

## PROSPETTIVE MACROECONOMICHE GLOBALI

# Shock petrolifero: dalla pressione inflazionistica al deterioramento delle prospettive di crescita

Il conflitto in Medio Oriente ha dato vita a uno dei contesti macroeconomici più complessi degli ultimi tempi. I prezzi del petrolio sono saliti alle stelle, le banche centrali si trovano di fronte a segnali contrastanti in materia di inflazione e crescita, e le implicazioni per gli investimenti dipendono in modo determinante dall'evolversi della situazione. Piuttosto che basarsi su un unico esito, l'incertezza attuale richiede di delineare una serie di scenari, da una rapida risoluzione alla stagflazione, per garantire la resilienza dei portafogli.

### **La sfida per gli investimenti: uno shock complesso e in rapida evoluzione**

L'attuale shock presenta una serie di possibili esiti, ciascuno con implicazioni per gli investimenti sostanzialmente diverse. A differenza dello shock energetico del 2022, i tassi reali sono notevolmente più elevati, l'inflazione è più vicina agli obiettivi, la capacità di bilancio è più limitata e la dipendenza energetica europea dalle forniture russe è stata sostanzialmente ridotta. Queste differenze implicano che il meccanismo di trasmissione dai prezzi dell'energia all'inflazione e alla crescita non è né lineare né prevedibile.

Finché il conflitto persisterà, prevediamo che i prezzi rimarranno elevati e che l'attività economica subirà un rallentamento. Un'oscillazione dei prezzi del petrolio intorno ai 100 dollari al barile fino alla fine dell'anno potrebbe far aumentare l'inflazione complessiva negli Stati Uniti di circa 0,9 punti percentuali (pp) e quella core di 0,4 pp, riducendo al contempo la crescita del PIL statunitense nel 2026 a circa l'1,7%. In Europa, le dinamiche energetiche potrebbero sottrarre circa 50 punti base al PIL, a cui si aggiungono l'indebolimento dell'attività manifatturiera, il deterioramento delle posizioni di bilancio e il sentiment negativo. I precedenti stimoli potrebbero contribuire a scongiurare una recessione nell'area euro, sebbene i rischi di rallentamento stiano aumentando con il protrarsi delle interruzioni della catena di approvvigionamento. È inoltre possibile che le banche centrali reagiscano ai segnali inflazionistici sottostimando il rallentamento della crescita.



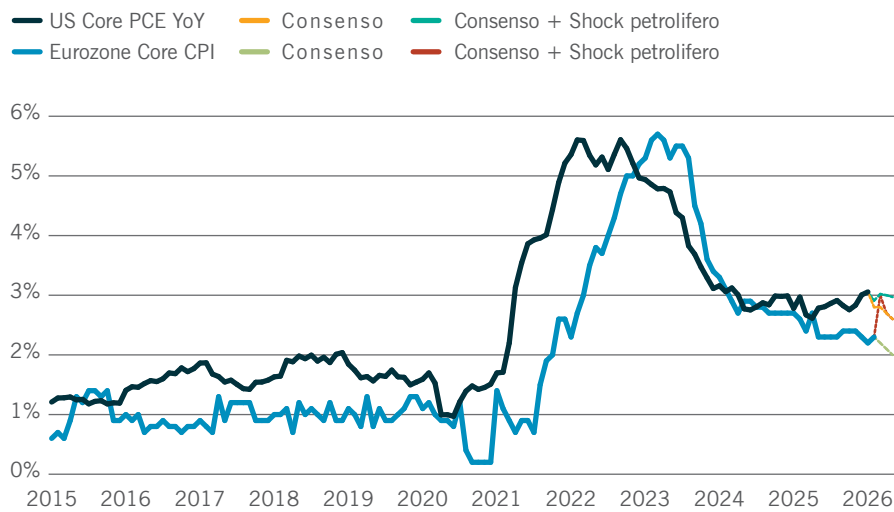
**Laura Cooper**

*Head of Macro Credit, Nuveen*

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO DALLA FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE

