni lontane dall'area del conflitto beneficiando al contempo dell'aumento del prezzo del greggio.

Grafico 1 — Performance di diversi indici di riferimento dall'inizio del conflitto in Medio Oriente (27.02-23.03.2026)



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Già prima dell'inizio del conflitto, numerosi fattori strutturali giocavano a favore del debito societario emergente, come testimoniava il forte ritorno dei flussi sin dalla metà del 2025. Questo rinnovato interesse è tuttora sostenuto dal rafforzamento degli scambi commerciali Sud-Sud, dalla volontà degli investitori di diversificare i propri portafogli, dalla debolezza del dollaro che avvantaggia i paesi emergenti che si indebitano in questa valuta, da una crescita dinamica, dai rendimenti interessanti ed infine dall' e dall'aumento dei prezzi delle materie prime.

Sovraperformance di lungo termine delle obbligazioni emergenti

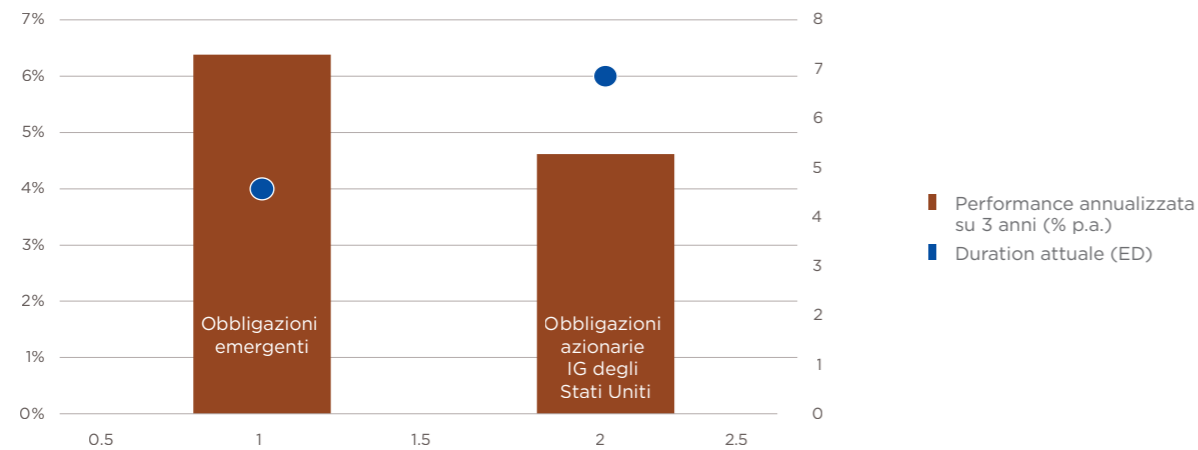
Molti paesi dell'America Latina, dell'Africa, del Medio Oriente o dell'Asia estraggono ed esportano risorse quali metalli di base, oro. La loro crescita è stata stimolata dall'impennata dei prezzi di queste materie prime, in particolare a seguito della pandemia di COVID-19 e dello squilibrio che la fine dei lockdown e i massicci piani di rilancio economico hanno provocato sulle supply chain. Inoltre, i molti Paesi emergenti sono caratterizzati da una forte crescita demografica associata a un aumento del potere d'acquisto, il che costituisce un'importante leva di crescita dei ricavi per le imprese orientate ai mercati interni, come le società attive nei settori delle telecomunicazioni e dei beni di consumo.

Gli investitori possono così diversificare i propri portafogli attraverso obbligazioni societarie emergenti denominate in dollari, un'asset class che offre rendimenti a lungo termine superiori a quelli delle obbligazioni dei mercati sviluppati e che può presentare alcuni vantaggi tecnici, quali una duration generalmente più breve o cedole relativamente elevate che consentono opportunità di carry. Questa sovraperformance di lungo termine è in parte dovuta a premi di rischio potenzialmente più elevati, legati in particolare al rischio Paese, che può essere alimentato da una situazione geopolitica, dalla vulnerabilità all'inflazione e da istituzioni governative o sistemi di governance aziendale talvolta meno solidi. Peralto le performance in tale asset class sono tutt'altro che omogenee, per cui la selettività e la gestione attiva dei rischi risultano determinanti, in particolare durante crisi come quella dell'attuale conflitto in Medio Oriente che sta mettendo sotto pressione le obbligazioni delle società dei Paesi del Golfo e dei Paesi importatori netti di petrolio come la Turchia, a differenza di altre regioni che si dimostrano più resilienti.



