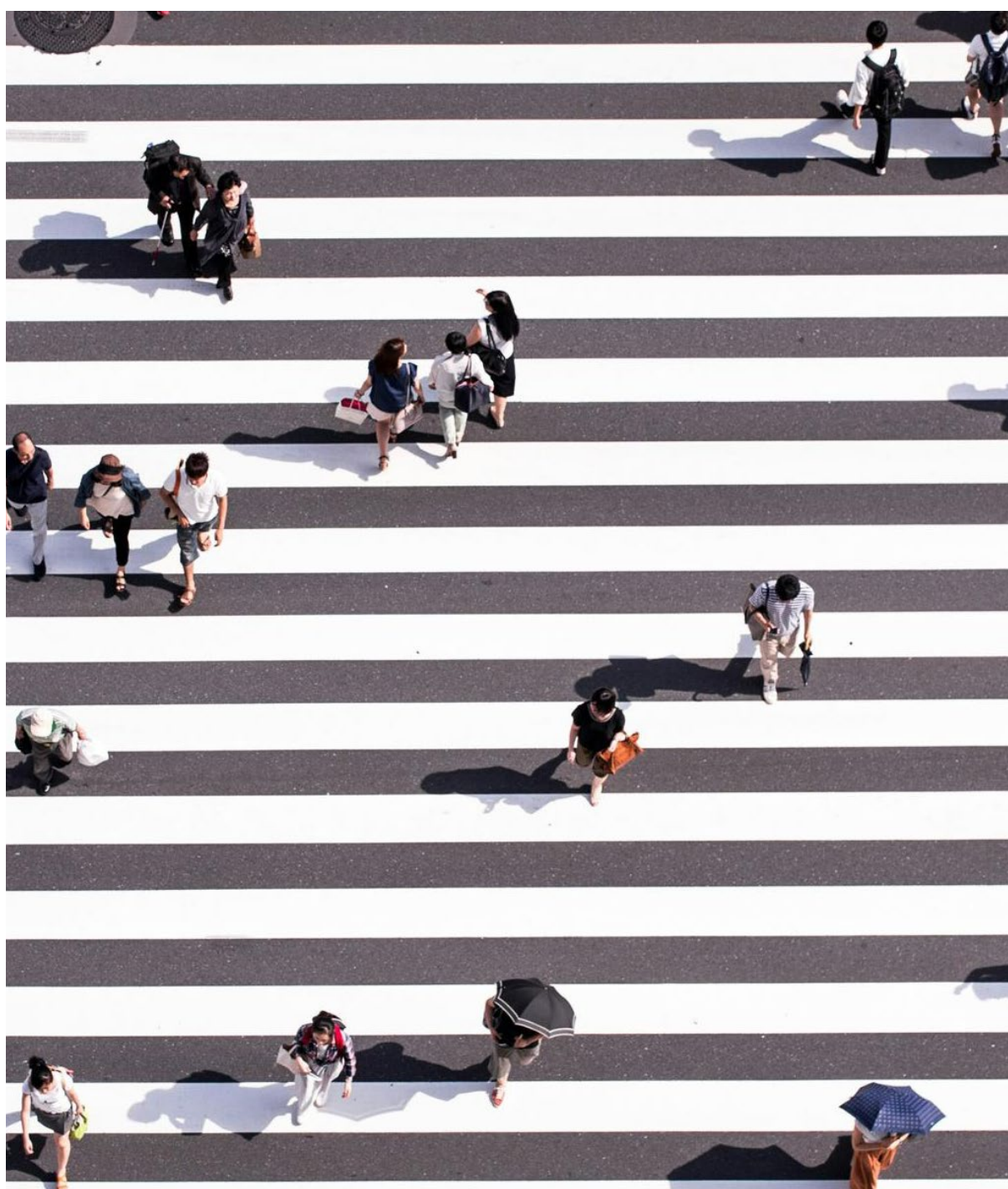


L'intesa tra Iran e USA riduce la volatilità nei mercati. Restano dubbi sull'AI.



In sintesi

La volta buona dell'accordo annunciato elimina una grande fonte di volatilità nelle quotazioni di azioni, materie prime e tassi.