**Figura 1: Lo shock energetico farà aumentare l'inflazione negli Stati Uniti e in Europa nel 2026**



Fonte: Bloomberg, al 27 marzo 2026

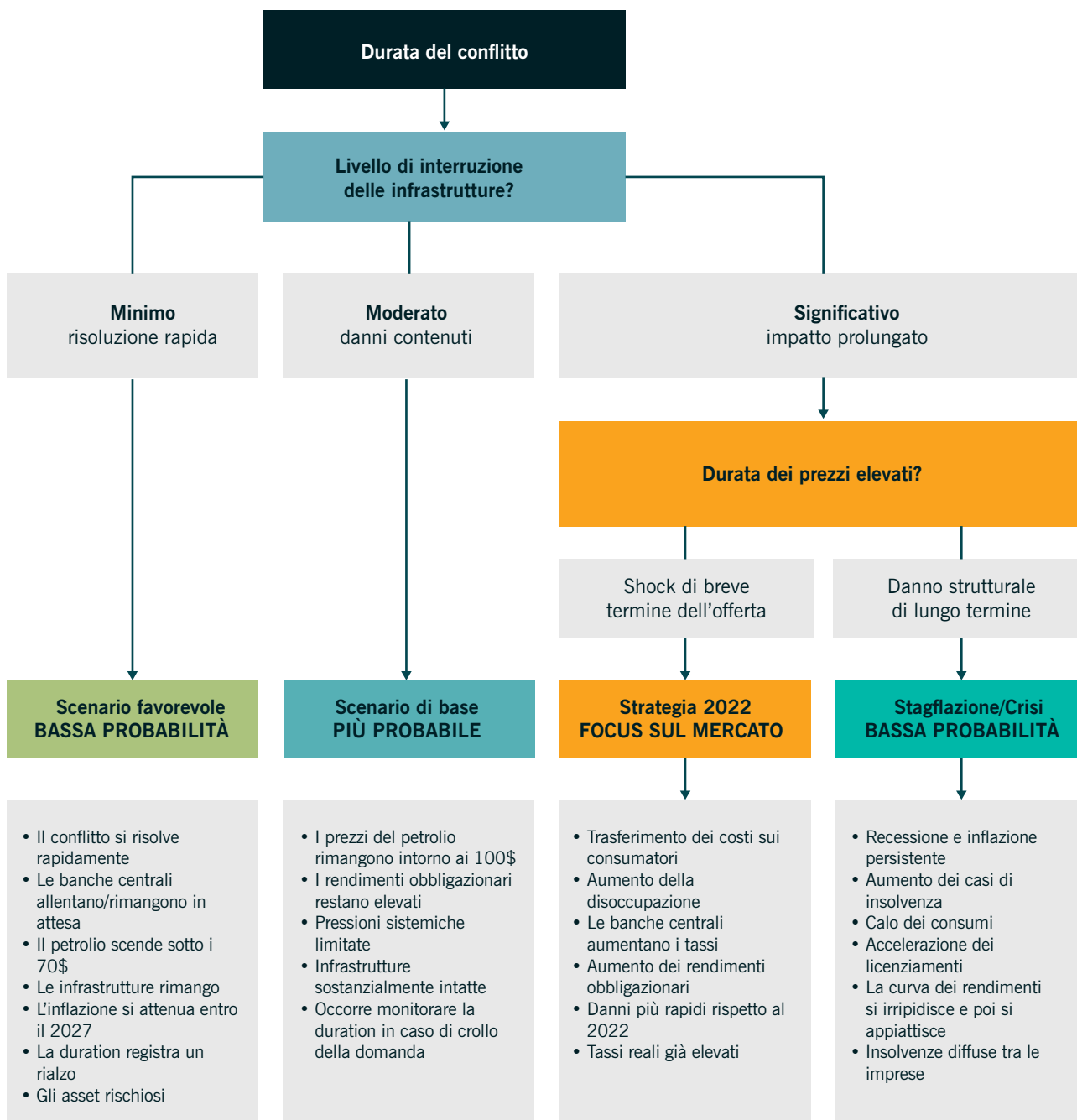
## **Un equilibrio razionale ma fragile**

