ERSEL

DIC/26

OUTLOOK

ISPI
MERCATI AZIONARI
MERCATI OBBLIGAZIONARI
MERCATI VALUTARI
LE NOSTRE LINEE

CLIMA: L'INCOGNITA PER LA NAVIGAZIONE.

Angela Stefania Bergantino
ISPI Senior Associate Research Fellow;
Professoressa, Università di Bari



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.

Clima: l'incognita per la navigazione.

Angela Stefania Bergantino
ISPI Senior Associate Research Fellow; Professoressa, Università di Bari

ISPI

Le interruzioni a Bab el-Mandeb prima e a Hormuz poi hanno focalizzato l'attenzione sulle grandi rotte marittime del Medio Oriente. Ma esistono altre vie d'acqua alle prese con le loro crisi.

Negli ultimi anni è diventato sempre più evidente come in un mondo interconnesso le condizioni della navigazione siano un fattore dal quale possono scaturire crisi di dimensioni globali. L'attuale riduzione del traffico nello Stretto di Hormuz, definita in un recente studio di Banca d'Italia la più grave interruzione delle forniture fisiche nella storia dei mercati energetici globali, ha messo in luce come le tensioni internazionali si riflettano ormai in brevissimo tempo sui mercati e sui consumatori finali.

Non sono solo, però, le situazioni di instabilità politica, su cui si concentra la nostra attenzione nell'attualità, che si possono trasformare in ostacoli ai transiti. C'è un altro macro-fattore che agisce sul lungo periodo ma che può incidere su noli, tempi di viaggio, scorte e affidabilità: il clima.

Le condizioni fisiche che rendono utilizzabili mari, canali e fiumi cambiano. Possono ridurre la capacità di un corridoio, ampliare le possibilità di navigazione o rendere più incerto un collegamento sul quale le imprese hanno costruito la propria rete logistica. A proposito del rapporto tra clima e navigazione, due casi hanno recentemente destato interesse, il Canale di Panama e l'Artico, ma c'è una questione meno nota ma non meno importante che può produrre conseguenze rilevanti, ovvero come il cambiamento climatico stia cambiando la navigazione interna europea.

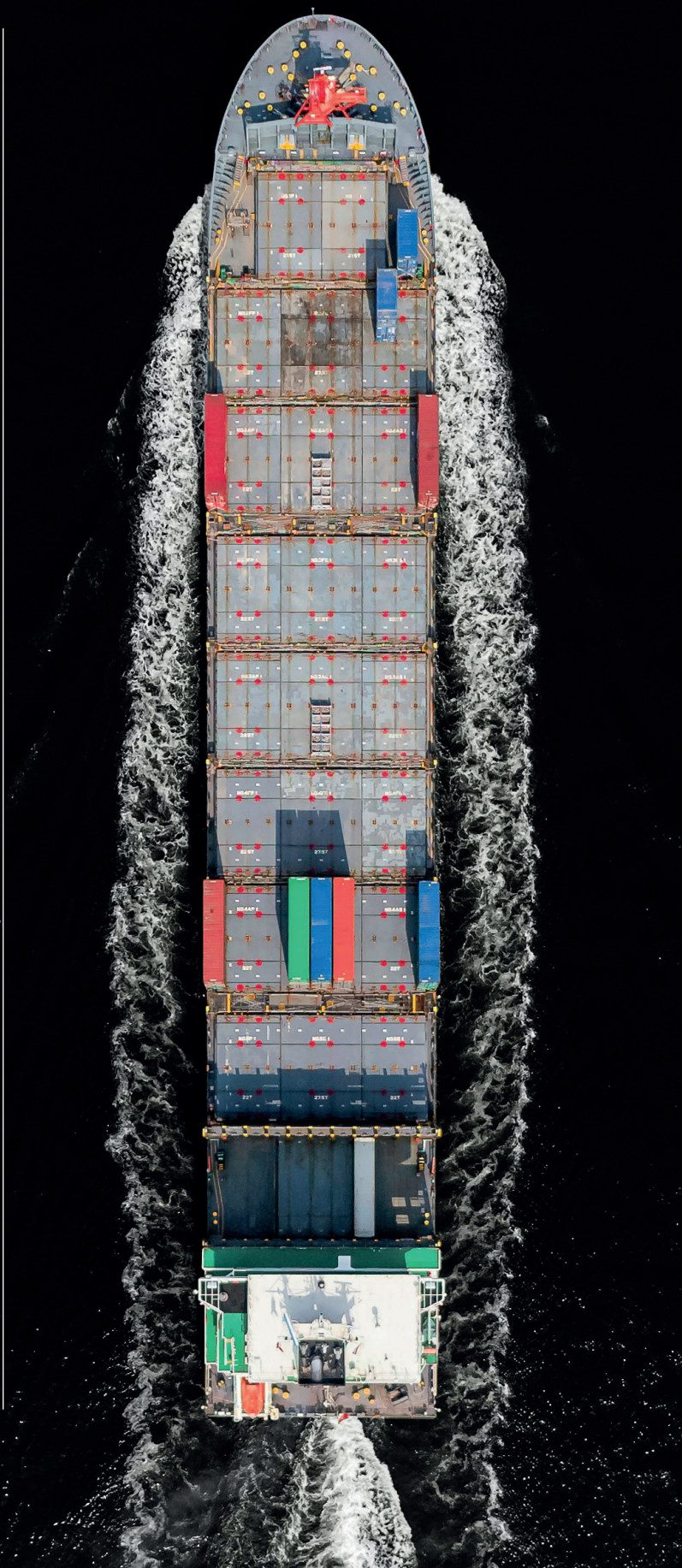
Attorno all'Europa: il Canale di Panama e il Mar Artico

