

1° GIUGNO 2026

# Commenti

Nuova Serie

## BATTERE L'INCERTEZZA 25 VOLTE

Marco Zatterin\*

Nell'ultimo bollettino economico della Bce la parola incertezza compare 25 volte. Nelle previsioni economiche della Commissione Ue, un volume certo più spesso, la troviamo 104 volte in buona compagnia visto che "shock" si presenta in 162 occasioni e "crisi" 42.

È il segno dei tempi. Dobbiamo preoccuparci? Giulio Einaudi, giunto alla soglia dei novant'anni, si opponeva a certi pessimismi dilaganti assicurando – come affermava ne *I migliori anni della nostra vita* – che "è almeno dal 1912 che mi dicono che le cose vanno male, che il mondo è arrivato alla fine".

Il vecchio editore si era persuaso che l'apocalittica declinazione delle crisi, o delle policrisi come si sente dire oggi, fosse più una scusa per arrendersi al proprio destino che non uno stimolo a cercare di superare gli ostacoli. Dovremmo convincercene anche noi. C'è molto da fare, meglio non perdere tempo ad allarmarci. Dobbiamo raccogliere le informazioni con realismo e cercare di capirle. Poi fare il nostro meglio e combattere il vento avverso dell'indeterminatezza e del dubbio.

**Siamo nel tunnel.** Questo sì. Venticinque volte nell'incertezza. Tutto dipenderà da quanto sarà lunga questa storia del conflitto in Medio Oriente, cosa che non sa nessuno, nemmeno Donald Trump.

È un vero peccato perché l'economia dell'Eurozona, come buona parte di quella mondiale, mostrava un certo slancio quando hanno iniziato a manifestarsi le turbolenze seguite alla guerra dichiarata il 28 febbraio da Israele e Stati Uniti contro l'Iran, un regime fondato sul terrore che andava affrontato a muso duro con mezzi diversi dalle bombe.

Una delle operazioni militari peggio preparate della storia ha avuto l'effetto di bloccare lo Stretto di Hormuz attraverso il quale transita il 20 per cento del petrolio planetario e generare un contraccolpo che influisce con violenza sulle bollette dei cittadini e delle imprese del globo intero. Da quasi tre mesi il passaggio è chiuso e il greggio è salito oltre i cento dollari al barile, per poi flettere con le voci di una trattativa avanzante. Il gas sulla piazza di Amsterdam ha superato 50 euro, oltre il 60 per cento in più rispetto a inizio anno.

La presunzione post-guerra fredda che le dipendenze fossero ampiamente condivise dalle economie avanzate e che l'economia aperta fosse un bene pubblico globale si è sgretolata.

Viviamo un'epoca di asimmetria, un periodo di transizione in cui il potere deriva meno dalla dimensione o dalla ricchezza che dalla capacità di trasformare lo squilibrio in leva.

COMMENTO  
N.037 NS/2026



\*Consigliere  
Fondazione CSF

Le opinioni espresse  
non impegnano  
necessariamente la  
Fondazione CSF



Fondazione CSF

**La congiuntura.** Giovedì 21 maggio sono uscite le previsioni economiche della Commissione Ue. La notizia è che non ci sono “notizie” e che le stime sono ancora piuttosto ottimistiche.

Per quanto riguarda l'Italia, il tasso di crescita (0,5% del Pil) sarà il più basso di tutta l'Eurozona nel 2026 (fatta eccezione per l'Irlanda, che però merita un discorso a parte perché nel 2025 ha registrato una espansione del 12,5% dovuta a un aumento esponenziale delle esportazioni farmaceutiche a causa della minaccia dei dazi americani) e il peggiore dell'intera Ue nel 2027 (0,6%), quando il rapporto debito/Pil segnerà un nuovo record (139,2%) e per la prima volta dal 2006 supererà quello della Grecia (134,4%).

Il problema del Paese è palesemente strutturale.