Il Brent greggio quotato a 95–105 dollari al barile riflette l'incertezza che circonda lo shock. I mercati non prevedono un'escalation improvvisa, ma non si aspettano nemmeno progressi nello Stretto di Hormuz tali da giustificare l'eliminazione del restante premio al rischio. Anche in presenza di un accordo di cessate il fuoco provvisorio, un contesto del genere suggerisce di mantenere un approccio flessibile piuttosto che puntare con convinzione su un unico esito.

## **Scenari diversi, strategie diverse**

Il nostro scenario di base si colloca tra il mantenimento dei prezzi dell'energia ai livelli attuali e una de-escalation entro la fine di aprile, con danni moderati alle infrastrutture energetiche. Tuttavia, il posizionamento dei portafogli dovrebbe essere calibrato per far fronte a una gamma più ampia di esiti, soprattutto perché storicamente la tradizionale diversificazione 60/40 tra azioni e obbligazioni si rivela inefficace in caso di shock inflazionistico determinato dall'offerta, come quello verificatosi nel 2022. La figura 2 illustra la gamma di scenari che gli investitori potrebbero trovarsi ad affrontare.

**Figura 2: Diversi scenari, diverse strategie**



Fonte: Nuveen

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

## **Le banche centrali si trovano ad affrontare un percorso difficile e potenzialmente soggetto a errori**

Le riunioni delle banche centrali tenutesi a marzo hanno messo in luce quanto differiscano le interpretazioni dei responsabili politici riguardo alla sfida da affrontare. L'orientamento generale è stato restrittivo, ma l'intensità è variata notevolmente e, a nostro avviso, inizialmente i mercati hanno sopravvalutato gli impulsi di inasprimento.

Tutti e nove i membri del Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra (BoE) hanno votato per mantenere invariati i tassi, in netto contrasto con la loro precedente posizione orientata all'allentamento monetario. La successiva rivalutazione dei gilt è stata aggressiva e probabilmente eccessiva in un contesto economico futuro più fragile. Riteniamo che la BoE opererà per una pausa prolungata per valutare lo shock, dato che i tassi di politica monetaria sono già restrittivi, l'economia era in fase di stallo già prima dello shock e permangono rischi fiscali.

Anche la Banca centrale europea (BCE) mantiene una posizione restrittiva, ma con sfumature più equilibrate. Le previsioni sull'inflazione sono state riviste al rialzo, con una serie di scenari che dipendono dalla persistenza dello shock. Un aumento dei tassi in primavera appare sempre più probabile, poiché i responsabili politici segnalano la necessità di mantenere ancorate le aspettative di inflazione. Avendo sottovalutato gli aumenti dei prezzi nel 2022, i responsabili politici potrebbero adottare un approccio più proattivo, aumentando il rischio di un errore di politica monetaria con un inasprimento in un contesto di rallentamento economico.

La Federal Reserve statunitense (Fed) è stata la più misurata, con una revisione al rialzo delle previsioni di inflazione di soli 0,2 punti percentuali e continuando a segnalare un taglio quest'anno. Sebbene i tagli dei tassi sembrino insostenibili a fronte di uno shock inflazionistico, l'allentamento rimane una possibilità più avanti nel 2026 qualora i rischi di inflazione dovessero attenuarsi e il mercato del lavoro dovesse rallentare.

La Banca del Giappone (BoJ) è stata tra le meno restrittive in risposta allo shock, riconoscendo che esso pesa sulla crescita del Paese relativamente più di quanto non stimoli l'inflazione, lasciando intatta la nostra previsione di due aumenti dei tassi nel 2026. Altrove, le aspettative di aumenti aggressivi dei tassi per il 2026 appaiono premature in diverse economie del G10, tra cui Canada, Nuova Zelanda e Australia.