Il Canale di Panama si è dimostrato negli ultimi anni sempre più vulnerabile alla variabilità climatica e alla pressione sulle risorse idriche. Il canale dipende dall'acqua dolce per il funzionamento delle chiuse. In condizioni normali il dato è di 36 transiti al giorno. Nel dicembre 2023, durante la crisi idrica dovuta a El Niño, il numero di navi era sceso a 16, per poi attestarsi a 22: quasi il 40% in meno. La capacità era diminuita anche senza un danno fisico al canale. Questa scarsità si traduce in un costo. Nel novembre 2023 gli slot di transito sono stati aggiudicati all'asta fino alla cifra record di circa 4 milioni di dollari, in aggiunta al pedaggio ordinario. Questo è quanto un operatore era disposto a pagare per evitare un'attesa o una deviazione, cioè la circumnavigazione del Sudamerica, dimostrando quanto il fattore

climatico sia un fattore produttivo della logistica. Il secondo esempio è l'Artico. Il ritiro dei ghiacci estende le stagioni di navigazione e rende accessibili aree prima difficili da raggiungere. Tra il 2013 e il 2025 le navi presenti nell'area artica del Codice polare sono aumentate del 40% (comprendendo però anche la pesca e le attività legate alle risorse naturali). La percorribilità della rotta settentrionale, quella che corre a nord dell'Eurasia e può considerevolmente accorciare la navigazione tra Pacifico occidentale e Atlantico, è però del tutto relativa e la sua convenienza in termini economici è ancora incerta. Uno studio del 2025 sulla rotta tra Busan, il principale porto container della Corea del Sud e uno dei grandi snodi del commercio marittimo mondiale, e Rotterdam ha stimato il costo in circa 1.200-1.400 dollari per TEU via Artico, con una nave rinforzata per i ghiacci, contro i circa 700 via Suez con una nave molto più grande. Meno chilometri non garantiscono un costo unitario inferiore, anche perché i costi generali della navigazione artica rimangono considerevoli.

