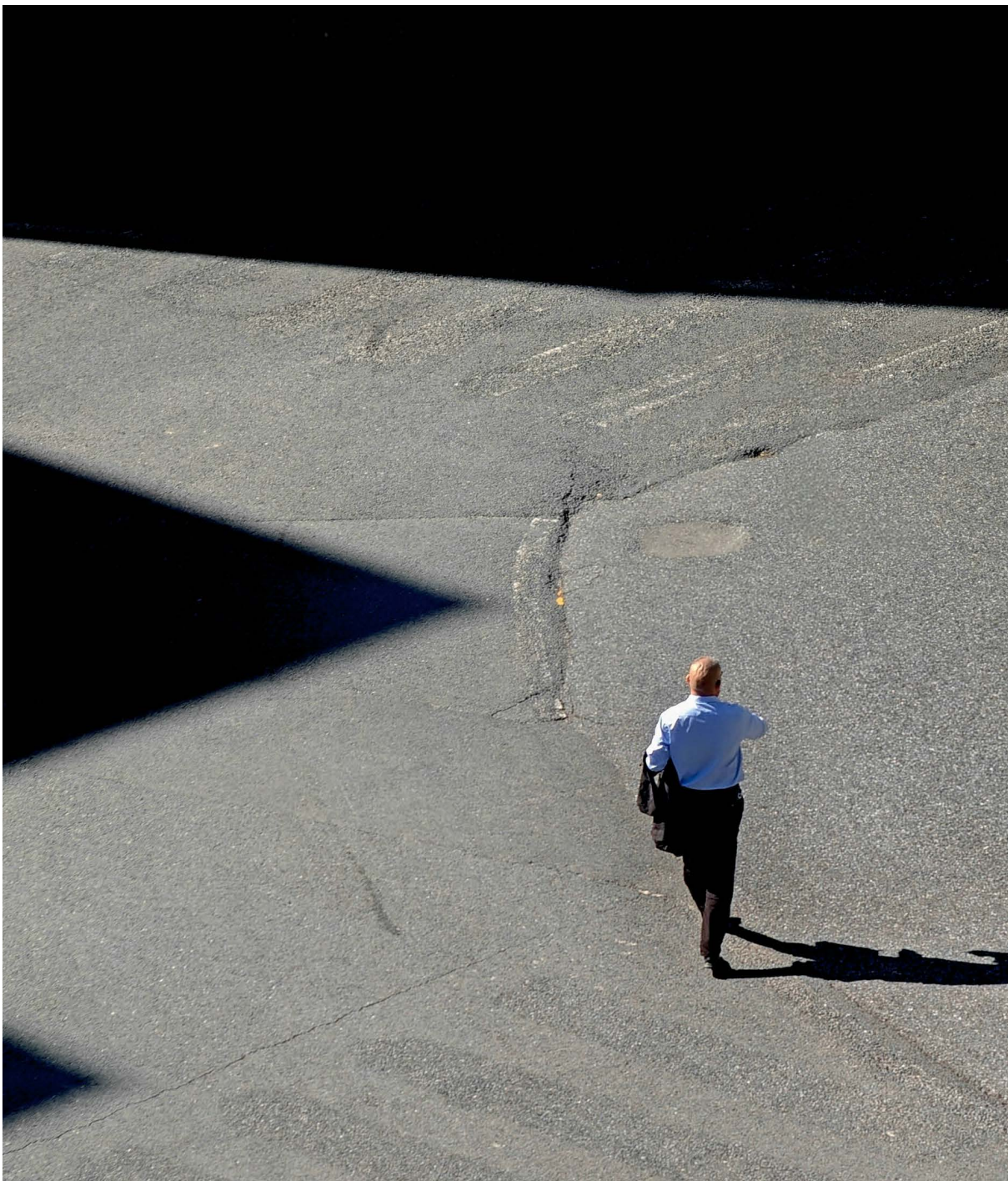


# I danni della guerra durano nell'economia, le Borse vanno oltre



## In sintesi

L'economia e i mercati finanziari soffrono le altalenanti vicende della guerra Iran-USA.

Il recupero di domanda e offerta di beni e servizi incontrerà comunque la barriera della stazza limitata delle flotte commerciali.

L'allungamento della chiusura dello Stretto di Hormuz prolungherà anche l'eco delle difficoltà di approvvigionamento di materie prime e semi-lavorati, pesando su fatturati e margini aziendali.