La memoria della bolla “.com” alimenta negli investitori i timori e l'attenzione ai bilanci e alle prospettive di tutte le imprese che partecipano alla filiera AI.

Le Banche centrali ora resteranno ferme, trovando nell'accordo un ottimo motivo per attendere che l'inflazione da Guerra del Golfo si spenga con la riapertura dello Stretto di Hormuz.

Il quadro dei fondamentali è peggiorato nell'ultimo mese in conseguenza del rincaro dei costi e dell'incertezza. Lentamente tornerà a migliorare, a beneficio di Europa e servizi, mentre per il manifatturiero restano i megatrend (AI, riarmo, transizione verde).

Gli USA stanno traendo vantaggio dalla domanda di ospitalità e ristorazione innescata dal Mondiale di calcio. Cina e India hanno accelerato.

L'esuberanza per l'investimento in azioni è resa razionale dalla rapidità del dispiegarsi della rivoluzione tecnologica in atto e dalla vigilanza di analisti e gestori.

L'oro si sta comportando come asset rischioso anziché come àncora di ultima istanza contro i rischi monetari e valutari.

Autore



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors

Gli animali fantastici

I mercati sono **animali fantastici**. Sguardo d'**aquila** nel futuro, memoria da **elefante**, gambe da **lepre**. Ricordano Bing Bong, personaggio del film Inside Out. O una **chimera**.



La Chimera di Arezzo, bronzo etrusco, seconda metà o fine V secolo a. C., Museo archeologico nazionale di Firenze

Normalmente ballano il **tango con casqué**, ma negli ultimi tempi sono stati costretti a interpretare il **boogie woogie** al ritmo illusionistico de “**l'accordo c'è-l'accordo non c'è**”, coreografo Mr. Trump. Con una serie di **effetti speciali** (l'inflazione che schizza su, i viaggi che precipitano giù), il **coro delle Banche centrali** che intona il minaccioso canto della restrizione monetaria e **famiglie e imprese** che restano con il fiato sospeso e subiscono i rincari nei bilanci.

L'annuncio del **raggiungimento dell'intesa tra Iran e USA** ha messo in moto un altro vorticoso passo di danza in tutti i mercati. È naturale mantenere un po' di prudenza, dati i trascorsi di annunci a perdere, ma la ragione ci induce a ritenere che sia la volta buona, sebbene non sia detto che la firma e quindi la riapertura dello Stretto di Hormuz slittino ancora un po'.

Le Borse resistono alla correzione

Nel mese passato abbiamo imparato che il **su e giù delle Borse** funziona come uno yo-yo al contrario: man mano che lo si fa girare va sempre più in alto anziché rimanere sempre più in basso. Comunque, **le fluttuazioni sono state violente**, anche nell'arco di una medesima seduta. Comprese quelle dei prezzi del **petrolio**, dell'**oro**, del **rame** e dei **tassi** sui titoli lunghi (Grafico 1).

Perché? La volatilità per larga parte è spiegata dal tira e molla sulla **guerra iranamericana**: plottando le quotazioni e gli annunci trumpiani sull'accordo imminente o sull'imminenza di nuove "legnate" (*strikes*) al "nemico" si otterrebbe una quasi **perfetta correlazione** con le fluttuazioni dei corsi del petrolio e, a cascata, di tassi lunghi e azioni. Quindi, questa quota preponderante di volatilità dovrebbe venire meno ora che è stata annunciata da entrambe le parti l'intesa, con il caveat sopra scritto. Tuttavia, c'è un **altro pezzo di storia** che merita di essere raccontato perché contribuisce a spiegare alcuni degli ampi movimenti dei titoli borsistici e, in generale, il loro finora indomito **trend ascendente**.

