



OUTLOOK

ISPI  
MERCATI AZIONARI  
MERCATI OBBLIGAZIONARI  
MERCATI VALUTARI  
LE NOSTRE LINEE

## **BRICS: RESILIENZA O FRAMMENTAZIONE?**

Soumya Bhowmick

*Centre for New Economic Diplomacy (CNED) at Observer Research Foundation (ORF)*



Prosegue la collaborazione con ISPI, Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, nato nel 1934 e che da più di dieci anni annovera Ersel tra i suoi soci. Oggi ISPI rappresenta uno dei più prestigiosi think tank del mondo, organizzatore di importanti convegni internazionali di geopolitica, noto per l'autorevolezza dei collaboratori, delle numerose pubblicazioni e del suo centro di formazione per giovani diplomatici.

## BRICS: resilienza o frammentazione?

Soumya Bhowmick

*Centre for New Economic Diplomacy (CNED) at Observer Research Foundation (ORF)*

ISPI

L'India, che detiene quest'anno la presidenza del gruppo, ha una sfida davanti: trasformare un forum in preda alle tensioni in una piattaforma pragmatica di cooperazione economica.

I BRICS non sono mai stati concepiti come un'alleanza militare, bensì come una coalizione di potenze emergenti alla ricerca di una voce più incisiva nella governance globale, di maggiori margini di manovra nelle politiche di sviluppo e di una concezione più plurale dell'ordine mondiale. Eppure, la guerra nel Golfo iniziata nel febbraio 2026 ha posto il gruppo di fronte a un vero e proprio stress test interno sul piano militare e della sicurezza. Il blocco, che oggi include i nuovi membri Egitto, Etiopia, Iran, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Indonesia accanto ai cinque membri originari — Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica — si trova a fare i conti, dall'interno, con un conflitto che ha investito le geografie dei suoi stessi membri, interrotto rotte commerciali ed esposto allineamenti di sicurezza profondamente divergenti.

Oggi il gruppo riunisce 11 importanti economie emergenti, che rappresentano circa il 49,5% della popolazione mondiale, il 40% del PIL globale e il 26% del commercio mondiale. Se l'allargamento ne ha indubbiamente accresciuto il peso rappresentativo, la crisi attuale sta mettendo alla prova la capacità dei BRICS di restare una piattaforma economica e politica credibile

quando alcuni dei suoi membri sono direttamente colpiti dalla guerra, mentre altri sono costretti ad assorbirne i costi indiretti.

### **L'allargamento dei BRICS complica il consenso**

Per anni, i BRICS sono stati sufficientemente ampi e flessibili da includere democrazie e altri sistemi di governo, esportatori di materie prime e poli manifatturieri, partner e critici degli Stati Uniti. Questa elasticità ha consentito al gruppo di funzionare nonostante le divisioni sull'Ucraina, sulle sanzioni, sulla riforma del commercio e sul futuro del dollaro. Ma, con l'ingresso di importanti potenze del Golfo e di attori dell'Asia occidentale, i BRICS hanno smesso di essere soltanto un forum che commenta le crisi da una distanza di sicurezza. Non a caso, nel 2025, quando i ministri degli Esteri dei BRICS riuniti a Rio non sono riusciti a concordare un comunicato congiunto, è emerso con chiarezza quanto sia più difficile raggiungere il consenso in un formato allargato. La contraddizione centrale dei BRICS di oggi è che la loro scala, diversità e attrattiva rappresentativa rendono anche più difficile sostenere una coerenza strategica.

**BRICS: resilienza o frammentazione?**

ISPI

Il gruppo può ancora trovare un'intesa sulla riforma delle istituzioni, sulla finanza per lo sviluppo o sul linguaggio della multipolarità. È molto meno probabile che riesca a produrre una posizione unitaria su conflitti nei quali i suoi membri hanno percezioni della minaccia, allineamenti esterni e vincoli interni differenti. Per l'India, che ha assunto la presidenza di turno nel 2026, ciò significa che la vecchia formula BRICS della solidarietà simbolica non è più sufficiente. La questione non è se i BRICS possano diventare strategicamente uniti, ma se possano rimanere politicamente rilevanti ed economicamente utili nonostante le fratture interne.