Servono riforme e non nuovo deficit, soprattutto in vista dell'anno elettorale. Il Pil italiano è appena l'1,9 per cento oltre il livello del 2007. Francia, Germania e Spagna sono avanzate di circa il 20 per cento.

**Gli effetti della stretta allo Stretto.** Petrolio elevato significa inflazione più alta, consumi più deboli, margini delle imprese sotto pressione, banche centrali meno accomodanti e quindi mercati azionari più fragili.

Nonostante questo, i mercati non si sono fermati. Non leggono ancora il greggio andato lungamente oltre i 100 dollari come segnale di recessione imminente, ma lo vedono in prevalenza come un premio al rischio geopolitico legato allo Stretto di Hormuz.

Gli investitori sembrano convinti che l'impatto possa restare confinato sul piano macro, senza tradursi in un deterioramento visibile degli utili aziendali, dei consumi o del credito. Gli scenari degli analisti disegnano per ora una gobba stretta. E, alla luce delle ultime trimestrali delle società Usa, gli analisti stimano profitti a fine 2026 in crescita del 20%. I listini balleranno, ma non cadranno. Non nello scenario attuale.

Il 25 maggio Milano ha superato i 50.121 punti, record che resisteva dal 6 marzo 2000. È stata una delle ultime Borse europee a trovare i massimi storici. Tutti scommettono sulla fine della guerra. Ma questo servirà solo a mitigarne l'impatto.

**I tassi.** Qui ci saranno novità. La **Bce** ha un mandato preciso. Deve mantenere l'inflazione intorno al 2 per cento utilizzando principalmente la leva monetaria. In Italia siamo al 2,7. In Europa anche di più. Come tutte le regole, è bene che vi si attenga. La certezza del rispetto del quadro normativo è sempre garanzia di stabilità. Con questa premessa, è lecito attendersi almeno due ritocchi del tasso di interesse sui depositi, fermo al 2,00% dall'11 giugno 2025. L'entità dipende dall'intensità e dalla durata della crisi energetica legata alla chiusura dello Stretto di Hormuz. Possibile che in autunno si sia almeno al 2,5 per cento. Non si esclude una decisione più ampia. Non si esclude il 3 per cento.

Salirà il costo dei prestiti e dei mutui. Sul web chiedere 16 mila euro costa il 7,87 per cento già oggi. Ed è una banca regolare.

Giovedì Julius Baer ha previsto tassi stabili negli Usa (3,50/3,75) per tutto il 2026 e 2027. Siamo a metà strada da il consenso di mercato che immagina dei tagli (il nuovo presidente è arrivato per quello) e le proiezioni legate all'inflazione che suggeriscono un aumento.

BATTERE  
L'INCERTEZZA  
25 VOLTE

Le opinioni espresse  
non impegnano  
necessariamente la  
Fondazione CSF



Fondazione CSF

I rendimenti sull'obbligazionario sono in ascesa marginale su entrambe le sponde dell'Oceano Atlantico: al 4,61% il *Treasury* statunitense sulla scadenza decennale; rispettivamente al 3,10% e al 3,86% il Bund tedesco e il nostro BTp, per uno spread Italia-Germania che si mantiene attorno ai 76 punti base. In prospettiva, saliranno le quotazioni obbligazionarie e caleranno quelle dei fondi che investono in bond.

**Che succede?** Il mercato, a prima vista, può apparire contraddittorio. Le Borse crescono alla faccia dei segnali congiunturali negativi. A parte le speranze, confluiscono nelle aspettative due correnti positive: l'esuberanza del settore tecnologico e la forza degli utili aziendali. Questo è in gran parte dovuto dal super-ciclo dell'IA e dalla convinzione che sia gli Stati Uniti che l'Iran vogliano un accordo di pace a breve termine. Il rischio nei prossimi mesi, tuttavia, è che le conseguenze dello shock stagflazionistico di quest'anno colpiscano i mercati finanziari e che il dollaro rimanga più forte più a lungo. Wall Street continua a fissare nuovi massimi, con l'S&P 500 arrivato addirittura a superare la soglia dei 7.500 punti prima di perdere quota. Venerdì 22 maggio così chiuso l'ottava settimana in rialzo di fila, successo che non incassava dal 2023. A livello globale, Blackrock rileva che le azioni si stanno rialzando grazie alle forti aspettative sugli utili dell'IA, compensando i timori dovuti alle pressioni inflazionistiche dovute alla frammentazione geografica, come lo shock di offerta in Medio Oriente.