OBBLIGAZIONI

Grafico 2 — Performance annualizzate sugli ultimi 3 anni e duration attuali: obbligazioni corporate emergenti vs. statunitensi Investment Grade



Bloomberg, Edmond de Rothschild

America Latina, grande vincitrice della dinamica delle materie prime

Nel contesto attuale, caratterizzato da crescenti tensioni geopolitiche, polarizzazione politica negli Stati Uniti e frammentazione in Europa, il debito dei mercati emergenti continua a offrire opportunità interessanti. L'America Latina, grande beneficiaria della domanda di materie prime e della ridefinizione delle supply chain, esercita quindi un forte richiamo sugli investitori. La maggior parte dei Paesi latinoamericani, che sono prevalentemente esportatori netti di petrolio e lontani dal conflitto, sta traendo vantaggio dall'aumento dei prezzi dell'energia, mentre gli effetti negativi rimangono per il momento limitati ad alcune compagnie aeree, con un impatto disomogeneo a seconda della loro copertura del rischio energetico. Uno stallo del conflitto potrebbe certamente pesare sulla crescita mondiale ma, allo stato attuale, non è questo il nostro scenario di base. Tassi di crescita del PIL ancora solidi (Argentina 3,1%, Colombia 2,7%, Perù 3%, Cile 2,5%, Brasile 1,8%; crescita prevista dai mercati per il 2026) e un panorama politico che da diversi trimestri sta favorendo partiti di destra che sostengono il clima degli investimenti nella regione. Diverse elezioni previste per il 2026 (Brasile, Perù, Colombia) potrebbero rafforzare questa tendenza con politiche potenzialmente più favorevoli al settore privato.

La maggiore esposizione dell'asset class alle materie prime rappresenta inoltre un tema promettente per il debito delle società emergenti. Al di là del settore energetico, la dinamica dei metalli (rame, cobalto, zinco, alluminio, litio, oro, argento, palladio) rimane sostenuta da fattori strutturali quali la transizione energetica, i data center, l'automazione e la corsa agli armamenti, in un contesto di cronico sottoinvestimento nel settore minerario. Questa combinazione avvantaggia sia gli emittenti direttamente esposti ai metalli sia i settori correlati (trasporti, logistica, finanza).

Il debito corporate emergente rimane quindi al centro di una logica di diversificazione dei portafogli, con l'America Latina che oggi si impone come una delle regioni privilegiate dagli investitori. Al momento, il conflitto in Medio Oriente ha riacceso più i timori di inflazione legati al petrolio che quelli di una recessione, come dimostrano i premi di rischio rimasti stabili. Con una duration relativamente breve, questa asset class sembra piuttosto ben equipaggiata per affrontare l'attuale volatilità dei tassi.

Grafico 3 — Indice S&P GSCI dei prezzi delle materie prime (marzo 2016 - marzo 2026)



Edmond de Rothschild, Bloomberg



Foto di Ludovic Minet, Four Seasons Hotel,
Megève, Francia.

Private debt

Mercato del private debt: crescita solida negli ultimi anni

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

Alexander De Bruin

Head of Fund Research

Il mercato del private debt, che ha registrato una forte crescita negli ultimi anni, ha subito un aggiustamento delle valutazioni negli ultimi mesi. Questa correzione è legata, da un lato, ai dubbi sulla sostenibilità di alcune società tecnologiche connessi allo sviluppo dell'IA e, dall'altro, al livello persistentemente elevato dei tassi di interesse. Allo stato attuale, non ravvisiamo alcun rischio sistemico per il settore bancario, poiché le dimensioni del mercato e la sua esposizione rimangono moderate.