La retorica restrittiva dei responsabili politici può inasprire le condizioni finanziarie e mantenere ancorate le aspettative di inflazione al margine. Tuttavia, rialzi prematuri rischiano di causare danni maggiori rispetto all'ultimo ciclo, dato il punto di partenza più elevato dei tassi reali. In uno scenario di stagflazione, le banche centrali si trovano di fronte a un difficile compromesso e la probabilità di un errore di politica monetaria è massima. In tutti gli scenari, l'attuale pricing sui tassi nella maggior parte delle principali economie appare eccessivo.

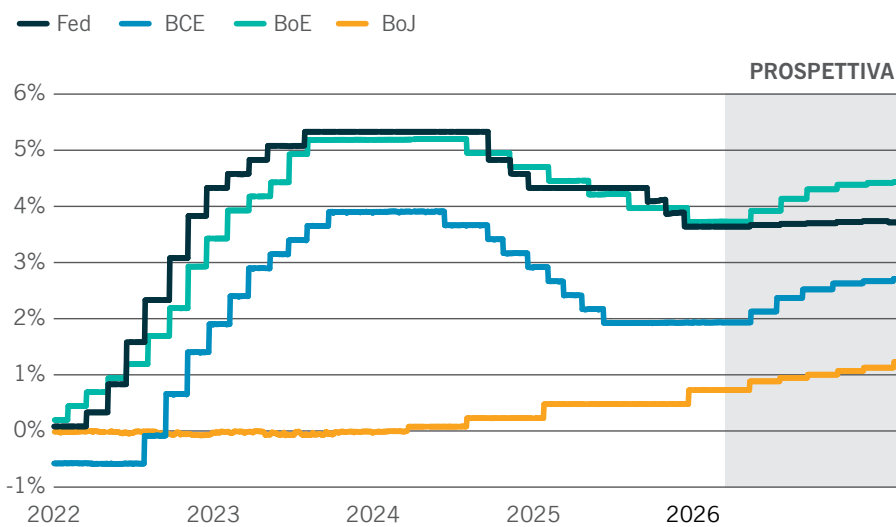
È importante sottolineare che le interruzioni della catena di approvvigionamento implicano che nemmeno un calo dei prezzi del

**ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.**

## Spreads still have room to widen as growth disappoints

petrolio potrebbe allentare completamente le pressioni inflazionistiche. Le interruzioni rischiano già di far registrare prezzi record dell'alluminio in tutti i settori manifatturieri, dall'aerospaziale ai pannelli solari; la carenza di fertilizzanti arriva proprio mentre la stagione della semina nell'emisfero settentrionale è in pieno svolgimento; e il rischio legato alle catene di approvvigionamento delle terre rare e dei minerali critici è in fase di rivalutazione. Si tratta di un compromesso delicato per i responsabili politici, che possono fare ben poco per arginare uno shock dell'offerta, lasciando che i rischi di inasprimento si traducano in un rallentamento della crescita.

Figura 3: I mercati rafforzano le aspettative di un aumento dei tassi



Fonte: Bloomberg, aggiornato al 25 marzo 2026

## Come orientarsi nel mercato obbligazionario durante lo shock petrolifero

Nel settore del credito, finora la qualità ha determinato la performance, con i titoli investment grade e i prestiti leveraged che hanno sovraperformato l'high yield e il debito dei mercati emergenti (EM).

Gli spread hanno ancora margine per ampliarsi a causa della crescita deludente, rendendo meno interessante un'esposizione generalizzata al credito e favorendo invece un posizionamento difensivo, una maggiore qualità e una selezione attiva dei titoli. Le esposizioni a tasso variabile dovrebbero resistere in tutti gli scenari. I senior loan offrono un'immunità strutturale al rischio di inflazione, rendimenti interessanti e opportunità di diversificazione. I CLO investment grade rappresentano un'interpretazione più conservativa del tema "higher-for-longer" (tassi più alti più a lungo) con una storia di insolvenze trascurabile. Il credito cartolarizzato offre una diversificazione più ampia con una duration più breve.