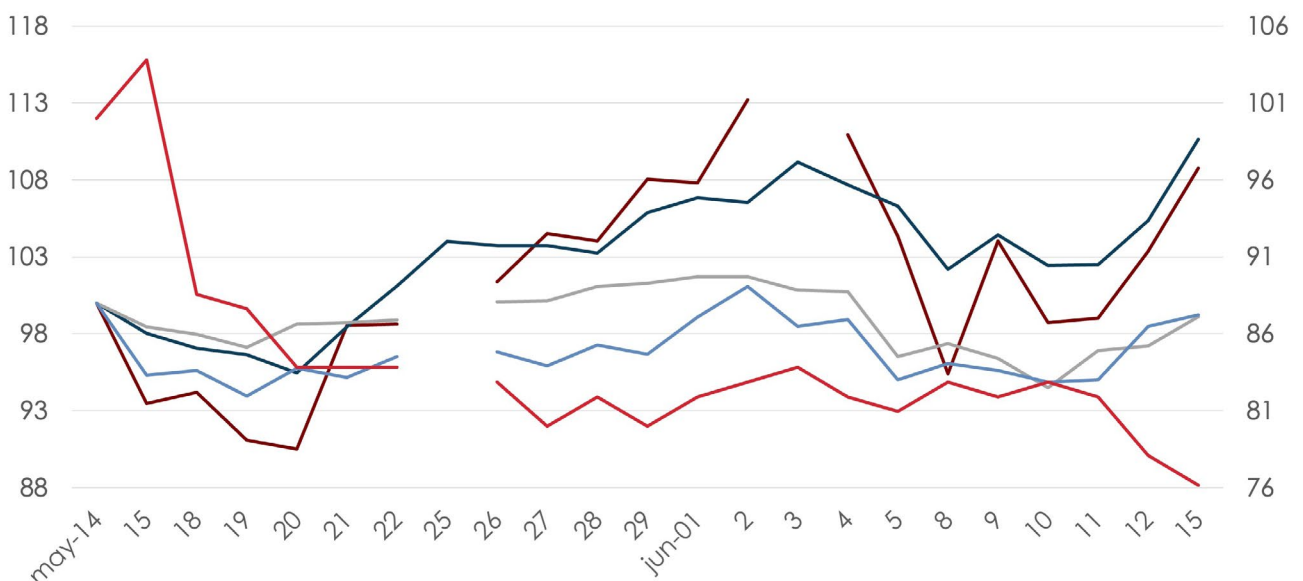
Gr. 1

Sull'ottovolante di guerra e AI
(Indici 14 mag.=100; dati mancanti per chiusura mercati)

Nota: tra parentesi var. % tra max. e min.

Fonte: Elaborazione REF su dati Yahoo Finance

— Rame (7,6) — Nikkei (15,9)
— Petrolio Brent (dx: 36,3) — Kospi (25,1)
— Nasdaq (7,6)



Investitori tra attese e paure

Infatti, gli investitori continuano a **dover avere partecipazioni** nelle società protagoniste della **rivoluzione AI**, ma al contempo sono **spaventati dalla rapidità dell'aumento** dei corsi borsistici. Questa rapidità solleva **dubbi sulla sostenibilità** del rialzo e continua ad alimentare il dibattito su “bolla sì-bolla no”. In tanti hanno vissuto la bolla “.com”, che si gonfiò nella seconda metà degli anni 90, quando l'allora Presidente della Fed, Alan Greenspan, coniò, nel dicembre 1996, la famosa espressione “**esuberanza irrazionale**”, e che scoppiò nella primavera del 2000.

Edotti da quell'esperienza, i **gestori del risparmio** compulsano i dati di bilancio, analizzano la filiera dell'AI, studiano l'emergere di concorrenza, verificano la domanda di servizi AI e si coprono dal rischio come possono. Alla fine, però, **devono rimanere investiti** per non perdere il treno degli utili attesi che verranno dalla frontiera tecnologica, e questo di per sé già crea un pavimento ai ribassi, mentre il dipanarsi della rivoluzione stessa spinge insù le valutazioni perché vendite e utili societari continuano a lievitare a gran velocità.

Comunque, **il braccio di ferro tra restare investiti e dubitare** della solidità dei livelli raggiunti dalle quotazioni fa sì che ci siano **improvvisi e violenti ribassi** (seguiti da rimbalzi altrettanto rapidi), che rivelano il nervosismo degli operatori e che sono innescati da notizie più o meno valide per giustificare il via alle vendite, come i **dati di occupazione statunitensi di maggio**, ritenuti troppo positivi per consentire una futura riduzione dei tassi, una volta finita la guerra nel Golfo Persico. Curiosamente, nell'estate 2023 furono numeri occupazionali inferiori alle attese ad accentuare la caduta degli indici azionari. A riprova che queste statistiche funzionano da catalizzatori di **decisioni tattiche già maturate** nella mente degli operatori.