Il mercato del private credit è valutato a oltre 2.000 miliardi di dollari a livello mondiale. Negli Stati Uniti il private debt attualmente è pari al 6% del PIL nominale, contro l'1% nel 2008. Il private debt è cresciuto a ritmo sostenuto negli ultimi anni. Nell'ultimo decennio, mentre il debito societario è cresciuto in media del 5,5% all'anno, i prestiti bancari sono aumentati solo del 3,5%, a fronte di una crescita del private debt del 14,5%.

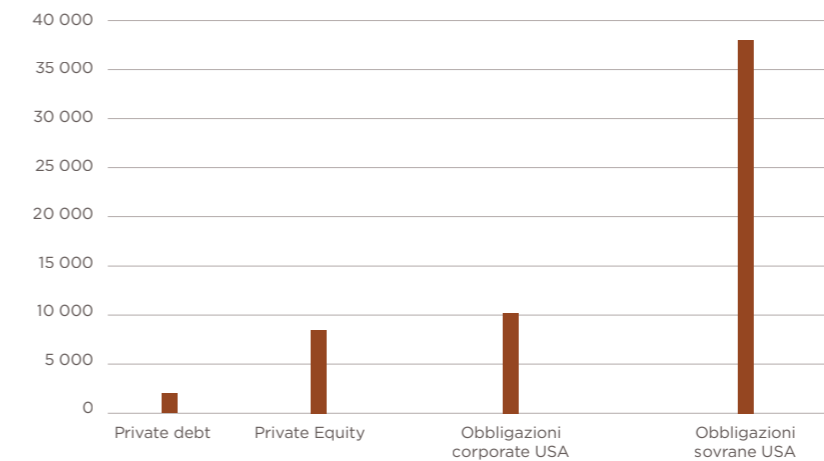
Le ragioni di questo fenomeno sono due:

- I nuovi requisiti patrimoniali più elevati per le banche statunitensi e gli stress test periodici introdotti dopo la crisi finanziaria del 2008, oltre alle nuove norme prudenziali in Europa.
- Tassi di interesse bassi negli anni 2010 e fino al 2022, che hanno spinto molti investitori istituzionali a ricercare rendimenti più elevati, in particolare nel settore del private debt.

Tuttavia, sebbene la crescita sia stata significativa negli ultimi dieci anni, il mercato del private debt rimane di dimensioni relativamente modeste rispetto a quello delle obbligazioni sovrane (38.000 miliardi di dollari per le obbligazioni statunitensi) e delle obbligazioni societarie quotate (10.000 miliardi complessivi per il mercato investment grade e high yield statunitense).



Grafico 1 — Ammontare totale dei mercati del debito negli Stati Uniti, in miliardi di dollari, all'inizio del 2026



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Quali tensioni si registrano attualmente su questo mercato?

Da alcuni trimestri questa asset class si trova ad affrontare difficoltà legate in particolare a fallimenti societari, tra cui quelli del finanziere automobilistico statunitense Tricolor Holdings, del rivenditore statunitense di ricambi First Brand Group o ancora della società di gestione patrimoniale britannica MFS. Ulteriori problemi sono stati determinati dalle limitazioni ai riscatti imposte da alcuni grandi fondi d'investimento, in particolare dai fondi di private debt di Blue Owl Capital. Blackstone ha innalzato la soglia di rimborso del suo fondo di punta BCRED per far fronte alle richieste di riscatto senza precedenti. Anche il colosso BlackRock ha limitato i riscatti dal suo fondo HPS Corporate Lending Fund, pari a 26 miliardi di dollari, dopo aver ricevuto richieste di rimborso per 1,2 miliardi di dollari nel primo trimestre, pari al 9,3% del suo valore patrimoniale netto. Anche il fondo di private debt Cliffwater Corporate Lending Fund ha dovuto far fronte a richieste di rimborso superiori al 7% del suo fondo di private credit da 33 miliardi di dollari.