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

***Le società dotate di potere di determinazione dei prezzi e in grado di difendere i propri margini in diversi scenari saranno probabilmente premiate***

Anche i fattori strutturali a favore del debito dei mercati emergenti rimangono solidi. Il suo valore di diversificazione, il premio di rendimento e il miglioramento dei fondamentali a livello di paese non sono stati compromessi.

Tuttavia, le valutazioni non compensano ancora a sufficienza l'elevata incertezza. È prudente adottare un approccio selettivo nei confronti dei paesi esportatori di materie prime che offrono rendimenti interessanti. Se ci fosse una de-escalation del conflitto, tuttavia, il debito dei mercati emergenti nel suo complesso potrebbe trarre vantaggio da una ripresa della tendenza alla diversificazione a livello globale.

### **La rotazione azionaria potrebbe rallentare, mentre la selettività rimane un fattore chiave**

Uno shock inflazionistico prolungato potrebbe riportare l'attenzione sui titoli delle Mag-7 e sui titoli tecnologici statunitensi. Ciò è dovuto al fatto che, quando la crescita delude le aspettative, le caratteristiche difensive rappresentate da una redditività resiliente e da bilanci solidi appaiono sempre più preziose rispetto a una nuova narrativa incentrata sull'intelligenza artificiale.

Secondo i nostri colleghi che seguono l'azionario statunitense, un approccio "barbell" risulta ragionevole. Da un lato, occorre considerare le società energetiche a monte in grado di ridurre rapidamente il proprio indebitamento; dall'altro, le imprese a valle caratterizzate da una domanda inelastica e da una forte capacità di difendere i margini. Gli effetti di second'ordine sugli utili stanno già diventando evidenti nei settori dei fertilizzanti, dei prodotti chimici, delle compagnie aeree e dei materiali da costruzione. È probabile che questa tendenza continui con il protrarsi dello shock. Le società dotate di potere di determinazione dei prezzi, in grado di difendere i margini in diversi scenari, saranno probabilmente premiate.

In Europa, la pressione sugli utili sta aumentando, con previsioni per il 2026 che rimangono ottimistiche nonostante l'aumento dei costi e un contesto macroeconomico meno favorevole rispetto anche solo a un mese fa. Tuttavia, la dispersione tra i settori si sta accentuando. A nostro avviso, i settori dell'energia, delle utility, della difesa e dell'industria – con un'effettiva esposizione alle infrastrutture vere e proprie – offrono opportunità interessanti.

### **Il dollaro guadagna terreno nel breve termine mentre l'incertezza si protrae**

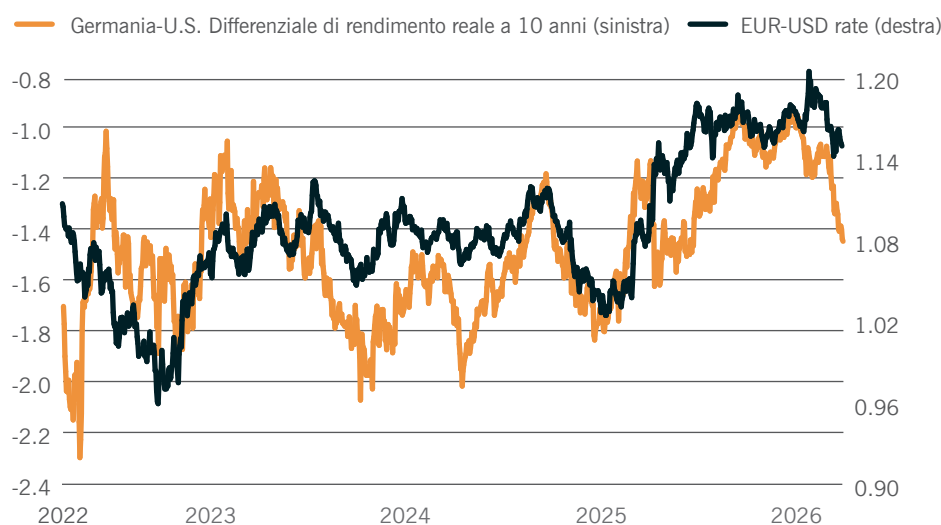
È probabile che il dollaro continui a essere sostenuto nel breve termine grazie al vantaggio offerto dai tassi reali statunitensi, al rinnovato «eccezionalismo» legato all'intelligenza artificiale e alla fase di stallo nella rotazione degli investimenti al di là degli asset statunitensi.

