ERSEL

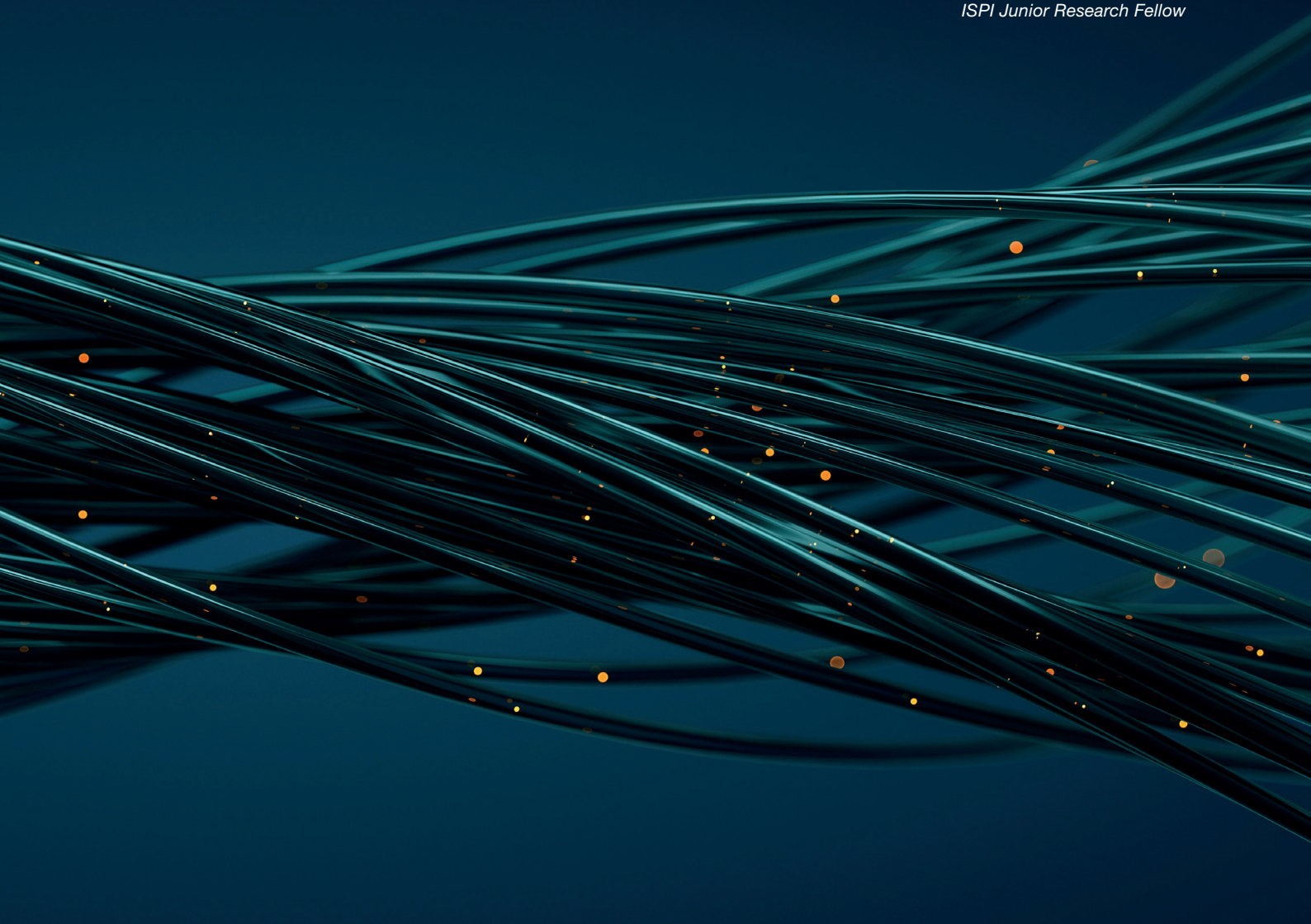
NOV/26

OUTLOOK

ISPI
MERCATI AZIONARI
MERCATI OBBLIGAZIONARI
MERCATI VALUTARI
LE NOSTRE LINEE

CHOKEPOINT DIGITALI: POCHI NODI, RISCHI GLOBALI.