Infine, di recente la banca JPMorgan ha rivalutato al ribasso il suo portafoglio di private debt, evidenziando ulteriormente il deterioramento della qualità degli emittenti all'interno di questo mercato. Il recente aumento delle aspettative sui tassi di interesse delle banche centrali, volto a contrastare l'inflazione alimentata dal conflitto in Medio Oriente, insieme alla diffidenza degli investitori verso alcuni settori come il software (dove l'intelligenza artificiale solleva interrogativi sulla capacità di monetizzare gli investimenti), accentuano la pressione su queste società spesso poco capitalizzate, soggette a una regolamentazione solo parziale, indebitate e non particolarmente trasparenti in merito alla loro redditività.

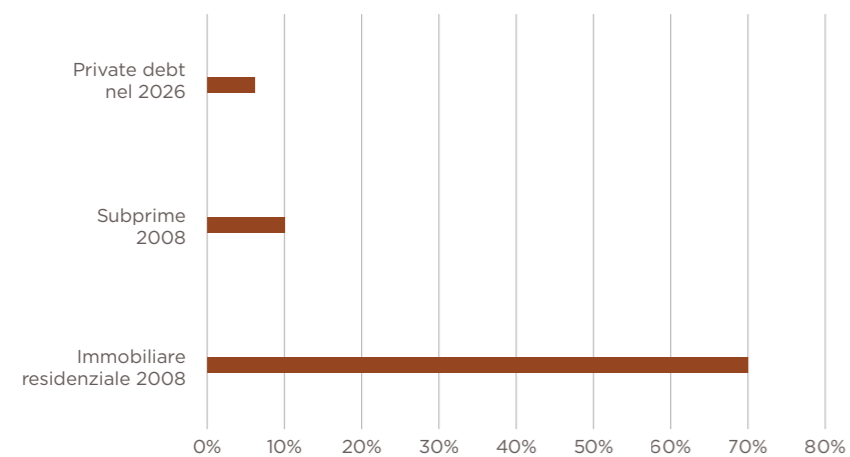


PRIVATE DEBT

Esiste un rischio sistemico in questa fase?

A nostro avviso no, principalmente perché il peso del private debt nell'economia non è in alcun modo paragonabile a quello dei mutui ipotecari statunitensi nel 2008 quando scoppiò la crisi di liquidità dei subprime (70% del PIL, di cui il 10% riferito ai mutui subprime). A nostro giudizio, il mercato globale del private credit non è in crisi, ma sono presenti diverse condizioni per un ciclo di volatilità più marcato, che potrebbe essere accentuato dall'opacità del settore e dall'attuale concentrazione settoriale.

Grafico 2 — Peso del debito in percentuale del PIL statunitense, 2008 vs 2026



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Le recenti tensioni sono rimaste finora di natura idiosincronica e non hanno contagiato gli altri segmenti del credito, in particolare quello *high yield*. La svalutazione del private debt avviene quindi in modo ordinato e selettivo: i prestiti ai settori ritenuti più rischiosi (come software e automotive) sono sotto pressione, mentre le altre esposizioni in private debt non lo sono. Le valutazioni dei veicoli quotati di private debt hanno effettivamente risentito di queste tensioni negli ultimi mesi, ma in misura decisamente inferiore rispetto a quanto visto durante la crisi finanziaria del 2008. Inoltre, gli spread del settore bancario e assicurativo restano orientati positivamente e in linea con il resto del mercato, a dimostrazione dell'assenza di tensioni sul mercato interbancario: nel 2008, ricordiamolo, i tassi sui prestiti interbancari erano invece schizzati alle stelle. Ciò si spiega con la moderata esposizione di questi settori al private debt. Le esposizioni delle compagnie di assicurazione al private debt appaiono relativamente contenute (pur con un certo potenziale di crescita) e si attestano attualmente intorno al 6% del loro attivo. L'esposizione del settore bancario al private debt vale oggi circa il 10% dell'attivo.

Come posizionarsi in questo contesto?