Nel cuore dell'Europa: il Reno e il Danubio

La navigazione interna rappresenta il 5% del trasporto terrestre di merci nell'Unione europea in tonnellate-chilometro: il 6,6% in Germania e l'1,9% in Francia. Poco, rispetto al traffico merci su strada e su ferrovia. Tuttavia, la sua incidenza è considerevole dove i flussi sono concentrati, ad esempio lungo i due grandi assi fluviali dell'Europa centrale, il Reno e il Danubio. Quando il livello dell'acqua scende, le imbarcazioni devono ridurre il carico. La via navigabile resta percorribile, ma la sua capacità economica diminuisce. Nell'estate appena passata il porto di Duisburg ha segnalato che, su alcuni tratti del Reno, le navi potevano trasportare soltanto un terzo del carico abituale. Duisburg è un nodo importantissimo che collega il commercio marittimo all'entroterra industriale tedesco attraverso il sistema fluviale Reno-Ruhr.
Il 17 agosto 2026, misurato a Duisburg, il Reno mostrava una portata inferiore del 48,5% rispetto a due mesi prima. Ciò non dipendeva solo dalla siccità, cioè da un minor apporto dalle piogge e





Il Canale di Panama si è dimostrato sempre più vulnerabile alla **variabilità climatica**



Il 17 agosto 2026 il Reno mostrava una portata **inferiore del 48,5%** rispetto a due mesi prima

dalle falde, ma anche dalla regolazione generale del sistema, che consente una gestione dei livelli più equilibrata possibile.
L'autorità portuale di Duisburg segnalava che gli scali erano aumentati del 50-60% rispetto ai mesi precedenti perché le stesse merci dovevano essere distribuite su più imbarcazioni. Cresce quindi il lavoro logistico necessario per mantenere gli approvvigionamenti, ad esempio la movimentazione ferroviaria, e infatti Deutsche Bahn, il gruppo che gestisce la rete ferroviaria tedesca, avvisava di avere solo capacità residua. Crescono dunque i costi generali. Secondo un'indagine della Camera di commercio e industria dell'Alto Reno meridionale, quasi un'azienda su tre ha ridotto quest'estate la produzione per l'aumento dei costi.
Negli stessi giorni della passata estate lanciavano un allarme anche i rappresentanti degli Stati membri della Commissione del Danubio, esprimendo seria preoccupazione per la crescente frequenza di livelli idrici estremi e per le conseguenze sulla navigazione, sull'economia e sugli ecosistemi.
Il 12 agosto 2026, con una dichiarazione ufficiale, sottolineavano non solo che "l'impossibilità di pianificare in modo affidabile le spedizioni comporta notevoli perdite economiche e riduce la competitività del trasporto per vie navigabili interne", con ricadute considerevoli sui già costipati sistemi ferro-gomma, ma anche che i bassi livelli delle acque rappresentano una sfida per quanto riguarda la produzione di energia idroelettrica, il raffreddamento e il funzionamento di alcuni impianti energetici. Il riferimento, non esplicitato, era alle centrali nucleari.

La navigazione interna in Francia

Il sistema dei canali navigabili in Francia svolge una funzione fondamentale di distribuzione delle merci. Le interruzioni della navigazione per siccità sono un problema ricorrente, che può durare settimane o mesi. Non dipendono soltanto dai fondali troppo bassi: spesso le chiuse vengono fermate per conservare l'acqua o per destinarla ad altri usi, ad esempio per l'irrigazione. In una fase di piovosità calante la risorsa-acqua diventa sempre di più contesa fra usi e agenti diversi. Voies navigables de France (VNF), l'ente pubblico francese responsabile della gestione, della manutenzione e dello sviluppo della maggior parte della rete di vie navigabili interne del Paese transalpino, produce bollettini quasi giornalieri sulla situazione.
In quello del 12 ottobre scorso dichiarava non più assicurato il collegamento nord-sud, indicando le chiusure del Canal de Bourgogne, del canale laterale alla Loira e della parte meridionale del versante Saône del canale fra Champagne e Borgogna.

Interruzione dei canali a parte, la ridotta portata dei corsi d'acqua produce già di per sé costi crescenti. Devono essere utilizzate navi con pescaggio inferiore e che possano essere raggruppate per passare le chiuse, in modo da utilizzare meno acqua nel caricare una chiusa rispetto a un passaggio singolo. Minori dimensioni delle imbarcazioni e tempi più lunghi di attesa alle chiuse si trasformano immediatamente in costi maggiori di trasporto.