Un'esuberanza razionale

L'esperienza passata e l'estrema attenzione presente assicurano che **l'esuberanza si sviluppi in modo razionale** (un vero ossimoro). I reali motivi di rassicurazione sull'esposizione all'investimento azionario vanno cercati **nei fondamentali del quadro economico**: la compresenza di crescita, tassi ragionevoli (e magari prospetticamente in diminuzione) e inflazione sotto controllo compongono **lo scenario più favorevole** ad avere un'elevata esposizione del portafoglio al rischio. Nell'ultimo mese le statistiche hanno fatto capire che solo la soluzione negoziata al nodo della guerra che tiene sbarrato lo Stretto di Hormuz può tenere insieme i tasselli del mosaico ideale. E ora che tale **soluzione è realisticamente a portata di mano**, è opportuno indossare occhiali con lenti rosa.

Il peggioramento dello scenario

Infatti, quella chiusura e il conseguente rincaro della bolletta energetica e di altri costi agiscono da zavorra alla crescita in alcuni settori e in alcune aree del Mondo e questa zavorra **ha frenato la dinamica globale** (Grafico 2).

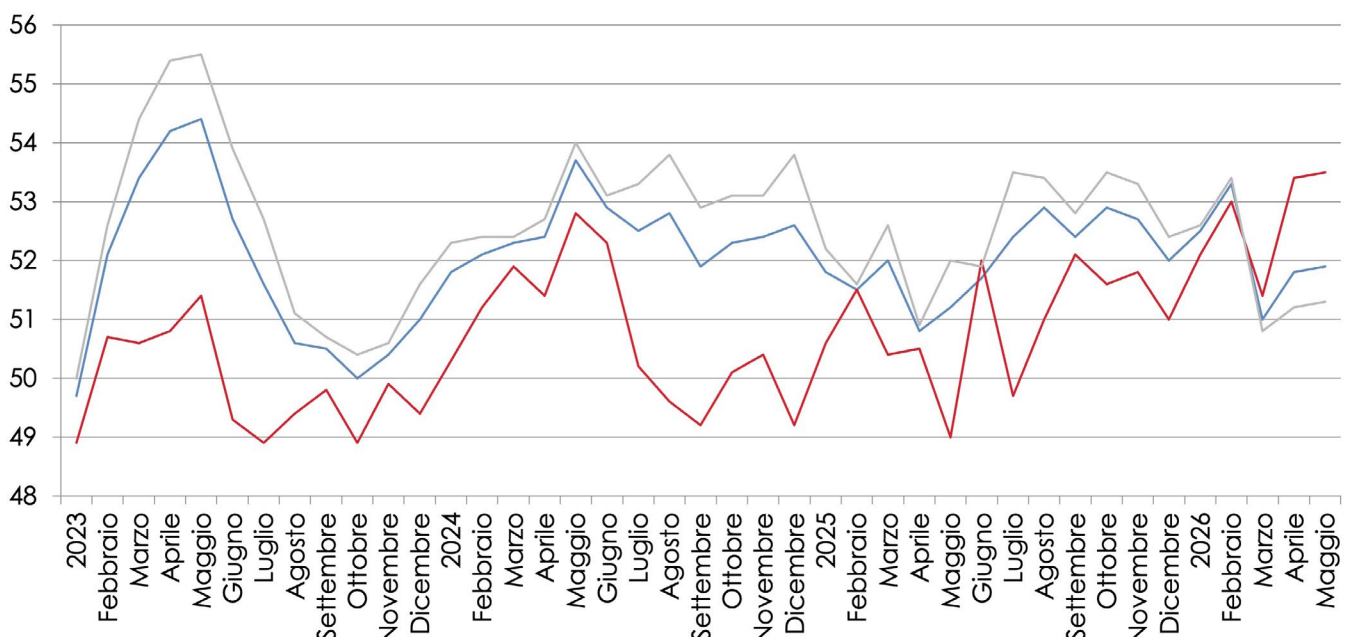
Gr. 2

Il tiro alla fune manifattura-servizi (PMI globale, output*)