Il private credit sembra attraversare una crisi di fiducia dopo anni di crescita agevole, in un contesto di tassi bassi e di trasparenza non sempre elevata su alcuni investimenti. La crisi è visibile nei settori esposti al rischio di disruption (in particolare quello del software e dell'automobile), ma non mette in discussione questa forma di finanziamento né impatta le altre asset class obbligazionarie (in particolare il debito quotato). Il rischio, quindi, non risiede nell'investimento in private debt in quanto tale, poiché il private credit è spesso garantito da collateral senior, il che implica potenziali tassi di recupero elevati. Il rischio riguarda piuttosto il fatto che l'aumento della leva finanziaria di alcune società produca un effetto valanga in caso di rallentamento dell'attività per le aziende in difficoltà. Poiché il mercato tende ad anticipare ed enfatizzare i rischi futuri in alcuni settori, è probabile che i fondi di private debt subiscano ulteriori revisioni di valutazione. La strategia migliore consiste nel diversificare l'esposizione obbligazionaria, in particolare verso il debito quotato, ed evitare portafogli eccessivamente concentrati nei settori più rischiosi. È inoltre opportuno analizzare con maggiore attenzione la qualità dei sottostanti. Questa visione costruttiva potrebbe essere rimessa in discussione qualora il conflitto in Medio Oriente dovesse protrarsi a lungo. In effetti, un contesto di crescita più debole e tassi più elevati rischierebbe di colpire il private debt più del debito quotato (dato il maggior grado di rischio del primo), anche se questo non rappresenta al momento il nostro scenario principale.

Infine, sul fronte azionario, il private debt rappresenta una quota modesta dell'esposizione di banche e compagnie di assicurazione. I financials europei sembrano meno esposti rispetto alle controparti statunitensi. Alla luce del rischio di reazioni eccessive da parte del mercato, la volatilità delle banche e delle assicurazioni USA potrebbe risultare, nel breve termine, superiore a quella delle controparti europee, a parità di altre condizioni.



Dettaglio, reception della banca, Ginevra, Svizzera

Mercato dei cambi



Mercati dei cambi: guerra, inflazione e crisi economica

Jean-Marc Guillot
Tesoriere Gruppo

La presidenza di Donald Trump continua ad essere caratterizzata da un elevato livello di incertezza e da una forte volatilità sui mercati finanziari. Il 28 febbraio, insieme a Israele, gli Stati Uniti hanno dato inizio a un conflitto armato con la Repubblica Islamica dell'Iran, eliminando la Guida Suprema e numerosi alti funzionari del regime. Il miraggio di una campagna rapida e circoscritta è svanito rapidamente, lasciando spazio all'ipotesi di un conflitto latente con ripercussioni su tutti i Paesi confinanti con l'Iran. Come temuto, lo Stretto di Hormuz è stato rapidamente bloccato e i missili iraniani hanno colpito infrastrutture energetiche chiave in Qatar, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti. Il rombo del cannone, lo spettro di una crisi petrolifera e del gas e il timore di un blocco del commercio internazionale hanno riacceso le tensioni sui mercati finanziari. L'inflazione è riemersa con forza, insieme ai timori di un rallentamento economico. Il dollaro ha ripreso il suo ruolo di bene rifugio nei periodi di conflitto, mentre l'oro ha risentito della sua elevata liquidità e dei forti rialzi messi a segno a inizio anno. Il franco svizzero rimane sotto pressione, rendendo più difficile il compito della Banca nazionale svizzera (BNS). L'euro comincia a risentire della situazione piuttosto sfavorevole in cui versa l'Europa a causa dell'elevata dipendenza energetica del vecchio continente, sia dal gas che dal petrolio.

Banche centrali e crisi iraniana

Negli Stati Uniti, il mercato non si aspetta più un taglio dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve prima di luglio 2027, nonostante l'arrivo di Kevin Warsh alla guida dell'istituto e le chiare aspettative espresse da Donald Trump. Il rischio di un ritorno dell'inflazione preoccupa gli investitori, così come il rischio di un rallentamento economico. Gli indici di borsa hanno inizialmente segnato una battuta d'arresto e messo alla prova i propri livelli di supporto in risposta all'impatto del conflitto in Medio Oriente e del blocco dello stretto di Hormuz. Successivamente, ogni volta che si è affacciata la speranza di una fine del conflitto, gli indici hanno registrato rimbalzi, alimentando una forte volatilità diffusa. Di conseguenza, il dollaro statunitense ha recuperato terreno rispetto a tutte le valute. Il biglietto verde beneficia della stabilizzazione del suo carry positivo in risposta al rischio di un ritorno dell'inflazione e svolge il suo consueto ruolo di bene rifugio in un contesto di conflitto internazionale. Il Dollar Index ha infatti guadagnato il 5% tra il minimo di gennaio e il massimo di febbraio 2026. Tuttavia, sarebbe necessario un superamento deciso di quota 100,35 affinché l'indice possa proseguire la sua corsa verso 102,85 e