Conclusioni

L'attenzione di media e operatori è giustamente attratta dalle tensioni della politica internazionale che provocano interruzioni nei colli di bottiglia della navigazione intercontinentale.
Sullo sfondo, però, il cambiamento climatico produce condizioni che richiedono trasformazioni strutturali più complesse o che sono destinate ad avere conseguenze più importanti.
L'attuale geografia mondiale delle produzioni strategiche, ad esempio, che si è formata a partire dalla fine del secolo scorso con la nuova ondata della globalizzazione e la comparsa delle Tigri asiatiche, potrebbe essere, nel volgere di qualche decennio, nuovamente ridisegnata. Le catene di rifornimento non solo possono essere interrotte a causa di conflitti politici, ma possono risultare non più economicamente convenienti a causa dei cambiamenti climatici.
Il tema, ancora una volta, è quello della resilienza, cioè della capacità di rispondere alle crisi prevedendo soluzioni alternative in anticipo.
Alla possibile messa fuori uso del sistema della navigazione interna europea non si può rispondere spostando le merci dall'acqua alla gomma: sarebbe come alimentare la causa del problema, non mitigarne gli effetti.

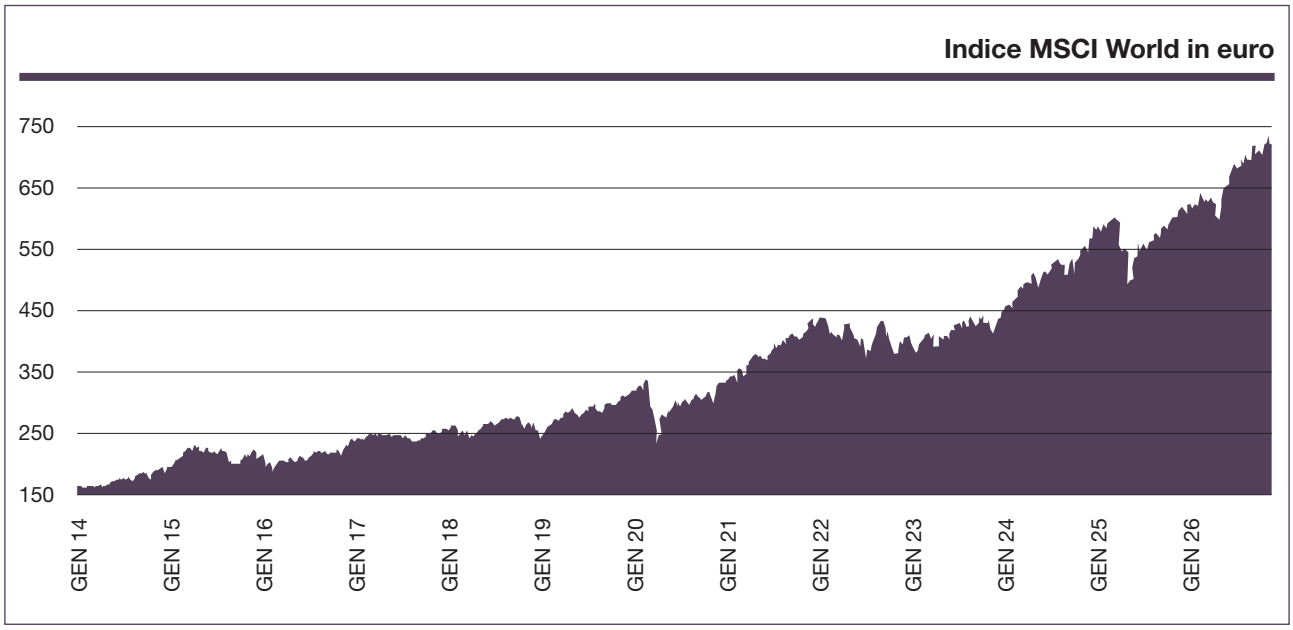


Mercati azionari

Le elezioni di midterm
e lo scandalo Nvidia
hanno generato volatilità
incrementale a livello di indici.