**Corridoi, materie prime e il prezzo della frammentazione**

La guerra nel Golfo ha reso inequivocabilmente geoeconomico l'ordine commerciale globale. L'UNCTAD ha avvertito che le interruzioni nello Stretto di Hormuz rallenterebbero commercio e crescita nel 2026, intensificherebbero le pressioni inflazionistiche, indebolirebbero le valute delle economie in via di sviluppo e aumenterebbero il costo dell'indebitamento estero. Gli effetti economici immediati della guerra, infatti, si trasmettono non solo attraverso i prezzi del petrolio, ma anche tramite i mercati dei noli, il

rischio assicurativo, le condizioni finanziarie e la vulnerabilità sovrana.

I recenti sviluppi dei mercati confermano la portata del problema. A maggio 2026, il Brent è temporaneamente salito intorno ai 120 dollari al barile, mentre riemergevano i timori di un possibile collasso del fragile cessate il fuoco, i flussi fisici di petrolio restavano limitati e persistevano interruzioni nei trasporti marittimi, nei noli e nelle assicurazioni. Anche una volta riaperta la rotta marittima, il processo di normalizzazione economica sarà inevitabilmente lento, costoso e incerto. Per le economie emergenti, è esattamente questo tipo di shock prolungato a trasformare un conflitto regionale in un problema di sviluppo. Per i BRICS, tali interruzioni colpiscono il cuore di ciò che il gruppo afferma di rappresentare: gli interessi economici del Sud globale in un mondo più volatile. La Russia ha già proposto la creazione di riserve alimentari congiunte con i partner BRICS in risposta alla crisi mediorientale, evidenziando gli effetti a catena sul commercio dei fertilizzanti e sulla sicurezza alimentare. La logica è che, se i BRICS non possono impedire le guerre, devono quantomeno diventare più capaci di attutirne le conseguenze economiche.

L'India incarna al tempo stesso la vulnerabilità e la capacità di adattamento. Nel marzo 2026, il





## I BRICS

riuniscono  
**11 importanti economie emergenti**  
e circa il 49,5%  
della popolazione  
mondiale



## L'India

incarna  
la vulnerabilità e  
**la capacità  
di adattamento**

governo indiano ha dichiarato che il Paese importa oggi greggio da circa 40 Paesi e che circa il 70% delle importazioni di petrolio arriva attraverso rotte esterne a Hormuz, rispetto al 55% circa del periodo precedente. Ha però anche riconosciuto che l'India importa circa il 60% del GPL che consuma e che, di norma, circa il 90% di queste importazioni transita attraverso lo Stretto di Hormuz. Nuova Delhi resta quindi direttamente esposta alla crisi, anche se la sua strategia di diversificazione ha ridotto l'intensità dello shock sui prezzi del greggio. È proprio per questo che la presidenza indiana dei BRICS dovrà essere più pragmatica che performativa.

### La presidenza indiana: pragmatismo più che postura

Al momento del lancio della propria presidenza BRICS, il ministero degli Esteri indiano ha annunciato come tema per il 2026 "Costruire per la resilienza, l'innovazione, la cooperazione e la sostenibilità", richiamandosi esplicitamente a una visione "Humanity First" e centrata sulle persone. Nel primo incontro degli Sherpa, a febbraio, Nuova Delhi ha delineato un'agenda particolarmente ampia, che comprende salute, agricoltura, lavoro e occupazione, riduzione del rischio di catastrofi, ambiente, cambiamento climatico, energia, innovazione, tecnologie dell'informazione e della comunicazione, sicurezza

e contrasto al terrorismo, nonché ambiti economici e finanziari. Non è il linguaggio della contrapposizione tra blocchi, ma quello di un pluralismo gestito, che riconosce come i BRICS abbiano maggiori probabilità di restare vitali se si concentrano sulla cooperazione pratica in molteplici settori, invece di tentare di imporre un'unità strategica.

L'approccio indiano dovrebbe dunque partire dal modo in cui il gruppo viene inquadrato. In primo luogo, l'India dovrebbe presentare i BRICS meno come un contrappeso all'Occidente e più come una piattaforma di stabilizzazione per il Sud globale. Questa distinzione è sempre più importante in una fase in cui il gruppo viene spesso interpretato attraverso il prisma della rivalità geopolitica. L'autonomia strategica, più che la politica dei blocchi, ha da tempo plasmato la diplomazia indiana, ed è improbabile che Nuova Delhi sostenga una narrazione che trasformi i BRICS in uno strumento di conflitto ideologico permanente. Un approccio più credibile sarebbe posizionare il gruppo come un forum volto a ridurre la vulnerabilità sistemica delle economie emergenti attraverso riforma istituzionale, finanza per lo sviluppo, connettività dei pagamenti e resilienza delle catene di approvvigionamento. In secondo luogo, l'India avrebbe interesse a dare priorità alla resilienza dei corridoi e alla sicurezza delle