I servizi soffrono maggiormente, per ora, del manifatturiero. Viaggi, trasporti e spese ricreative risentono di rincari e sfiducia, oltre che del venir meno delle mete che si affacciano sul Golfo Persico.

L'accelerazione dell'inflazione è temporanea con il permanere di minori pressioni salariali.

Le Borse hanno patito un'oscillazione da cardiopalma: le perdite di marzo sono state recuperate nella prima metà di aprile. L'alta volatilità è strutturale nell'era dell'instabilità politica, ma le azioni beneficiano dei mega-trend.

Il dollaro è tornato a brillare, ma è luce riflessa e non vera forza.

### *Views from the managers:*

Il viaggio in Asia ha rafforzato la convinzione che i gestori di quell'area hanno una grande capacità sia di riorientare rapidamente il portafoglio in funzione del contesto internazionale sia di scegliere le società più promettenti, specie nella parte a monte della filiera dell'intelligenza artificiale.

## Autori



**Luca Paolazzi**

Economista e Advisor  
Ceresio Investors



**Ishtaj Rahman**

Director, Belgrave  
Capital Management

Scritto da:  
**Luca Paolazzi**

## Rosso, verde, rosso...

Aperto, paradiso. Chiuso, inferno. Gli aggettivi riguardano lo **Stretto di Hormuz**. In meno di 24 ore l'Iran ha acceso il semaforo verde e poi ha rifatto scattare il rosso per la permanenza del blocco navale USA. L'ovvia conseguenza di questo **tira e molla negoziale**, perché di questo ora si tratta, è di aumentare la già **elevata incertezza**.

Mentre i **mercati finanziari** (azioni, tassi, cambi, metalli preziosi, materie prime) aggiustano le quotazioni rapidamente, sebbene non istantaneamente, in funzione delle notizie diffuse dai due contendenti, per l'**economia reale** i danni crescono con il passare del tempo di chiusura di quell'arteria vitale per il funzionamento del sistema produttivo globale e avranno **un'eco che si allungherà**. Partiamo da questi ultimi aspetti e in particolare da come si potrà evolvere l'andamento delle economie.

## Tonnellaggio limitato, domanda persa

C'è un elemento rimasto un po' in ombra nella moltitudine di analisi sugli scenari possibili: nel breve periodo il **tonnellaggio delle flotte commerciali**, in particolare di petroliere e metaniere, è dato ed è quindi un tetto alla capacità di ripristinare rapidamente lo status quo ante di scorte a un livello normale per soddisfare la domanda. Questo limite comporta che, esaurito il cuscinetto di precauzione che copre poche settimane di mancato rifornimento, l'aumento dei prezzi non è più sufficiente a "distruggere" la domanda per farla combaciare con l'offerta e si passa al **razionamento**, come in un'economia di guerra.

Sì, più che di diminuzione è meglio parlare di **distruzione di domanda**, perché la parte perduta sarà irrecuperabile, diversamente da quanto accaduto nella ripresa post pandemia: i consumatori stanno già spendendo di più per i rincari e poco gli rimarrà di risparmio da usare poi.

## Razionamento in corso

Il razionamento è già in corso, perché siamo entrati nell'**ottava settimana di chiusura** quasi totale dello Stretto. Sebbene molte consegne siano state fatte dopo l'inizio del conflitto perché le navi impiegano alcune settimane per giungere a destinazione in Europa (quattro via Suez oltre nove girando attorno all'Africa) e in Asia (da una e mezza a tre settimane) quindi per un po' hanno continuato a rifornire.

## Servizi in difficoltà

Gli effetti dell'esaurimento delle scorte si stanno avendo in modo diverso tra settori e Paesi. In particolare, si osserva una **netta decelerazione del comparto dei servizi**, che di solito operano da stabilizzatore del ciclo, al quale invece è più vulnerabile il manifatturiero. Infatti, nel recente passato (post pandemico) il terziario ha sempre vinto il  **tiro alla fune**  nel tenere su la crescita dell'economia mentre l'industria la tirava giù. A questo giro, invece, accade il contrario, ossia in marzo è stata soprattutto l'attività dei servizi ad abbassare la crescita complessiva dell'output così come segnalato dall'indagine presso i direttori degli acquisti delle aziende (acronimo inglese PMI; Grafico 1).