potenzialmente 104,60, mentre l'area 97,50/98 offre un solido supporto. È improbabile che le aspettative sui tassi d'interesse e sull'inflazione si invertano rapidamente, alla luce dell'attuale contesto geopolitico e degli attacchi iraniani ai siti di produzione energetica.

In Svizzera, la situazione è leggermente diversa da quella degli Stati Uniti. Sebbene il mercato stia nuovamente valutando la possibilità di un prossimo aumento dei tassi di riferimento da parte della Banca nazionale svizzera, con un rialzo dello 0,25% previsto per settembre 2026, l'istituto centrale si trova ad affrontare una situazione alquanto complicata. Gli ultimi dati sull'inflazione relativi al mese di marzo hanno registrato un +0,30%, un livello ancora abbastanza prossimo alla soglia della deflazione. In occasione della riunione del comitato di politica monetaria di marzo, la BNS aveva optato per lo status quo, mantenendo il tasso allo 0%, pur dichiarandosi pronta a intervenire sul mercato valutario per evitare un apprezzamento eccessivo del franco. Arrivato a 0,90 a metà marzo, il cambio EUR/CHF continua a rappresentare un tema di preoccupazione per la BCE. I recenti rialzi del del dollaro USA contro il franco svizzero, da 0,76 a 0,80, e dell'euro contro il franco, da 0,90 a 0,9250, hanno allentato la pressione. Questi livelli sono sufficientemente bassi da contenere l'inflazione importata senza dover aumentare i tassi di breve termine, e al contempo abbastanza elevati da tenere a bada il rischio di deflazione. La BNS dovrebbe quindi puntare a mantenere una certa stabilità intorno ai livelli attuali nelle prossime settimane. Nel medio-lungo periodo, il cambio EUR/CHF dovrebbe continuare a convergere verso area 0,94/0,95, mentre il cambio USD/CHF verso 0,84.

Grafico 1 — US Dollar Index



Bloomberg, Edmond de Rothschild



L'Europa non è riuscita ad esprimere una posizione unitaria sul ruolo che deve svolgere nel conflitto in corso. Come sempre, la mancanza di coesione politica rimane percepita dagli investitori come un punto debole e tende a pesare sul corso dell'euro. Inoltre, l'Europa appare totalmente dipendente dal Medio Oriente per il proprio approvvigionamento energetico. I bombardamenti iraniani contro impianti di produzione di gas e petrolio in altri Paesi del Golfo fanno quindi temere il peggio. Il blocco dello stretto di Hormuz si ripercuote anche sull'Europa attraverso il commercio di altri prodotti, in particolare i fertilizzanti destinati al settore agricolo. Sul fronte della politica monetaria, il ritorno annunciato dell'inflazione ha indotto gli investitori ad anticipare un rialzo dello 0,50% dei tassi di riferimento della BCE entro la fine dell'anno. Tuttavia, l'errore storico commesso da Jean-Claude Trichet, ex presidente della Banca centrale europea, che nel 2011 aveva aumentato i tassi in modo troppo drastico e troppo rapido, dovrebbe far riflettere Christine Lagarde, attuale presidente dell'istituto. Un rialzo dello 0,25% (o il mantenimento dei tassi attuali) potrebbe risultare più credibile del +0,50% attualmente previsto. Di fronte al dollaro, considerato bene rifugio, l'euro potrebbe quindi continuare a scivolare gradualmente verso quota 1,12/13 entro la fine dell'anno.