Volatilità e rotazioni: i fondamentali tengono

Il tech ha subito cambiamenti e abbiamo visto un contesto complesso per quanto riguarda anche le continue rotazioni interne e l'ampia dispersione. Non ci sono però al momento grossi cambiamenti rispetto a un mese fa a livello fondamentale, anche se lo stress sui prezzi è innegabile. Questo lo si vede a livello fattoriale dove statisticamente è fuori scala, in prospettiva storica, quanto sta succedendo in negativo sul fattore momentum. Riteniamo che questo tipo di movimenti abbia poco a che vedere con i fondamentali, più che altro con dinamiche di presa di rischio, positioning e de-leveraging, esacerbati da news flow febbrile. Sempre con riferimento al mercato americano l'impatto più significativo delle elezioni di midterm è stato quello relativo alla dinamica di sviluppo dei datacenter in seguito ai risultati in alcuni stati, in particolare Texas (27% della capacity totale), stato finora con politiche attrattive. Un rallentamento/spostamento di nuovi centri di calcolo tra 2028/29 è probabile, ma per il resto vista la durata di 3-5 anni dei progetti, non ci sono grossi rischi. La suddivisione tra progetti già avviati è invariata al momento. Il gap tra domanda di nuova capacità di calcolo e offerta rimane il vincolo più forte, così come l'ammontare di chip richiesti rispetto alla capacity visibile. Un rallentamento di quest'ultima non sarebbe un buon sviluppo ma il mercato sembra già prezzare qualcosa di simile. Più stabile il mercato azionario europeo, meno impattato del fenomeno AI in positivo e più dipendente dagli alti e bassi del prezzo del petrolio, ora in una fase decisamente meno negativa.



Fonte: *Ersel*

Mercati obbligazionari

I titoli governativi a lunga scadenza hanno reagito con discese del livello dei tassi.

BCE più cauta tra rischio Francia e minori tensioni sull'energia

Questo a seguito dell'attuale fase negativa sui mercati azionari. Più stabili invece i rendimenti dei Titoli di Stato a breve scadenza, influenzati dalle aspettative di ulteriori aumenti del costo del denaro da parte di Fed e BCE. Più nel dettaglio, per quanto riguarda il mercato obbligazionario europeo, la dipendenza dall'andamento del prezzo del petrolio è stato un altro driver dei tassi in Europa. La politica monetaria della BCE, recepita dal tasso a 2 anni tedesco, si è mossa in modo correlato all'andamento dei prezzi del diesel e del gas naturale. Questa relazione ha reso la BCE più dipendente dalle questioni geopolitiche legate allo stretto di Hormuz rispetto alla Fed, facendola muovere per prima. Negli ultimi due mesi, dato il livello assoluto raggiunto dei tassi, si osserva una maggiore correlazione tra spread francese e i prezzi dell'energia. La funzione di reazione della BCE ha probabilmente incorporato più cautela verso nuovi rialzi del costo del denaro per via dei movimenti sugli spread che segnalano un nuovo focolaio di rischio. In particolare, la situazione della Francia è tra le peggiori dell'eurozona, e gli spread lo riflettono. Un ulteriore overshooting è possibile a seconda delle votazioni sul budget nelle prossime settimane e dell'andamento dei prezzi dell'energia. Non è previsto un consolidamento fiscale prima delle elezioni presidenziali di aprile 2027 e di quelle parlamentari di giugno. Il mercato potrebbe forzare interventi di consolidamento prima e/o anticipare una riduzione della crescita. Possibile contagio su altri spread periferici, ma la probabilità di un intervento di sostegno della BCE è bassa con spread sotto 200 p.b..