Giovedì 21 maggio sono usciti i dati di Nvidia, meglio delle stime, eppure il titolo è caduto. Certo vale la regola di vendere sulla notizia, ma c'è dell'altro. Gli investitori non sono sicuri che gli ampi investimenti e i ricchi utili saranno sostenuti dai consumi a medio e lungo termine.

Secondo Allianz, l'IA dipende fondamentalmente dal commercio globale di beni e servizi, con una catena del valore complessa e frammentata a livello internazionale che comprende materie prime, semiconduttori, hardware informatico, infrastrutture cloud, dati e applicazioni finali. Qui lo scenario richiede più scommesse che previsioni.

**Altri mercati.** Oltre la guerra dei mondi fra Usa e Cina, bisogna seguire attentamente gli emergenti. Più report consigliano di tenere un occhio sui paesi asiatici che producono componenti critici dell'IA e gli esportatori di energia e materie prime latinoamericani.

Resta alto l'interesse per i titoli americani. I danni contenuti alla crescita provocati dal conflitto in Medio Oriente e le forti aspettative di utili – in particolare nel settore tecnologico – tengono acceso un faro su Wall Street. Gli investitori seguono gli utili, semiconduttori in testa.

**Il dollaro.** Finora ha ostentato una performance mediocre, ma potrebbe beneficiare di alcuni guadagni a breve termine poiché il mercato valuta temporaneamente un ciclo di inasprimento della Federal Reserve. Anche se ci aspettiamo un aumento della Banca Centrale Europea a giugno, EUR/USD potrebbe mettere nuovamente alla prova la regione del ribasso 1,15, poiché l'inflazione statunitense si scalda in un momento di attività stabile (nel migliore dei casi).

BATTERE  
L'INCERTEZZA  
25 VOLTE

Le opinioni espresse  
non impegnano  
necessariamente la  
Fondazione CSF



Fondazione CSF

**I mega trend.** L'IA sta facendo salire le azioni, ma non possiamo dire quale forza dominerà nel lungo periodo. L'enciclica di Leone XIV appena pubblicata invita a evitare l'effetto Torre di Babele per “assumere con lucidità e responsabilità le sfide del nostro tempo”. Comunque vada, ci attendono cinque (almeno) grandi cambiamenti strutturali destinati a influenzare gli investimenti nel breve e nel lungo termine. Sono destinati a modificare le prospettive di crescita e inflazione, pertanto la redditività dei settori e delle economie. Intorno a loro ruotano rischi e opportunità.

**1. Divergenza demografica.** Il mondo è diviso tra economie avanzate invecchiate e giovani emergenti mercati – con implicazioni diverse. Le proiezioni indicano che la popolazione dell'Unione Europea subirà una flessione complessiva di circa 53 milioni di persone, passando dai circa 451 milioni attuali a meno di 400 milioni entro il 2100. L'invecchiamento della popolazione nelle economie avanzate (e non solo) peserà sui bilanci pubblici. Servono denari e strategie che non stanno maturando come si dovrebbe.