**BRICS: resilienza o frammentazione?**

ISPI

materie prime rispetto a segnali apertamente politici. I BRICS dispongono già di alcuni elementi di un'architettura di risposta. La Dichiarazione di Rio ha sostenuto la prosecuzione dei lavori sulla BRICS Grain Exchange e ha invocato la riduzione al minimo delle interruzioni nei flussi di alimenti e fertilizzanti, mentre la dichiarazione ministeriale agricola del 2025 ha appoggiato pagamenti agricoli sicuri, cooperazione nel commercio e nella produzione di fertilizzanti, certificazione digitale e interoperabilità tra piattaforme nazionali di certificazione. L'India potrebbe utilizzare la propria presidenza per consolidare questi filoni in un'agenda più ampia di resilienza, collegando cibo, fertilizzanti, energia, trasporti marittimi e facilitazione del commercio come pilastri interconnessi della sicurezza economica. In terzo luogo, sul piano operativo, l'India può promuovere risultati concreti in materia di pagamenti interoperabili, cooperazione logistica, consultazione energetica d'emergenza e finanza per lo sviluppo. Le basi sono già visibili nel sostegno espresso dalla Dichiarazione di Rio alla BRICS Cross-Border Payments Initiative, a una maggiore interoperabilità tra i sistemi di pagamento e a un progetto pilota di Garanzie multilaterali BRICS presso la Nuova Banca di Sviluppo, volto a ridurre il rischio degli investimenti strategici. L'obiettivo più ampio dovrebbe essere spostare i BRICS dalla politica dichiarativa verso meccanismi in grado di facilitare le transazioni, abbassare i rischi e ridurre i costi della frammentazione economica per gli Stati membri.

Questa sequenza è coerente con l'approccio diplomatico di Nuova Delhi, che tende a privilegiare progressi incrementali rispetto alla postura di blocco, preservando la flessibilità strategica e costruendo cooperazione attorno a risultati specifici. Un gruppo che include India e Cina, Iran e Arabia Saudita, e membri con relazioni molto diverse con Washington difficilmente potrà raggiungere una coerenza strategica. Può però ancora produrre coordinamento economico. Il

vantaggio dell'India come presidente di turno risiede nel riconoscere che i BRICS non devono necessariamente pensarla allo stesso modo per agire utilmente laddove gli interessi convergono. I BRICS sotto pressione, dunque, rappresentano meno un test di unità che un test di utilità. Il conflitto nel Golfo ha esposto i limiti della convergenza politica all'interno di un gruppo allargato, ma ha anche rafforzato le ragioni di una cooperazione pragmatica per ridurre la vulnerabilità. In definitiva, in un mondo plasmato da colli di bottiglia, shock di approvvigionamento e ricorrenti effetti di spillover dei conflitti, i BRICS saranno giudicati meno dalla loro retorica che dalla loro capacità di attenuare le interruzioni economiche. Se durante la propria presidenza l'India riuscirà a guidare il gruppo in questa direzione, potrà offrire ai BRICS una finalità più credibile.