La dipendenza dall'andamento **del prezzo del petrolio** è stato un altro driver **dei tassi in Europa**



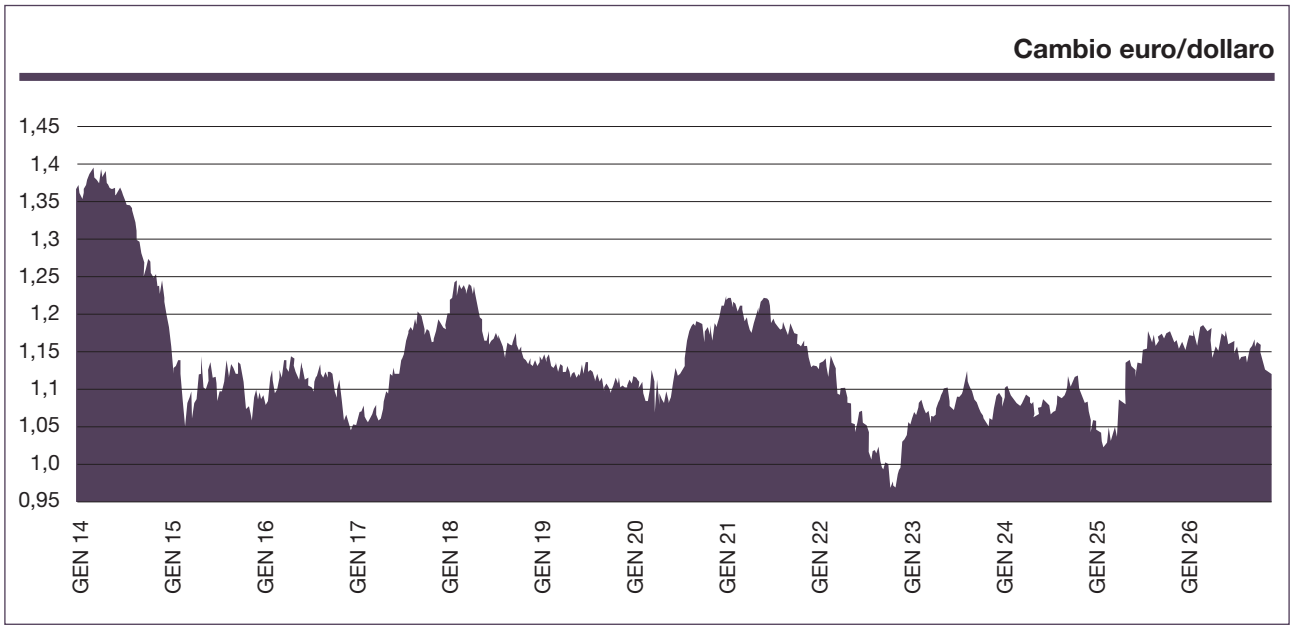
I rendimenti dei Titoli di Stato a breve scadenza si sono mantenuti **più stabili**

Mercati valutari

Nelle ultime settimane il mercato dei cambi è stato dominato dal rafforzamento del dollaro statunitense.

Dollaro protagonista mentre euro ed emergenti arretrano

Gli investitori hanno reagito alla prospettiva che la Federal Reserve mantenga una politica monetaria guardinga contro l'inflazione e ad una fase di avversione al rischio con un aumento della domanda di dollari e spinto il Dollar Index ai massimi degli ultimi mesi. L'euro ha perso terreno nei confronti del biglietto verde. Meno impattato lo yen, altra valuta rifugio nelle fasi di aumento della volatilità, che però ha anche beneficiato di attese di proseguimento del ciclo di rialzo dei tassi da parte della banca del Giappone. Ciò ha determinato un significativo movimento di rafforzamento della valuta nipponica nei confronti dell'euro, estendendo così i guadagni realizzati da inizio anno. Un ulteriore tema rilevante è stato il ridimensionamento di molte posizioni speculative costruite nei mesi precedenti contro il dollaro. Dopo un lungo periodo in cui il consenso del mercato era orientato verso un indebolimento della valuta statunitense, dati economici americani più solidi delle attese hanno costretto numerosi operatori a ricoprirsi, amplificando il movimento di apprezzamento del biglietto verde. Sul fronte delle valute emergenti si è osservato un aumento della volatilità. Il rialzo dei tassi operato dalla FED, unito alle incertezze geopolitiche e ai timori per l'inflazione energetica, ha favorito flussi verso il dollaro come bene rifugio, penalizzando diverse divise dei paesi emergenti. In sintesi, il mese è stato caratterizzato da tre temi chiave: forza del dollaro, debolezza relativa di euro e valute emergenti, maggiore avversione al rischio sui mercati globali.