Anche se la BCE dovesse inasprire la propria politica monetaria questa primavera, è improbabile che il cambio euro-dollaro registri una ripresa significativa finché la situazione geopolitica non migliorerà. Un modesto miglioramento dei differenziali di tasso della BCE non è sufficiente finché persiste il premio per l'incertezza sugli asset europei. A nostro avviso, aumentare l'esposizione all'euro prima che si giunga a una risoluzione definitiva sarebbe prematuro.

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

Altrove, rispetto al dollaro statunitense, il dollaro australiano riflette un quadro di rischi equilibrati con una convinzione limitata nel breve termine: i venti favorevoli provenienti dal settore delle materie prime sono controbilanciati dall'incertezza sulla domanda e da prospettive di crescita interna più modeste. Il franco svizzero e lo yen giapponese continuano a faticare nonostante le loro caratteristiche di bene rifugio, anche se il rischio di intervento dovrebbe limitare il ribasso da questi livelli.

**Figura 4: L'euro rimane sotto pressione mentre aumentano i rischi per la crescita**



Fonte: Bloomberg al 27 Marzo 2026

**Per maggiori informazioni, visitare il sito [nuveen.com](https://nuveen.com).**

#### Note finali

##### Fonti

Tutti i dati di mercato ed economici provengono da Bloomberg, FactSet e Morningstar.

Il presente materiale non intende costituire una raccomandazione o una consulenza in materia di investimenti, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o al mantenimento di un titolo o di una strategia di investimento e non viene fornito in qualità di fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di alcun investitore in particolare, né suggeriscono alcuna linea di condotta specifica. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e previa consultazione con i propri professionisti finanziari.

Le opinioni e i pareri espressi hanno esclusivamente scopo informativo ed educativo alla data di produzione/redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali condizioni di mercato o di altro tipo, sviluppi legali e normativi, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbero non verificarsi. Il presente materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica.

Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e composizione del portafoglio proposta o prevista. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nella

preparazione del presente materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. I rendimenti passati non sono indicativi né garantiscono risultati futuri. Investire comporta dei rischi; è possibile la perdita del capitale.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità o alla completezza attuali di tali informazioni, né si assume alcuna responsabilità per le decisioni basate su di esse, che non devono essere considerate attendibili a tal fine. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, si prega di consultare il glossario su [nuveen.com](https://nuveen.com).

**Si prega di notare che non è possibile investire direttamente in un indice.**

#### Informazioni importanti sul rischio

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio e non vi è alcuna garanzia che un investimento generi una performance positiva in un determinato periodo di tempo. Gli investimenti azionari comportano dei rischi. Gli investimenti sono inoltre soggetti a rischi politici, valutari e normativi. Tali rischi possono essere amplificati nei mercati emergenti. In quanto classe di attività, gli asset reali sono meno sviluppati, meno liquidi e meno trasparenti rispetto alle classi di attività tradizionali. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà di attività immobiliari e agli investimenti esteri, inclusi i cambiamenti delle condizioni economiche, i valori valutari, i rischi ambientali, il costo e la possibilità di ottenere un'assicurazione, nonché i rischi relativi alla locazione di immobili.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni di investimento tramite i propri specialisti in materia. Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti ai sensi della MiFID.

**ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.**

**NON ASSICURATO DALLA FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE**

WF4364750 5405444