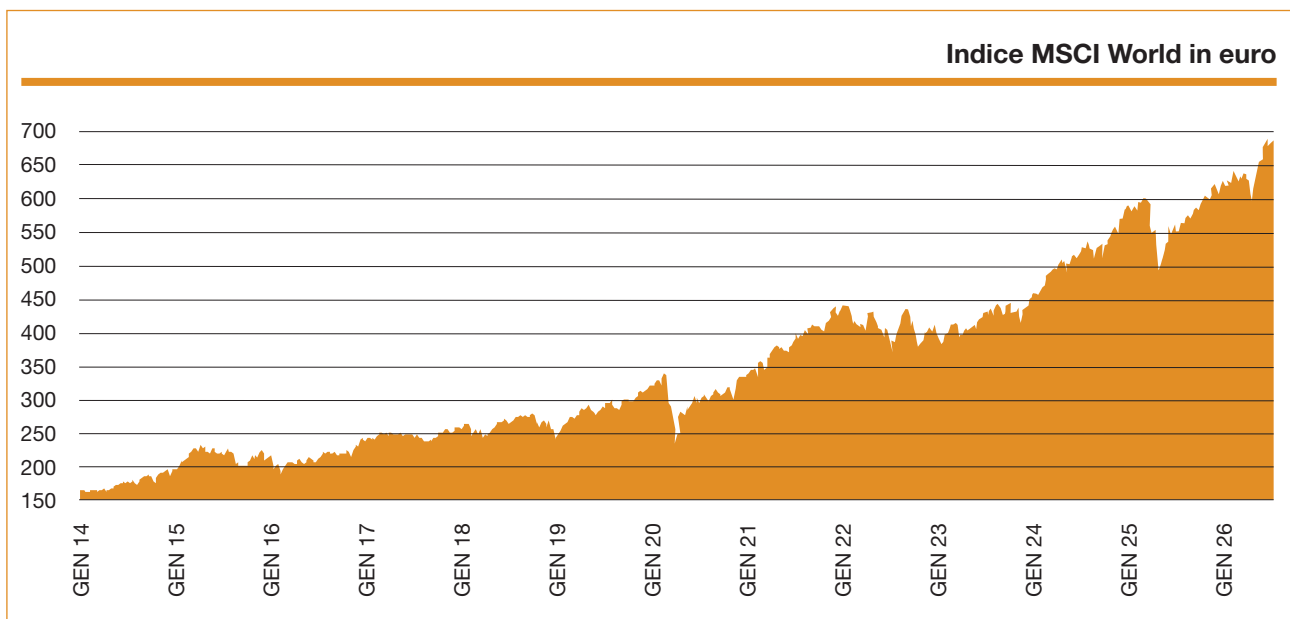
## Mercati azionari

Al netto di alcune misure di sentiment e di positioning, lo scenario fondamentale continua a mostrare una certa robustezza.

***Mercati resilienti,  
ma con volatilità  
in aumento***

Questo anche aldilà del contributo delle esposizioni più correlate con il tema dell'infrastruttura AI, che rimangono leader anche in termini di revisioni e momentum fondamentale sugli utili per azione. L'ulteriore estensione di alcuni di questi indicatori e la potenziale digestione di emissioni tra mega IPO (SpaceX) e share sale (es. Alphabet) può portare ad una fase di maggior volatilità pur in un contesto ancora costruttivo se guardato con l'ottica dell'analisi fondamentale. La dispersione tra titoli all'interno degli indici continua a rimanere molto elevata, a prescindere dalla leadership del mercato, con la maggior parte della dinamica spiegata da fattori idiosincratici più che da componenti macro. Di conseguenza le correlazioni rimangono vicine

allo zero e spiegano la netta differenza tra indice VIX, che riassume la volatilità dell'intero mercato americano e volatilità implicita/realizzata a livello di singoli titoli azionari dello stesso. Tutto questo porta a considerare esposizioni troppo appuntite come molto rischiose e quindi a ribadire la necessità della diversificazione e una certa "spalmatura" delle bet attive anche all'interno dei vari settori/industrie/fattori. Il momentum sugli utili dei paesi emergenti continua ad essere positivo. Con il progredire dell'anno anche il trailing a 12 mesi degli EPS diviene sempre più ampio. Va però ricordato che la concentrazione ai settori legati all'AI è il tema principale di mercato al momento, che prevale su criteri geografici e stili di investimento.



## Mercati obbligazionari

Per quanto riguarda il mercato americano, dai salari non si riscontrano i presupposti di un allargamento dello shock inflazionistico alle componenti più endogene dei prezzi.

**Credito:**  
*equilibrio tra stabilità  
e valutazioni tirate*

Continuiamo quindi a ritenere difficili da ipotizzare dei rialzi dei tassi. Il momentum di attività economica e mercato del lavoro rende però l'opzione di rialzi più concreta. E questo non tanto perché temiamo un rischio di surriscaldamento per l'economia, quanto piuttosto perché in un approccio di risk management «l'errore» di un rialzo in questo contesto economico risulterebbe meno dannoso. Nella zona Euro, il balzo al 2,5% della Core CPI ci ha sorpreso, pur rimanendo negli effetti già stimati dalla BCE. Continuiamo a vedere poche tracce di tensione sul mercato del lavoro e quindi bassi rischi di marcati second round effects. Infatti, riteniamo che i due rialzi dei tassi prezzati dal mercato siano volti principalmente ad evitare il disancoramento delle aspettative di inflazione. Rialzi che pertanto, una volta cessato lo shock, possono essere revocati abbastanza velocemente. Dopo l'inizio delle trattative in Medioriente il credito a più alto beta ha fatto subito registrare un recupero significativo con spread in netta compressione, per poi stabilizzarsi in maggio e giugno. Le performance da inizio anno sono tornate positive, con High Yield e COCO più vicini ai massimi rispetto agli Investment Grade, che hanno ritracciato di più e recuperato di meno a causa della maggior sensibilità ai tassi dovuta alle crescenti preoccupazioni sull'inflazione. Gli spread sono quindi nuovamente cari da un punto di vista valutativo sia in termini storici sia di relative value, mentre i rendimenti in termini assoluti continuano a rimanere sufficientemente attraenti.