Gr. 1

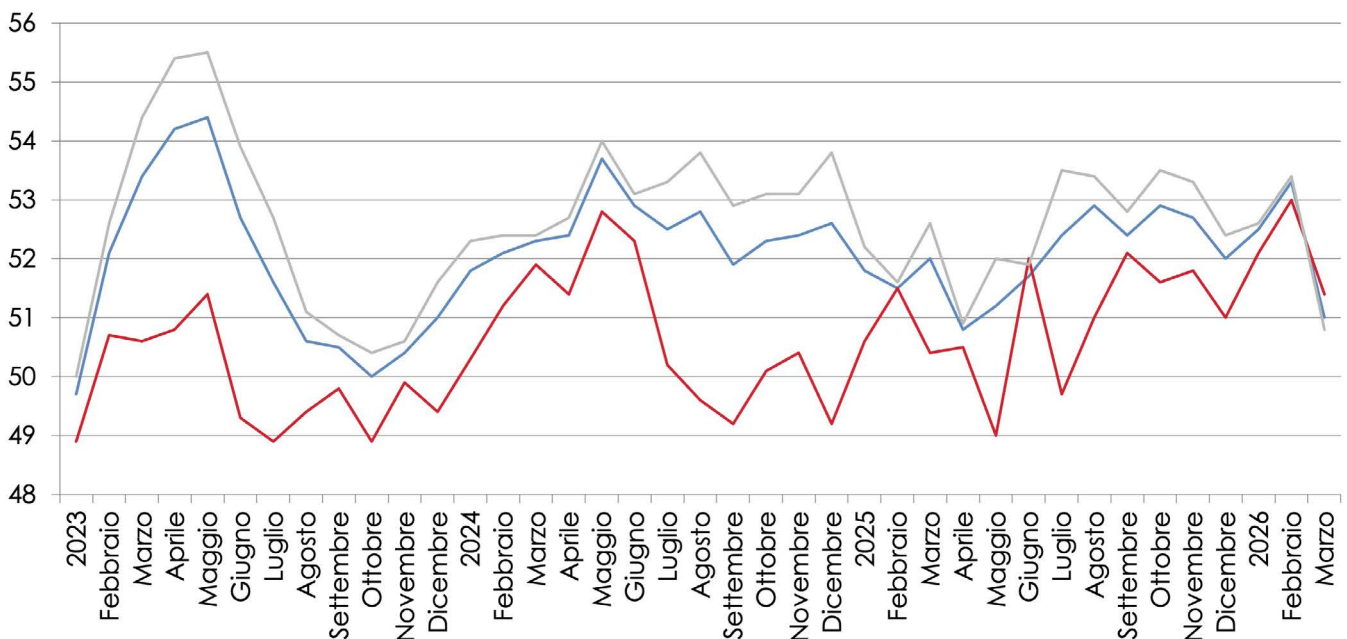
### Il tiro alla fune manifattura-servizi

(PMI globale, output\*)

\*>50 espansione, <50 contrazione

Fonte Elaborazione REF su dati IHS Markit

— Composito  
— Manifatturiero  
— Servizi



# Manifatturiero resistente

Al netto della Cina, i cui dati sono stati influenzati dal Capodanno lunare particolarmente alto nel 2026 (ciò ha influenzato anche le statistiche indiane), il manifatturiero ha sì risentito della crisi nel Golfo Persico, ma tutto sommato si è comportato meglio che in simili episodi del recente passato (Grafico 2). Questo perché, ammaestrate dalla pandemia a detenere scorte just-in-case, molte imprese si sono affrettate a fare **ordini per avere materie prime e semilavorati** necessari a mantenere attiva la loro produzione il più a lungo possibile.