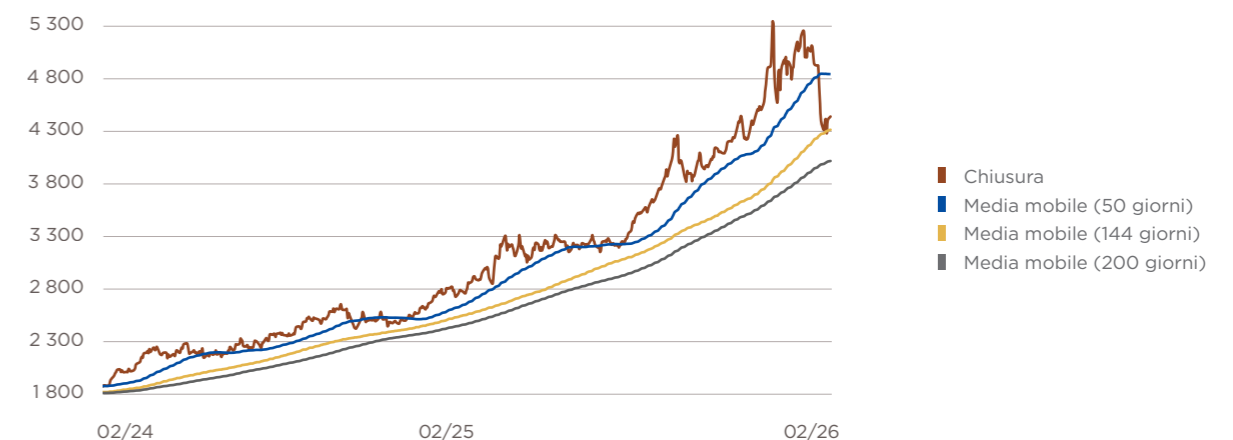
In Giappone, la prima ministra Sanae Takaichi ha vinto la scommessa e ottenuto un'ampia maggioranza parlamentare. Potrà quindi portare avanti la sua politica volta ad aumentare il potere d'acquisto attraverso un bilancio straordinario e generose agevolazioni fiscali, con conseguente aumento della spesa pubblica. Il conflitto iraniano, tuttavia, aggiunge una nuova dimensione alle sue difficoltà. Il Giappone dipende per quasi il 95% dal petrolio del Medio Oriente e un blocco prolungato dello stretto di Hormuz ne mette a rischio gli approvvigionamenti. Il rischio che ne deriva è duplice: un aumento dei prezzi alla pompa e un calo dell'attività economica. Ciò accresce ulteriormente la necessità di un'iniezione di liquidità da parte di uno Stato le cui risorse finanziarie sono tutt'altro che illimitate. Il ricorso alle riserve petrolifere nazionali e a quelle dell'Agenzia Internazionale per l'Energia rappresenta solo una tregua temporanea. Il Ministero delle Finanze giapponese sta addirittura valutando la possibilità di intervenire sul mercato dei contratti futures¹ sul petrolio... In questo contesto, il mercato si aspetta un rialzo di 50 punti base dei tassi di riferimento da parte della Bank of Japan (BoJ) per contrastare la probabile riaccelerazione dell'inflazione. Questa misura appare tanto più sensata se si considera che la valuta giapponese rimane su livelli storicamente bassi, prossimi a 160 yen per 1 dollaro statunitense e 185 yen per 1 euro. Una valuta debole aumenta il rischio di inflazione importata e rappresenta un ulteriore ostacolo per Sanae Takaichi nella sua missione di aumentare il potere d'acquisto. In questo contesto, il Ministero delle Finanze potrebbe considerare di intervenire anche sul mercato dei cambi. Nel breve termine, esiste il rischio che il tasso di cambio metta duramente alla prova gli attuali livelli psicologici, spingendosi fino a 162 USD/JPY e 187 EUR/JPY, prima che lo yen si rafforzi verso 152 e 178, sostenuto dalle misure della BoJ e del Ministero delle Finanze.

¹ Un contratto future, o contratto a termine, è un prodotto derivato con cui gli investitori si impegnano ad acquistare o a vendere, a una data prestabilita e a un prezzo concordato, una quantità determinata di quella materia prima.

L'oro ha perso il suo status di bene rifugio?