**2. Disruption digitale e intelligenza artificiale (IA).** Le tecnologie stanno trasformando il nostro modo di vivere e lavorare. Secondo la Commissione Ue, l'impatto dell'IA sulla produttività rimane incerto. L'adozione diseguale dell'IA rischia però di ampliare le disparità economiche—sia all'interno dei mercati del lavoro che tra le regioni. Il fatto che individui e lavoratori con istruzione superiore in occupazioni altamente qualificate (tipicamente con salari superiori alla media) adottino strumenti di IA a tassi superiori alla media integra l'osservazione che l'uso dell'IA è più diffuso nelle economie con ecosistemi di innovazione robusti. Insieme, queste tendenze rischiano di approfondire un doppio divario digitale: all'interno delle economie—cioè tra gruppi socio-economici—e tra di esse.

Le diseguaglianze – economiche, sociali e culturali – possono ampliarsi sensibilmente.

**3. Frammentazione geopolitica e competizione economica.** La globalizzazione viene riprogrammata, mentre il mondo si divide in blocchi concorrenti.

L'esito dipende da come volgerà il tentativo trumpiano di stabilire un regionalismo bipolare con usa e Cina a condurre i giochi. L'Europa, se non reagirà, rischia di essere schiacciata.

**4. Futuro della finanza.** Si approssima un'architettura finanziaria in rapida evoluzione sta cambiando il modo in cui famiglie e aziende utilizzano contanti, prestiti in prestito, transazioni e inseguono l'utile.

L'effetto della digitalizzazione, non ancora noto e di complessa comprensione, va tenuto sotto continua osservazione.

**5. Transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.** È una fase è destinata a stimolare una massiccia riallocazione del capitale come energia.

Secondo la Commissione europea gli effetti negativi dell'inazione nel contrastare i cambiamenti climatici saranno molto elevati. I dati preliminari indicano un costo annuo di 600 miliardi di EUR per il periodo 2024-2030.

BATTERE  
L'INCERTEZZA  
25 VOLTE

Le opinioni espresse  
non impegnano  
necessariamente la  
Fondazione CSF



Fondazione CSF

I costi di investimento per affrontare i cambiamenti climatici si annunciano molto alti. Il fabbisogno aggiuntivo medio annuo di investimenti per conseguire gli obiettivi in materia di clima ed energia per il 2030 è stato stimato a circa 480 miliardi di EUR. Tenendo conto del collegamento con il processo di trasformazione digitale e garantendo un'autonomia strategica aperta (in linea con REPowerEU), tali costi ammontano a 3 200 miliardi di EUR.

Le risorse pubbliche per affrontare il problema sono limitate, per cui si dovrà ricorrere anche a capitali privati che potrebbero coprire i finanziamenti per i settori prioritari della risposta ai cambiamenti climatici. Un ritardo nella risposta dell'UE a questa sfida storicamente senza precedenti può portare a un ulteriore declino della posizione dei paesi dell'UE nell'economia mondiale in termini di quota del PIL globale (che è scesa dal 25 % al 18 % tra il 2005 e il 2023).

**Conclusioni.** Il futuro succede sempre da domani in poi.

Nel 1938 lo storico olandese Johan Huizinga scriveva nella Crisi della civiltà che “il passato può offrirci un ammaestramento e servire a orientarci” perché “non possiamo giudicare il processo storico come un caso chiuso”. E concludeva: “se vogliamo conservare la cultura dobbiamo continuare a creare cultura”.

Se vogliamo fare curare l'economia dobbiamo creare economia.

Il cambiamento invita pertanto a interrogarci su cosa valga davvero la pena. La logica del profitto amministrata dai mercati o quella della crescita che ci porti a guardare oltre la punta dei nostri piedi. Oppure tutte e due le cose - come sempre, in fondo - ragionando su nuovi parametri di sviluppo, purché ad affermarsi sia l'equilibrio dei valori nel rispetto degli interessi collettivi, ovvero la sola ricetta che, limitando le disuguaglianze, può consentirci di fare l'Unione con la forza prima che la forza disfi l'Unione e tutto quello che ha portato sinora.

BATTERE  
L'INCERTEZZA  
25 VOLTE

Le opinioni espresse  
non impegnano  
necessariamente la  
Fondazione CSF