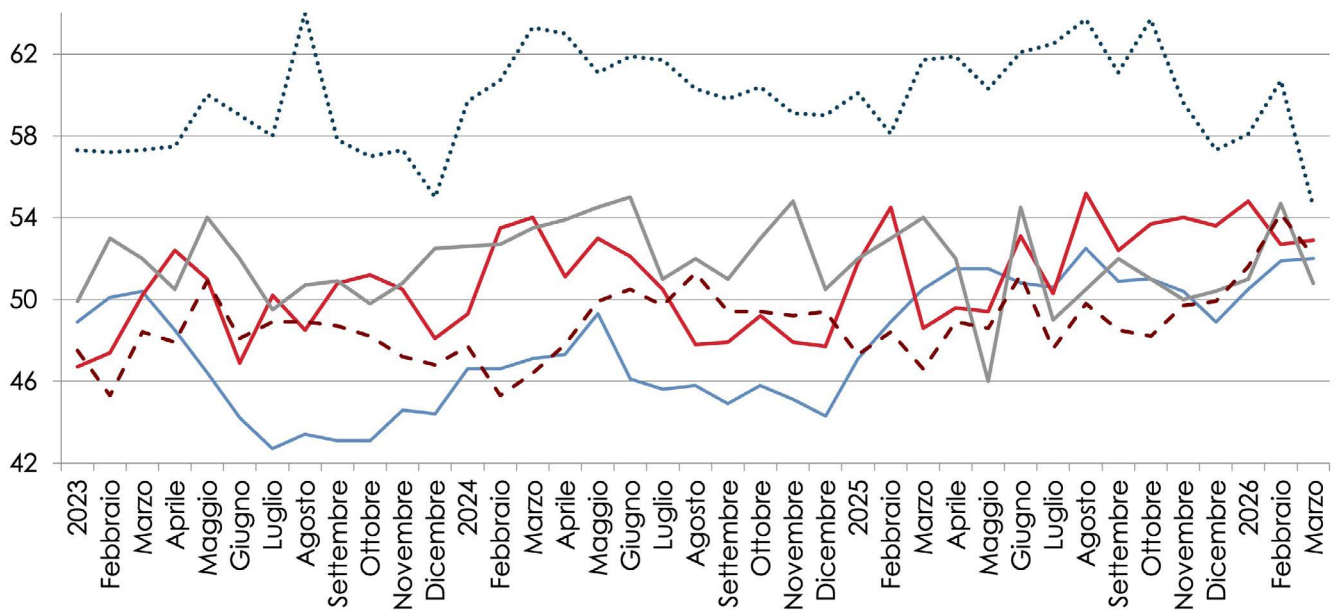
Gr. 2

## Il manifatturiero tiene (per ora)

(PMI output\*)

\*>50 espansione, <50 contrazione

Fonte Elaborazione REF su dati IHS Markit



## USA e Italia perdono colpi

Tra i Paesi va segnalato il particolare peggioramento dell'attività dei servizi in USA e Italia (Grafico 3). Per gli **USA** il deterioramento è collegabile a due fattori. Anzitutto, il calo del potere d'acquisto del **monte salari reali**, tirato giù dalla riaccelerazione dei prezzi al consumo, che secondo la stima della Fed di Cleveland dal 2,8% annuo in febbraio sale al 3,4% in marzo e al 3,6% in aprile. Il secondo fattore è la forte **caduta della fiducia** proprio legata alle attese di accelerazione dei prezzi al consumo, ciò in presenza di un tasso di risparmio già basso e di timori per l'occupazione che scoraggiano dallo spendere per viaggi, diventati molto più costosi.

L'**Italia**, invece, subisce le prime avvisaglie delle **difficoltà dei turisti** di scegliere mete lontane, per timore di non tornare indietro per scarsità di cherosene e cancellazione dei voli. Questo è vero soprattutto per gli arrivi dall'Asia, che è grande cliente dei produttori mediorientali di petrolio e suoi derivati. La **Spagna**, invece, è meta prediletta dai turisti nordeuropei (britannici inclusi) e quindi finora ha risentito meno di questa caduta di domanda.