Perché l'oro cala più degli indici azionari in questo contesto di guerra? Occorre tenere conto di diversi fattori. In primo luogo, il fatto che la recente domanda sia stata determinata dagli acquisti di Exchange Traded Fund (ETF) ha reso il mercato più fragile e volatile: un investitore si libera più facilmente di un ETF che di lingotti d'oro fisici. In secondo luogo, nelle fasi di forte tensione, gli investitori tendono a prendere profitto dove vi sono ancora plusvalenze e a liquidare gli asset più liquidi per far fronte alle margin call. L'oro è sceso al di sotto del suo livello di chiusura del 2025 solo il 23 marzo 2026, il giorno del crollo. Un terzo fattore determinante è stato poi il cambiamento nelle aspettative sull'andamento dei tassi di interesse. La remunerazione più elevata prevista sul dollaro mette ancora più in discussione la scelta di detenere oro, che non genera interessi. Infine, alcune banche centrali sono andate controcorrente rispetto alla tendenza prevalente, vendendo una parte delle proprie riserve auree per motivi specifici. L'ultima in ordine di tempo è stata la Banca centrale turca, che ha ridotto le proprie riserve in oro per intervenire sul corso della sua valuta. Il movimento del 23 marzo sembra aver "ripulito" il mercato e l'intervallo compreso tra i 3.800 e i 4.000 dollari l'oncia dovrebbe costituire un solido supporto a medio termine. Tuttavia, oltre 4.500 dollari, qualsiasi rimbalzo potrebbe mettere seriamente alla prova la soglia psicologica dei 5.000 dollari.

Grafico 2 — Quotazione dell'oro rispetto al dollaro statunitense (XAU/USD)



Edmond de Rothschild, Bloomberg



Avvertenze

Il presente documento è pubblicato da Edmond de Rothschild. Non ha valore contrattuale ed è stato redatto esclusivamente a scopi informativi. Non può essere comunicato a persone che si trovano in giurisdizioni dove esso costituirebbe una raccomandazione, un'offerta di prodotti o servizi o una sollecitazione e la cui comunicazione potrebbe, di conseguenza, contravvenire alle disposizioni legali e normative applicabili. Il presente documento non è stato esaminato o approvato da alcuna autorità di regolamentazione in alcuna giurisdizione. I dati numerici, i commenti, le opinioni e/o le analisi contenuti nel presente documento riflettono l'opinione di Edmond de Rothschild sull'andamento del mercato, sulla base delle sue competenze, delle sue analisi economiche e delle informazioni in suo possesso alla data di redazione del presente documento e sono soggetti a modifiche in qualsiasi momento e senza preavviso. Potrebbero non essere più accurati o pertinenti al momento della pubblicazione, in particolare alla luce della data di redazione del presente documento o a causa dell'andamento del mercato. Il presente documento ha il solo scopo di fornire informazioni generali e preliminari alle persone che lo consultano e non deve essere utilizzato come base per alcuna decisione di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento. In nessun caso Edmond de Rothschild potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento prese sulla base di tali commenti e analisi. Edmond de Rothschild raccomanda pertanto a tutti gli investitori di procurarsi i vari documenti previsti per legge per ciascun prodotto finanziario prima di investire, al fine di analizzare i rischi associati e di formarsi una propria opinione indipendente. Si raccomanda di ottenere una consulenza indipendente da parte di professionisti specializzati prima di effettuare qualsiasi operazione basata sulle informazioni contenute nel presente documento, in particolare al fine di assicurarsi che l'investimento sia adatto alla propria situazione finanziaria e fiscale. Le performance e la volatilità passate non sono indicative di quelle future, non sono costanti nel tempo e possono essere influenzate in modo indipendente dalle variazioni dei tassi di cambio. Fonte delle informazioni: se non diversamente indicato, le fonti utilizzate nel presente documento sono quelle di Edmond de Rothschild. Il presente documento e i suoi contenuti non possono essere riprodotti o utilizzati in tutto o in parte senza l'autorizzazione di Edmond de Rothschild.
Copyright © Edmond de Rothschild - Tutti i diritti riservati

Direttore della pubblicazione: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Capo redattore: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordinatrice editoriale: Ariane Girouard
Completato in data il 27 aprile 2026
Design: Lou Pellicari
Immagini: Edmond de Rothschild