Ludovica Favarotto
ISPI Junior Research Fellow



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.

Chokepoint digitali: pochi nodi, rischi globali.

Ludovica Favarotto
ISPI Junior Research Fellow

ISPI

La connettività globale poggia su una rete di infrastrutture fisiche essenziali, ma vulnerabili. Conflitti, sabotaggi e carenze nella cooperazione internazionale mostrano come la geografia continui a condizionare la sicurezza e la resilienza del mondo digitale.

L'interruzione dei traffici nello Stretto di Hormuz, che si protrae ormai da mesi, ha messo in luce la straordinaria dipendenza dell'economia globale da un numero limitato di corridoi strategici.
Dallo Stretto di Suez e da Bab al-Mandab fino allo Stretto di Malacca, la geografia del potere globale è stata a lungo plasmata dal controllo e dalla circolazione delle risorse energetiche e delle merci. Esiste, tuttavia, una vulnerabilità geografica meno evidente, ma altrettanto rilevante, che interessa l'infrastruttura fisica alla base della connettività digitale.
Sebbene la rete digitale sia spesso percepita come decentralizzata e resiliente, l'infrastruttura su cui poggia rivela una realtà ben diversa. I cavi sottomarini che trasportano il traffico dati internazionale si concentrano, infatti, lungo percorsi relativamente circoscritti sui fondali marini, mentre una quota significativa dei servizi digitali cloud dipende da un numero ristretto di fornitori.
Questi punti di concentrazione costituiscono non soltanto una leva strategica per gli Stati, ma anche una fonte di vulnerabilità, con ripercussioni che si estendono ben oltre il dominio digitale.
È in corrispondenza di questi snodi che emergono i cosiddetti chokepoint digitali: aree critiche la cui compromissione può innescare interruzioni a cascata.

Le arterie della connettività digitale

Negli ultimi anni, le infrastrutture digitali hanno acquisito un ruolo centrale nel dibattito sulla sicurezza economica. Cavi sottomarini, stazioni di approdo, punti di interscambio Internet e data center costituiscono elementi fondamentali della connettività, ma possono anche trasformarsi in strozzature strategiche. La portata di questo ecosistema è notevole. A ottobre 2026, nel mondo sono in servizio 607 sistemi di cavi sottomarini, con altri 102 in fase di progettazione, per un'estensione complessiva di oltre 1,7 milioni di chilometri sotto gli oceani. Questi cavi trasportano tra il 95% e il 99% del traffico Internet globale e supportano un'ampia gamma di attività critiche: dalle transazioni finanziarie e commerciali alle comunicazioni governative e militari, fino ai flussi di dati alla base dell'intelligenza artificiale (IA).
In questo scenario, le stazioni di approdo dei cavi rappresentano un ulteriore elemento fondamentale. La loro ubicazione può infatti influenzare la distribuzione della connettività

internazionale, soprattutto nelle aree costiere in cui convergono più cavi. Zone strategiche come il Canale della Manica, lo Stretto di Malacca, Singapore e Bab al-Mandab mostrano come i percorsi dei cavi sottomarini si intersechino spesso con i tradizionali colli di bottiglia commerciali. Al di là di questi corridoi di transito, le città che ospitano numerosi punti di approdo e dispongono di estese interconnessioni terrestri sono diventate importanti hub di connettività digitale, a testimonianza del più ampio fenomeno della "data gravity". La rilevanza strategica della geografia digitale non dipende, tuttavia, soltanto dalla localizzazione delle infrastrutture, ma anche da chi le finanzia, le possiede e ne determina lo sviluppo. Sotto questo profilo, è in corso un cambiamento significativo nella proprietà e nel finanziamento delle infrastrutture digitali, in particolare quelle sottomarine. Se in passato gli operatori tradizionali delle telecomunicazioni ricorrevano ampiamente a consorzi per finanziare, costruire e gestire i sistemi via cavo, oggi le principali aziende tecnologiche statunitensi – Google, Meta, Microsoft e Amazon – sono diventate investitori sempre più importanti nel settore. Questi investimenti riflettono la crescente necessità di garantire capacità e sicurezza per le proprie piattaforme, i data center e i servizi legati all'IA. I progetti recenti ne illustrano la portata. Il 21 settembre 2026, Meta ha annunciato Petal, un cavo sottomarino transatlantico ancora in fase di progettazione, che collegherà la Francia agli Stati Uniti per circa 7.000 chilometri, con una capacità di un petabit al secondo, equivalente a un milione di gigabyte. Nel frattempo, Amazon ha annunciato investimenti per circa 220 miliardi di dollari in spese in conto capitale entro il 2026, destinati principalmente all'espansione dei suoi data center. Questo cambiamento rafforza il legame tra infrastrutture e innovazione, ridefinendo allo stesso tempo gli equilibri di potere.