Gr. 3

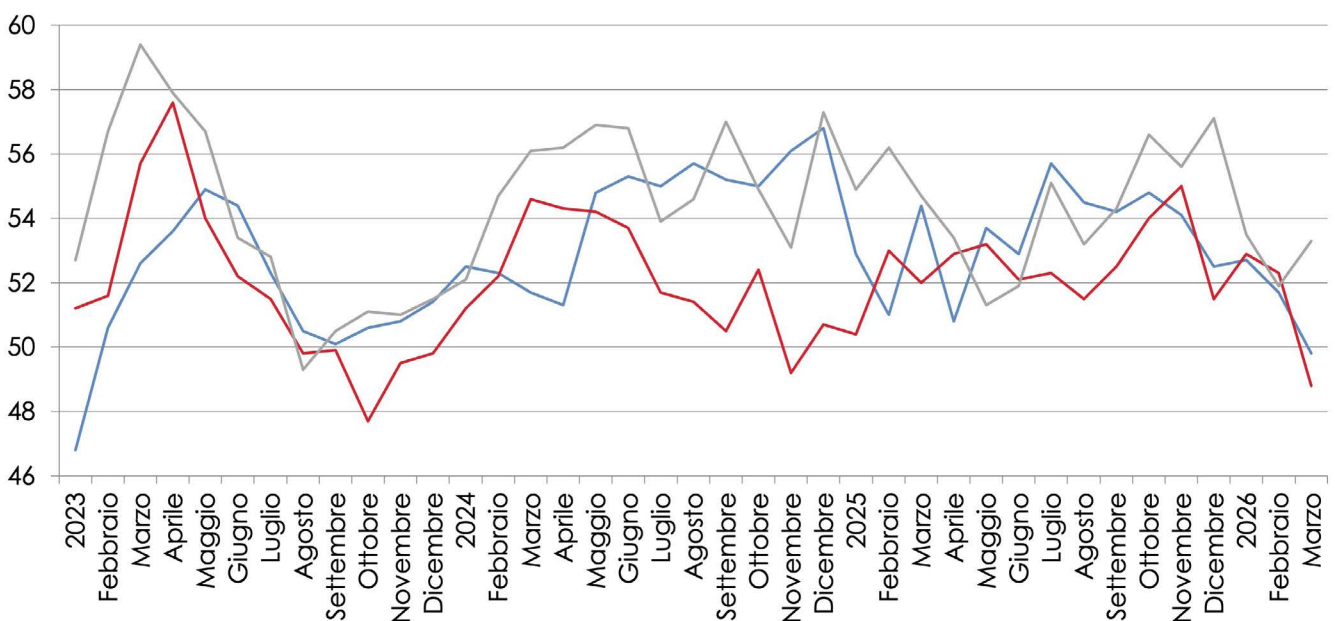
### USA e Italia KO, Spagna OK

(Servizi, PMI output\*)

\*>50 espansione, <50 contrazione

Fonte Elaborazione REF su dati IHS Markit

— USA  
— Italia  
— Spagna



## Cherosene alle stelle

D'altronde, anche se il carburante ci fosse, alle compagnie aeree potrebbe convenire cancellare voli e rimborsare i passeggeri piuttosto che effettuare tratte consumando carburante il cui valore è salito moltissimo rispetto a quando i biglietti sono stati venduti a tariffe che incorporavano un prezzo del cherosene molto più basso. Teniamo presente che l'**impennata del jet-fuel** non ha precedenti per intensità: in un mese è salito del 130% a livelli superiori a quelli della crisi energetica del 2022, quando comunque era salito più gradualmente, dando il tempo per aggiustare le tariffe (dati IATA).

## Il taglio della crescita

Le ricadute per l'economia statunitense e italiana sono di un taglio della crescita consistente. La Fed di Atlanta ha rivisto da oltre il 3% all'1,2% la crescita annualizzata del **PIL USA** nel primo trimestre 2026, dopo il già deludente +0,5% del quarto 2025. Per l'**Italia** si tratta di un brusco risveglio, dopo la spinta che era arrivata dalle Olimpiadi invernali, e le previsioni attuali di variazione del PIL nel 2026 si collocano tra lo 0,4% e lo 0,5%, e i **rischi sono verso il basso**.

## Più pressioni inflazionistiche

In conclusione, l'economia reale sta soffrendo e ancor più soffrirà le conseguenze della terza Guerra del Golfo. Direttamente attraverso l'ostruzione dei commerci e la carenza di materie prime. Indirettamente attraverso l'**aumento di costi e prezzi**, ben visibile nelle valutazioni PMI (Grafico 4).

L'accelerazione dei costi è stata molto più brusca di quella dei prezzi perché la prima si diluisce nella creazione del valore aggiunto grazie alla **decelerazione ancora in corso nella dinamica salariale** e perché le imprese in questa fase preferiscono **difendere le quote di mercato** piuttosto che i margini di profitto. Finché questi comportamenti rimarranno le **Banche centrali** preferiranno stare alla finestra piuttosto che aumentare i tassi e gravare l'economia di un altro peso.