Aspettative di un  
**rialzo tassi**  
in USA



**Spread**  
stretti  
**yield ancora  
attraenti**

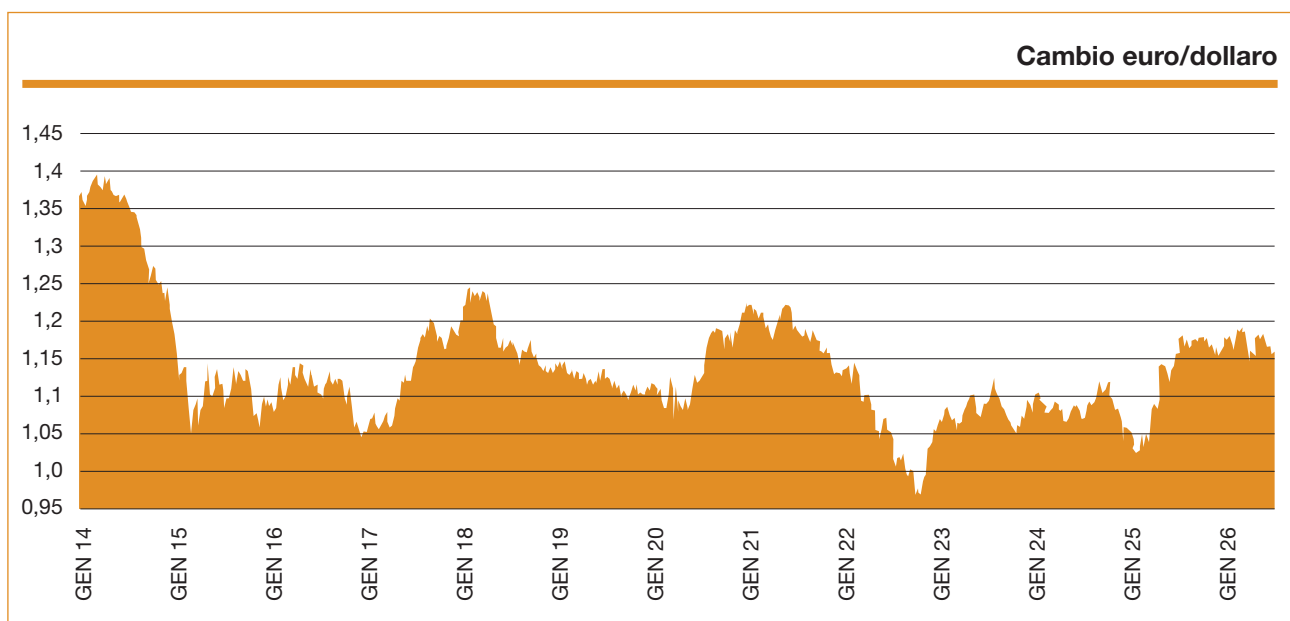
## Mercati valutari

L'evidenza macro del mese rafforza un contesto USA caratterizzato da una certa persistenza dell'inflazione e da un momentum ancora favorevole del ciclo economico.

**Petrolio,  
tassi e valute:  
equilibrio in un  
contesto incerto**

Tuttavia, tali dinamiche non appaiono, a nostro avviso, sufficienti a modificare lo scenario di riferimento, che continua ad avere negli sviluppi legati allo stretto di Hormuz la principale fonte di incertezza. In questo contesto, colpisce il comportamento complessivamente composto del prezzo del petrolio che, pur in presenza di un progressivo ridimensionamento delle scorte, non ha mostrato tensioni significative. Ciò riflette aspettative crescenti di una tregua più duratura nell'area mediorientale e una crescente fiducia del mercato nelle trattative in corso. Il prezzo del greggio si è portato in prossimità della soglia degli 80 dollari al barile, senza evidenziare eccessi direzionali. Un'eventuale stabilizzazione, seppur in un contesto ancora fragile, potrebbe