*>50 espansione, <50 contrazione

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

— Composito
— Manifattura
— Servizi



In maggio è stato confermato dai **dati di produzione e ordini** (rilevazione PMI) che: i **servizi**, soprattutto di trasporto e rivolti ai consumatori, stanno subendo i contraccolpi maggiori; il **manifatturiero** regge grazie all'accumulo di scorte per prevenire future scarsità ed elevazione dei listini; l'**Euroarea+UK** è più penalizzata di **USA** e **ASIA**. Inoltre, si intravedono **crepe nella tenuta**: a livello globale la **fiducia delle imprese** intervistate (stessa rilevazione) è ai minimi da metà 2020, quando il Covid imperversava, l'**occupazione** è tornata a calare, come in marzo, e qua e là si registrano i primi **segnali di esaurimento** della spinta che veniva dal **riempire i magazzini** preventivamente.

Con l'intesa i servizi dovrebbero riprendersi e il manifatturiero ammosciarsi, almeno per la parte legata al riempimento dei magazzini, mentre i beni di investimento continueranno a trarre vantaggio dai **megatrend** (AI, riarmo, transizione verde).

Va anche tenuto presente che negli **Stati Uniti** il terziario tra aprile e giugno beneficia delle ricadute dei **mondiali di calcio**, e ciò si è ben osservato nell'inatteso incremento dei dipendenti privati nel settore dell'**ospitalità-ristorazione** e pubblici a livello statale e locale (per la sorveglianza e l'organizzazione); nonostante questo, la crescita dei servizi ha rallentato. Inoltre, il **Giappone** ha frenato ulteriormente, pur essendo tra i protagonisti della rivoluzione AI e ben connesso commercialmente a India e Cina.

Sul fronte dell'inflazione, **i costi degli input sono saliti** a un ritmo ancora più forte, mentre i **listini degli output** l'hanno mantenuto sui livelli di aprile (i più alti da metà 2022). Tuttavia, la dinamica salariale rimane in rallentamento e ciò contribuisce a tenere a bada i prezzi finali sia perché diluisce nei bilanci aziendali l'effetto dell'incremento delle quotazioni delle materie, sia perché, non tenendo il passo con l'inflazione, i redditi da lavoro perdono potere d'acquisto e tirano le redini alla domanda. Questa doppia attenuazione della spinta inflazionistica riduce l'urgenza delle Banche centrali di ribadire il proprio ruolo di tutori del valore della moneta con rapidi e netti aumenti dei tassi di interesse. Tanto più che l'intesa annunciata dà loro un **ottimo motivo per togliere il dito** dal grilletto dell'aumento del costo del denaro.

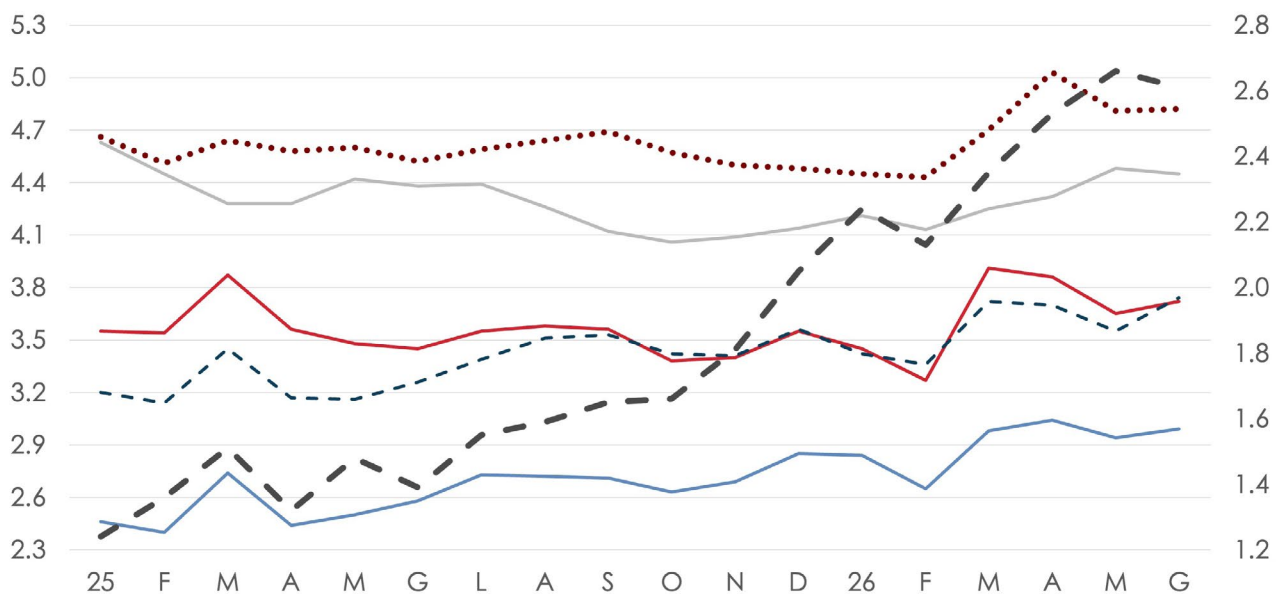
Fondamentale la reazione delle Banche centrali