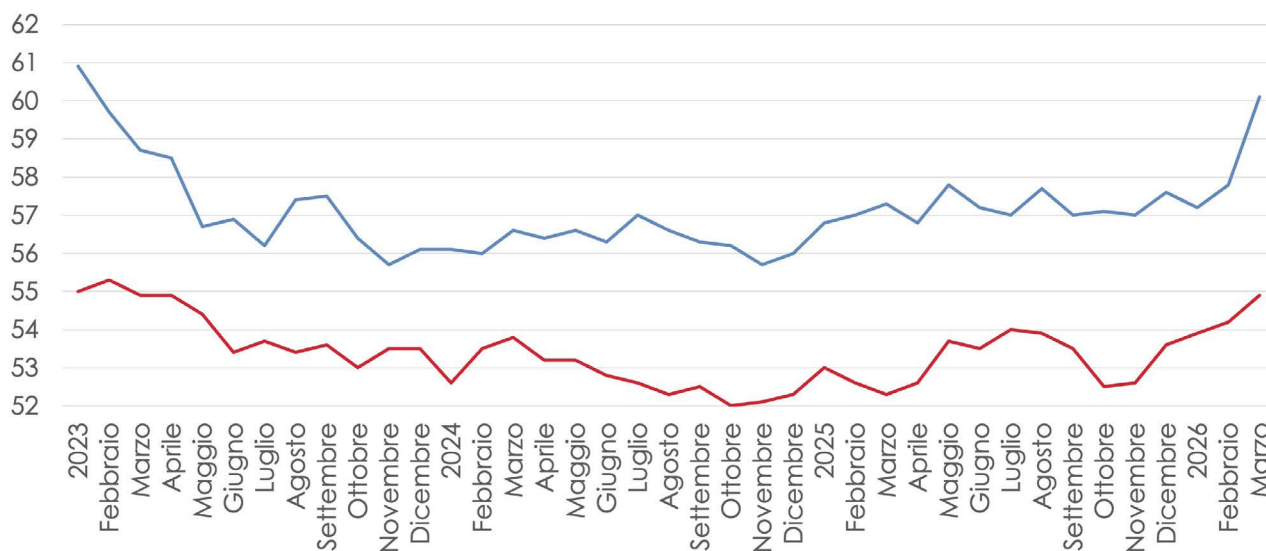
Gr. 4

### Prezzi in accelerazione (PMI, componente prezzi\*)

\*&gt;50=aumento

Fonte Elaborazione REF su dati S&amp;P Global

— Input  
— Output



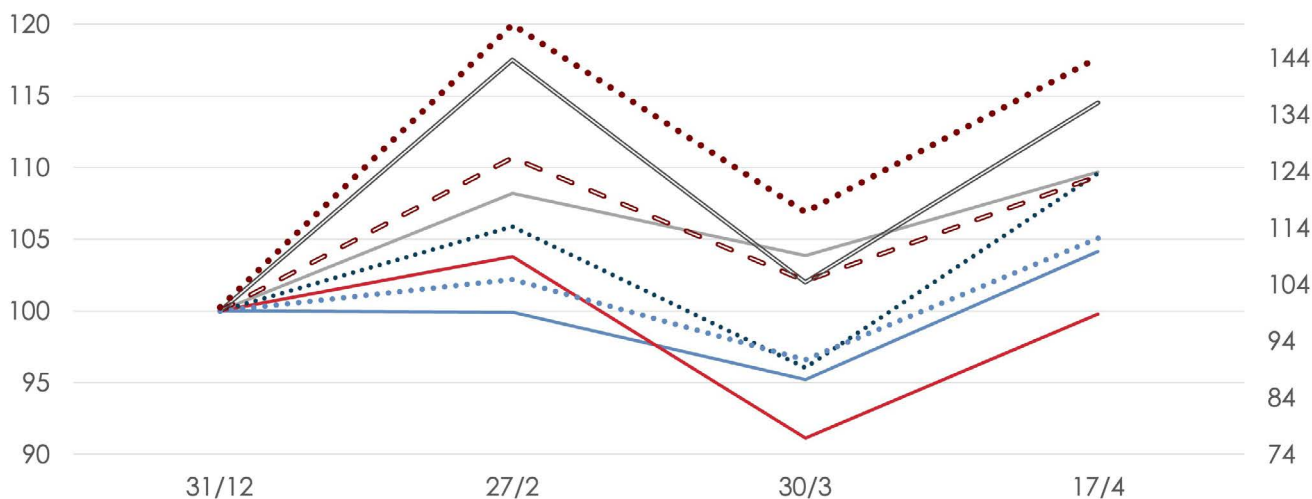
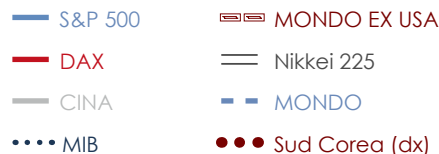
## Borse sull'ottovolante

Come detto all'inizio l'aggiustamento dei prezzi nei mercati finanziari e delle commodity è in presa diretta con le notizie sulla guerra, sulle trattative e sulle condizioni di navigazione dello Stretto. L'oscillazione è stata comunque violenta sui mercati azionari, e il **rally** che è iniziato il 31 marzo (per fortuna non il 1° aprile!) è andato in alcuni casi oltre il sollievo per lo scampato pericolo. Per esempio, **MIB e S&P500** hanno registrato nuovi record. Seppure, come detto, i fatturati e i margini resteranno sotto pressione per un bel po' di tempo, sicuramente si scommette sul **realizzarsi dello scenario meno sfavorevole** di un accordo Iran-USA in tempi brevi e della ripresa della navigazione in quel lembo di mare. Per questa ragione abbiamo visto tornare le quotazioni ai valori pre-bellici e perfino oltre (Grafico 5).