Le aziende che gestiscono le principali piattaforme cloud e i servizi digitali non si limitano più a utilizzare le reti esistenti, ma ne creano ex novo, acquisendo così un'influenza crescente sulle infrastrutture fisiche e il flusso di dati da cui dipende l'economia globale.

Vulnerabilità infrastrutturale, ambiguità strategica

I rischi per la sicurezza legati ai chokepoint digitali non possono essere sottovalutati: eventuali interruzioni delle infrastrutture digitali possono infatti produrre conseguenze ben più gravi di un semplice rallentamento della connettività. Il danneggiamento dei cavi sottomarini e dei data center, soprattutto se concomitante con un conflitto lungo le principali rotte commerciali marittime, può generare forti ripercussioni sulle catene di approvvigionamento globali.

Non si tratta di uno scenario puramente ipotetico. Negli ultimi anni, si sono verificati numerosi episodi di danneggiamento dei cavi sottomarini nel Mar Baltico e nel Mar Rosso, in un contesto segnato anche dagli attacchi degli Houthi alla navigazione commerciale nel 2024. Più recentemente, secondo quanto riferito da Reuters, l'Iran avrebbe minacciato le infrastrutture sottomarine nel Golfo gestite dalle big tech americane, chiedendo il pagamento di una commissione. Nello stesso contesto di instabilità regionale, Amazon Web Services ha subito gravi danni ai propri data center in Bahrein e negli Emirati Arabi Uniti.

La vulnerabilità di queste infrastrutture, perciò, non è soltanto potenziale, ma strutturale. Ogni anno si verificano circa 150-200 guasti ai cavi sottomarini, il 70-80% dei quali è attribuibile ad attività umane, come la pesca e l'ancoraggio delle navi, o a eventi naturali, come terremoti e correnti marine. In questo quadro, distinguere tra incidente e sabotaggio può risultare particolarmente difficile. Nel 2025, ad esempio, uno studio ha analizzato nove episodi di danneggiamento dei cavi avvenuti nei pressi di Taiwan e nel Mar Baltico, rilevando che quattro delle imbarcazioni coinvolte presentavano legami diretti con la Russia o la Cina, avevano tenuto comportamenti sospetti e appartenevano a proprietari "sconosciuti". L'accertamento delle responsabilità risulta quindi complesso, soprattutto quando le circostanze dell'incidente non sono chiare.

A ciò si aggiungono le difficoltà operative legate al ripristino della connettività: il numero limitato di navi specializzate nelle riparazioni (circa 60),



Le infrastrutture digitali
hanno acquisito
un ruolo centrale
nella sicurezza economica