Qui veniamo alla **nota più dolente** degli ultimi mesi per le Borse e i risparmiatori, nella realtà così come nei timori. Infatti, si è passati da uno **scenario di taglio atteso** del costo del denaro, soprattutto da parte della FED e della Banca d'Inghilterra (mentre la BCE aveva finito gli spazi di riduzione e la Banca del Giappone deve proseguire nei rialzi), a uno **scenario di restrizione** monetaria. Il passaggio si legge bene nei **rendimenti dei titoli sovrani** decennali, che erano scesi fino a fine febbraio, ossia fino all'inizio della guerra contro l'Iran, e poi sono bruscamente saliti, pur con differenze legate a specificità di ciascun emittente (Grafico 3).

Gr. 3

Tassi: dai ribassi ai rialzi attesi
(Rendimento % dei titoli sovrani decennali)
 Fonte Elaborazione REF su dati Reuters

— Bund
 — BTP
 — T-Bond
 - - - OAT
 UK Gilts
 ■■ JGB (dx)



Naturalmente, **ciò sfavorisce l'investimento azionario** da tre punti di vista: lo **sconto degli utili futuri**, che si alza abbassandone il valore attuale e quindi il livello dei multipli calcolati sugli utili presenti; il **dirottamento di risparmio** verso le obbligazioni, i cui rendimenti sono più allettanti; il **rallentamento dell'economia** e quindi dei profitti aziendali. Ma c'è un ulteriore rischio in questa svolta delle politiche monetarie che opera nel senso di abbassare l'esposizione azionaria ed è racchiuso nella **memoria elefantasca** di molti gestori, rischio che si traduce in una domanda: non è che le Banche centrali, per uccidere le aspettative di ulteriori rialzi e piegare all'ingiù i tassi sui titoli a lunga scadenza, ripeteranno l'**errore della Fed nel 1994**? Quale fu quell'errore?

L'errore consistette nello scegliere di **alzare bruscamente i tassi**, molto più di quanto atteso. Il risultato fu opposto a quello voluto: i mercati si spaventarono e, ritenendo che la FED sapesse qualcosa a loro ignoto, iniziarono a vendere le obbligazioni, **innescando una rincorsa all'insù dei tassi** con effetti deleteri per le Borse. Sta alle Banche centrali stesse disinnescare questo timore, agendo con **pazienza, prudenza e perseveranza**, le tre <p> spesso usate da Mario Draghi alla Presidenza della **BCE**. La quale ha deciso nella riunione dell'11 giugno proprio in questa direzione: un quartino di punto di rincaro dei tassi non fa gravi danni all'economia e le parole usate per spiegarlo inducono a intendere che non dovrebbero essercene altri, se le condizioni resteranno le attuali, o addirittura migliorassero grazie alla riapertura dello Stretto di Hormuz.

Con l'intesa e il **venir meno di attese di strette monetarie** anche questo rischio che sta nella mente dei gestori si scioglierà, per lasciar posto ad altri dubbi, come è naturale che sia.

L'oro: rifugio o contraltare?