Gr. 5

## Borse da cardiopalma (Indici in euro, 31/12/25=100)

Fonte Elaborazione REF su dati Bloomberg



## Kospi e Dax esiti diversi

Mettere in fila tutte le variazioni dei listini sarebbe lungo e noioso. Ma qualche esempio è bene farlo. Il **Kospi sudcoreano** è stato quello più “vivace” con +49,9% da fine 2025 al 27 febbraio, -22,1% dal 27 febbraio al punto di minimo e un successivo +23,4% (nel grafico è sulla scala a destra); complice la svalutazione dello won non è tornato ai massimi ma resta in pole-position per continuare a giocare le partite dell'AI e della mobilità elettrica. Il **DAX tedesco** era su del 3,8% il 27 febbraio rispetto al 31 dicembre, ha perso il 12,2% ed è risalito del 9,5%; quindi non ha recuperato appieno perché la guerra ha fatto riemergere la **fragilità europea** nella produzione autonoma di energia.

### Due lezioni

La lezione è duplice. Da un lato, come sottolineato più volte, la **volatilità alle stelle** è diventata una caratteristica permanente dell'era attuale di instabilità geopolitica. Dall'altro, le **azioni continuano a godere dei vantaggi** delle grandi trasformazioni o mega-trend in corso: AI, energia, clima e corsa al riarmo.

Scritto da:  
Ishtaj Rahman

## *Views from the managers*

Il nostro recente viaggio in Asia ha rafforzato una convinzione maturata nel tempo: **la prossimità ai mercati asiatici consente ai nostri gestori di quell'area di sviluppare intuizioni, esperienze e competenze difficilmente replicabili da chi opera da Londra o New York.** Nel corso di oltre due dozzine di incontri con i gestori, sono emersi con chiarezza alcuni temi ricorrenti che delineano il quadro attuale delle opportunità e delle sfide nella regione.

**Molti dei nostri gestori core hanno mostrato un dinamismo impressionante durante la volatilità dei mercati innescata dalla guerra in Iran.** Diversi erano passati da posizioni nette lunghe a posizioni nette corte tra l'inizio della guerra e metà marzo, per poi invertire rapidamente l'esposizione per riuscire a sfruttare il rally partito a inizio aprile, contestualmente a un miglioramento qualitativo dei portafogli verso i titoli che considerano con convinzione più promettenti. I gestori in Asia hanno affinato questa capacità grazie alla maggiore frequenza dei cicli che ha caratterizzato i mercati asiatici, in particolare la Cina, a differenza dei loro pari negli Stati Uniti e in Europa, che hanno potuto permettersi un approccio più di lungo periodo di tipo "buy and hold", grazie alla presenza in quei mercati di società che hanno reiterato per molti anni un'elevata performance.

**L'infrastruttura hardware per l'intelligenza artificiale resta il tema dominante,** espressa attraverso la selezione di titoli in Cina, Giappone, Corea, Taiwan e anche negli Stati Uniti. I nostri gestori sono focalizzati sull'individuazione di colli di bottiglia nella catena di fornitura dei semiconduttori, concentrata prevalentemente in Asia. Il passaggio dalla fase di addestramento a quella di applicazione degli algoritmi ha determinato un deciso incremento della domanda di memoria informatica: il 55% della spesa in conto capitale dei cosiddetti "hyperscaler" nel 2026 dovrebbe confluire proprio nella capacità di memoria. Oltre alla memoria, componenti ottici, test di precisione e substrati su cui sono montate le varie componenti elettroniche sono altre aree in cui persistono colli di bottiglia e verso le quali i nostri gestori risultano esposti.