Sono in servizio
607 sistemi
di cavi sottomarini
che trasportano tra
il 95% e il 99% del traffico internet globale

i tempi e i costi degli interventi, nonché gli ostacoli all'accesso alle acque territoriali o alle zone interessate da operazioni militari. Anche i data center presentano vulnerabilità specifiche: i danni fisici possono compromettere per periodi prolungati l'elaborazione dei dati e l'erogazione di diversi servizi, mentre il ripristino della piena capacità operativa può richiedere mesi di lavoro e ingenti investimenti.
La resilienza delle infrastrutture digitali dipende pertanto non solo dalla capacità di prevenire i danni, ma anche da quella di ripristinare rapidamente i servizi in caso di interruzione. Le implicazioni strategiche di queste vulnerabilità vanno, tuttavia, oltre il danno materiale. A differenza di un attacco convenzionale contro un obiettivo chiaramente identificabile, il sabotaggio delle infrastrutture digitali può essere difficile da attribuire, collocandosi in uno spazio giuridico e politico ambiguo. Questa incertezza complica la risposta e accresce il rischio di errori di valutazione e di escalation. Al tempo stesso, crea le condizioni per il ricorso alle cosiddette "tattiche della zona grigia" (grey-zone tactics), attraverso le quali un attore può esercitare pressioni significative senza oltrepassare la soglia del conflitto aperto. Le interferenze fisiche e gli attacchi informatici si configurano così come strumenti distinti, ma potenzialmente complementari, di pressione e destabilizzazione contro questi colli di bottiglia.

Verso una resilienza condivisa?
Garantire la resilienza dei chokepoint digitali è fondamentale per assicurare il funzionamento delle telecomunicazioni, della governance, del commercio e della difesa – sia pubblica che privata – anche nelle condizioni più difficili.
Gli investimenti futuri in infrastrutture digitali e cavi sottomarini dovrebbero dare priorità alla ridondanza delle reti e alla diversificazione geografica, collegando i principali nodi tramite percorsi alternativi, stazioni di approdo aggiuntive e reti di raccordo terrestri. I governi dovrebbero sostenere questi interventi semplificando le procedure di approvazione, fornendo cofinanziamenti e incentivi finanziari, e potenziando la capacità di riparazione dei cavi. Parallelamente, governi e aziende private dovrebbero investire in tecnologie per rafforzare la sicurezza delle reti, tra cui i sistemi di monitoraggio sottomarino e strumenti di sorveglianza potenziata. Iniziative che si basano sull'impiego di risorse spaziali e sulla condivisione dei dati come il progetto HEIST della NATO – finalizzato all'integrazione delle comunicazioni satellitari con le reti di cavi sottomarini – dimostrano il potenziale di questi approcci.
Accanto agli investimenti

infrastrutturali e tecnologici, è essenziale rafforzare il coordinamento internazionale.
La cooperazione dovrebbe includere la condivisione di informazioni di intelligence, procedure coordinate per gli interventi di riparazione, esercitazioni congiunte e misure volte a garantire la sicurezza delle catene di approvvigionamento, soprattutto nelle aree geopoliticamente sensibili e nei pressi dei principali nodi digitali. Altrettanto rilevante è affrontare le questioni giuridiche e giurisdizionali legate all'UNCLOS, che spesso complicano l'attribuzione delle responsabilità e l'applicazione delle norme in caso di danni alle infrastrutture sottomarine. Sul piano diplomatico, sono già emerse iniziative concrete in questa direzione.
Il 30 maggio 2026, in occasione del 23° Dialogo di Shangri-La, 17 Paesi hanno approvato i principi guida per gli scambi in materia di difesa delle infrastrutture sottomarine (GUIDE). Promossa da Singapore, l'iniziativa istituisce un quadro volontario e transregionale per la cooperazione con l'obiettivo di migliorare la sicurezza dei cavi sottomarini. Sebbene non sia giuridicamente vincolante né comporti impegni finanziari obbligatori, GUIDE testimonia una volontà condivisa di rafforzare la cooperazione internazionale per la resilienza delle infrastrutture su cui si fonda l'economia globale interconnessa.