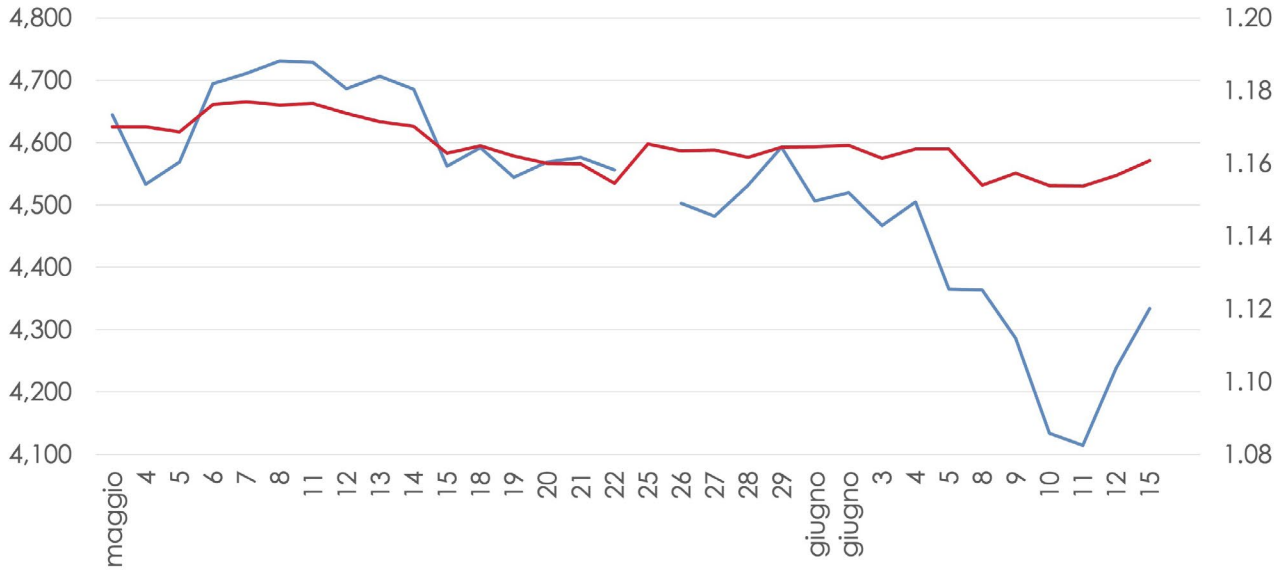
Infine, è interessante notare un **diverso comportamento dell'oro**. Classicamente bene rifugio, sarebbe dovuto salire ogni volta che fosse aumentato il pericolo di prolungamento del conflitto Iran-USA e di ulteriore rincaro del petrolio che avesse rinfocolato l'inflazione. Mentre ultimamente è accaduto il contrario, come se fosse diventato un asset rischioso a sua volta (Grafico 4).

Gr. 4

L'oro perde colpi (Prezzo in dollari e cambio US\$/€, dati giornalieri 2026)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Reuters

— Oro (US\$ oncia troy)
— \$/€ (dx)



A meno che non funzioni da **vero contraltare al dollaro**, avendo l'euro perso attrattività a causa dei maggiori contraccolpi della crisi originata dalla guerra nel Golfo Persico. Ciò spiegherebbe perché il biondo metallo salga quando la tensione militare si allenta, cosa che succede ormai meno spesso al cambio dell'euro contro il biglietto verde.

Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Banca del Ceresio SA. Banca del Ceresio SA fa parte del Gruppo Ceresio Investors, per tali intendendosi Banca del Ceresio SA, Belgrave Capital Management Ltd, Ceresio SIM S.p.A., Global Selection SGR S.p.A. ed Eurofinleading Fiduciaria S.p.A. (insieme "Ceresio Investors"). Il presente documento è coperto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo nell'attuale situazione congiunturale. Alcuni dati utilizzati provengono da varie fonti che si presumono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma l'accuratezza o la completezza dei dati non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o conseguenti derivanti dal loro utilizzo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. È vietata in ogni caso la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

Copyright © 2026 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.



www.ceresioinvestors.com

Tel.: + 41 (0)91 923 84 22

info.bdc@ceresioinvestors.com

Lugano

Banca del Ceresio SA
Lagom Family Advisors SA

Milano

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Londra

Belgrave Capital
Management Ltd.