Sebbene l'economia cinese continui a essere frenata da alcune difficoltà, che rendono fragili i consumi, **le opportunità per lo stock picking sono ampie**. La maggiore stabilità dell'economia, la bassa dipendenza dalle importazioni di petrolio, il ciclo immobiliare vicino al punto di minimo, l'attenuazione delle pressioni deflazionistiche e la resilienza delle esportazioni industriali rafforzano le prospettive per questo tipo di investimento azionario. Le valutazioni di mercato delle imprese quotate restano ragionevoli, lo yuan è generalmente atteso in rafforzamento e le autorità cinesi sembrano sostenere un progresso graduale ma costante del mercato. Gli investimenti più diffusi dei nostri gestori includono esportatori industriali, produttori nel campo delle energie alternative e dei sistemi di accumulo a batterie o piattaforme internet che appaiono sottovalutate. Al di fuori della Cina, altri temi rilevanti presenti nei portafogli riguardano la difesa e le riforme di governance in **Giappone** e **Corea**. L'esposizione all'**India** rimane contenuta, alla luce di valutazioni ancora relativamente elevate e di venti macroeconomici contrari.

Per quanto riguarda il **conflitto in Medio Oriente**, la maggior parte dei gestori ha espresso un cauto ottimismo, pur riconoscendo la presenza di rischi. Sebbene la de-escalation sia ritenuta l'esito più probabile, dati gli incentivi di entrambe le parti per raggiungere un accordo, è stato osservato che la chiusura dello Stretto di Hormuz sta già producendo impatti visibili sulle economie dei Paesi asiatici più vulnerabili, come le Filippine e il Bangladesh, e che tali effetti diventerebbero progressivamente più gravi ed estesi ad altri Paesi della regione qualora la chiusura dovesse protrarsi. In particolare, il principale rischio discusso è in relazione alle infrastrutture per l'AI e riguarda la possibilità che una chiusura prolungata inizi a compromettere la fornitura di input critici per il processo di produzione dei semiconduttori, come l'elio: un rischio che i mercati, al momento, sembrano non prezzare.

---

La presente comunicazione è emessa da Banca del Ceresio SA ed è stata redatta congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e Belgrave Capital Management Ltd.. Belgrave Capital Management Ltd. è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") nel Regno Unito e fa parte del Gruppo Ceresio Investors, composto da 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 protetto da copyright ed è pubblicato sul sito [www.ceresioinvestors.com](http://www.ceresioinvestors.com) da Banca del Ceresio S.A. I dati contenuti nel presente documento hanno scopo puramente informativo e non costituiscono una consulenza d'investimento, legale, fiscale o di altro tipo, né una sollecitazione, un invito, una ricerca d'investimento o altra raccomandazione, un'offerta al pubblico o la promozione di titoli, prodotti d'investimento o servizi e/o attività di consulenza d'investimento, e non devono essere interpretati come tali.

I dati qui contenuti, se presenti, si riferiscono al passato: i risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri, e il prezzo dei titoli o di altri prodotti finanziari può scendere come salire, e il rendimento può diminuire o aumentare a causa delle variazioni dei tassi di cambio. Non viene fornita alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita in merito alle informazioni contenute nella presente comunicazione e si esclude qualsiasi garanzia di accuratezza, completezza o idoneità a uno scopo particolare. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, che sono soggette a modifiche senza preavviso nel corso del tempo, possono non essere esaustive e sono quelle di, o ottenute dalla società che lo ha redatto o dalle sue società affiliate al momento della sua preparazione nella situazione economica attuale, e basate su opinioni, aspettative e/o proiezioni attuali, e non rappresentano le opinioni di Ceresio Investors Group.

Alcuni dei dati utilizzati si basano su fonti che si ritengono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma che non sono state verificate; pertanto 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, alla pubblicazione o all'utilizzo da parte di persone o entità in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe contrario a qualsiasi legge o regolamento pertinente o che assoggetterebbe Ceresio Investors Group a qualsiasi requisito normativo di tale giurisdizione, né è diretto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegale indirizzare tale documento. Si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

Non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni diretti o conseguenti derivanti da errori, imprecisioni o omissioni di informazioni contenute nel presente documento, né si assume alcuna responsabilità per l'aggiornamento o la correzione di eventuali imprecisioni emerse. Il presente documento può contenere informazioni proprietarie e riservate. La riproduzione, la duplicazione, la pubblicazione, l'estrazione, la trasmissione o altra divulgazione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma senza specifica autorizzazione scritta da parte di Ceresio Investors Group è severamente vietata.

Copyright © 2026 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.

---



[www.ceresioinvestors.com](http://www.ceresioinvestors.com)

Tel.: + 41 (0)91 923 84 22  
[info.bdc@ceresioinvestors.com](mailto: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.