favorire un moderato rafforzamento dell'euro. Rimane tuttavia complesso ipotizzare un superamento stabile della soglia di 1,20 contro dollaro, almeno finché persisteranno timori legati a possibili interventi restrittivi da parte della Federal Reserve. Sul fronte valutario, nonostante la debolezza registrata dal dollaro australiano, penalizzato da una banca centrale meno incline a ulteriori rialzi dei tassi e dalla corona norvegese, le strategie di carry e momentum non hanno subito un deterioramento significativo. Tali dinamiche confermano un contesto ancora favorevole per approcci selettivi, pur in presenza di un quadro macro-finanziario che resta sensibile all'evoluzione dei rischi geopolitici.



## Le nostre linee

Non si segnalano discontinuità tali da mettere sotto revisione le aspettative sugli utili molto positive di quest'anno, questo sia dal punto di vista macro che micro.

***Fondamentali solidi,  
ma selettività  
e prudenza  
nelle valutazioni***

Tuttavia, le valutazioni, soprattutto negli ambiti sostenuti da sentiment e positioning molto favorevoli, possono essere oggetto di riconsiderazione. A nostro avviso a quadro sui fondamentali invariato, ribassi di una certa entità del mercato sono da considerarsi più come momenti di ingresso che di chiusura delle posizioni a maggior rischio. Sui mercati obbligazionari, in ottica strategica, quando lo shock energetico si stabilizzerà, il bund dovrebbe avere spazio di apprezzamento in conto capitale. Manteniamo un atteggiamento costruttivo sulla duration governativa europea. Per quanto riguarda il credito societario gli spread sono nuovamente cari da un punto di vista valutativo sia in termini storici sia di relative value. A seconda dei portafogli sulle diverse strategie sono state sottoscritte solo alcune emissioni subordinate in ottica di allungamento scadenze su nomi già presenti in portafoglio. Prudenza sul credito: preferenza Investment Grade

e subordinati bancari vs High Yield. In un contesto di mercati azionari in cui il rischio di rotazioni rapide e violente è ritenuto superiore a quello di un vero sell-off prolungato, riteniamo ragionevole, oltre ad una generale diversificazione, incrementare alcune posizioni in ambiti che risultano decorrelati rispetto al momentum su AI e che possano beneficiare di re-rating e ripresa di interesse/ revisioni positive in caso di stabilizzazione sul fronte inflazione soprattutto se derivante da riapertura di Hormuz. I beneficiari di questa dinamica, su cui si è focalizzata la movimentazione in acquisto più recente, potrebbero trovarsi sia in settori più difensivi come pharma che in altri più ciclici quali finanziari, consumi e industriali. I portafogli multiasset total return hanno mantenuto invariata l'esposizione valutaria. Alcuni portafogli multiasset hanno investimenti sulle materie prime, tramite strategie diverse anche in funzione dei rispettivi obiettivi di rischio e di rendimento.





# THE GOLDEN HOUR

L'ORO DAL FIGURATIVO ALL'ASTRATTO



ERSEL

MILANO, VIA CARADOSSO 16  
LA MOSTRA PROSEGUIRÀ FINO AL 10 LUGLIO  
LUNEDÌ/VENERDÌ DALLE 10 ALLE 18

Dettagli di: **Zanetto Bugatto e bottega** | *San Pietro*, XV secolo / Courtesy Galleria Orsi, Milano e  
**Lucio Fontana** | *Concetto Spaziale - Venezia d'Oro*, 1961 / Collezione privata

# Insieme.

Con il tuo supporto,  
Fondazione Paideia ogni giorno  
è accanto ai bambini con disabilità  
e alle loro famiglie.

5x  
1000



Unisciti a noi, destina il tuo 5x1000  
a Fondazione Paideia.

**C.F. 97552690014**



# CAMBIAMO PROSPETTIVA PER SCOPRIRE NUOVI ORIZZONTI

**Professionalità, visione, innovazione.**

Dal 1936 restiamo fedeli ai nostri valori,  
cercando le vie più sicure e innovative nel gestire grandi patrimoni.  
Perché per orientarsi nella complessità dei mercati bisogna guardare da angoli nuovi  
le **opportunità** di investimento, con **prudenza**,  
senza perdere mai di vista gli **obiettivi fissati**.



**ERSEL**  
Wealth Management

Segui i nostri podcast su



A cura del Team Advisory Ersel



**ERSEL**

Wealth Management