Fonte: *Ersel*

Le nostre linee

Le ultime settimane sono state dominate da una fase di forte avversione al rischio sui mercati azionari.

Portafogli prudenti tra risk-offe repricing dell'AI

Il tema dell'AI è stato l'epicentro e ha caratterizzato un ridimensionamento delle attese di mercato (non degli analisti) su fatturato e utili futuri delle aziende maggiormente beneficiate. Il movimento sulle altre asset class è stato quasi per intero una conseguenza di questi sviluppi sui mercati azionari. Sul fronte obbligazionario, manteniamo nel complesso l'investimento in Titoli di Stato. In linea con le nostre attesele obbligazioni governative americane e tedesche hanno svolto un ruolo di stabilizzazione di portafoglio qualora si fosse presentata, come è stato, una fase di avversione al rischio. Riteniamo che lo spazio per ulteriori rialzi dei tassi da parte delle banche centrali sia limitato. Sul credito la nostra preferenza va ancora a minor rischio, Investment Grade, e ai Coco per il «carry» rispetto ai fondamentali. Sui mercati azionari la politica di gestione ha mantenuto un'esposizione azionaria prudente sui prodotti multiasset. Ciò ha fatto sì che i portafogli non si siano fatti trovare eccessivamente esposti nell'attuale fase di turbolenza. Pur mantenendo una view netta sulla necessità di diversificare i portafogli e di mantenere in essere componenti de-correlati/anti-correlate con il tema AI, soprattutto in caso di fondamentali stabili, notiamo performance delle parti più difensive estreme rispetto a valutazioni e revisioni relative degli utili. Anche in questo caso sospettiamo che il positioning e le differenze di concentrazione negli indici siano stati più rilevanti che i fondamentali stessi in questa fase. Attenzione quindi a selezionare con cosa sostanziare le parti più prudenti dei portafogli azionari. Infatti, alcuni comparti sono ora troppo cari e anche come positioning sono tornati più in linea con la storia recente. Si nota anche nelle ultime sedute una certa scollatura tra tassi in risalita e performance dei settori più sensibili ad essi. Sui portafogli multiasset si valuta l'acquisto dei metalli industriali a seguito di un pessimismo eccessivo, a nostro avviso, sulle prospettive future dell'AI trade.



Il regalo più bello è sentirsi importanti per qualcuno.



La Bottega Paideia è il negozio dal cuore solidale della Fondazione Paideia, dove ogni acquisto è prezioso perché sostiene i progetti dedicati ai bambini con disabilità e alle loro famiglie.







Bottega Paideia
Via Villa della Regina 9/D, Torino
www.bottegapaideia.it

Seguici su Instagram: **@bottegapaideia**

PAIDEIA BOTTEGA



TORINO 1936

COLLEZIONI MUSEO NAZIONALE DEL CINEMA

TORINO - PIAZZA SOLFERINO 11

90 Years 1936 2026

ERSEL

LA MOSTRA RESTERÀ APERTA DAL 12 NOVEMBRE DAL LUNEDÌ AL VENERDÌ DALLE ORE 10 ALLE ORE 18

In collaborazione con MUSEO NAZIONALE DEL CINEMA TORINO



IMPARIAMO DAL TEMPO
IL VALORE DELL'ATTESA

Esperienza, metodo, coerenza.

Dal 1936 siamo specializzati nella gestione di grandi patrimoni.
I nostri clienti affidano a noi gli **obiettivi** e i tempi dei loro **progetti**, in totale fiducia.
Questo perché non abbiamo mai smesso di ascoltarli guardando avanti,
in un continuo percorso verso l'eccellenza.
Perché quando si tratta di investimenti **il tempo è tutto**.

ERSEL
Wealth Management

Ersel Banca Privata SpA - Sede Centrale e Direzione Generale piazza Solferino 11 Torino - www.ersel.it - info@ersel.it

Segui i nostri podcast su

Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel

ERSEL
Wealth Management