Approccio lungimirante

Il conflitto in corso tra Stati Uniti e Iran ha messo in luce un aspetto spesso trascurato: le fondamenta del mondo digitale sono fisiche e vulnerabili. L'ordine economico globale e la stessa società dipendono sempre di più dai servizi offerti da infrastrutture digitali interconnesse. La salvaguardia di questo equilibrio richiede quindi un'attenzione particolare non solo alla sicurezza informatica delle reti e alla gestione dello scambio di dati, ma all'intero ecosistema che ne garantisce il funzionamento.
La resilienza dei punti critici digitali non è quindi una questione esclusivamente tecnologica, bensì una priorità strategica per la sicurezza economica e la stabilità dell'ordine internazionale. Il prossimo grande shock globale potrebbe infatti non avere origine dall'interruzione dei flussi commerciali tradizionali, ma dalla compromissione delle infrastrutture digitali su cui si basano.

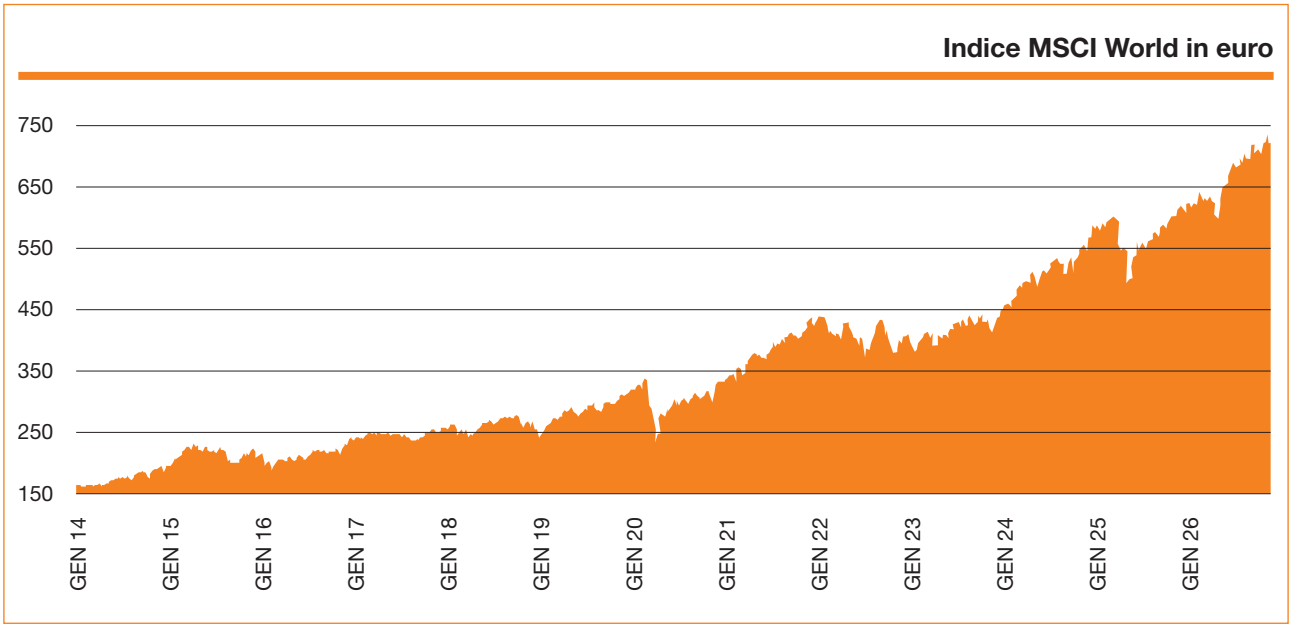


Mercati azionari

Prosegue la fase
di discesa delle valutazioni,
senza conseguenze
particolarmente negative
per i livelli di prezzo.

Utili in crescita, mercati alla prova

Questo soprattutto sulle parti che mostrano attualmente maggior livelli e incrementi di profittabilità. La concentrazione di tale dinamica tende ad essere in ambiti più esposti all'infrastruttura AI e a materie prime. In altri termini, il mercato è molto scettico che questa profittabilità venga mantenuta, applicando quindi uno sconto molto significativo. Approssimandoci all'Earning Season si notano revisioni positive che implicano, in un certo senso, una barra elevata per outperformance. La crescita è ancora una volta concentrata nel settore tech allargato, con contributi ciclici particolarmente forti dal settore petrolifero (soprattutto raffinerie). Particolarmente deboli, specialmente sul fronte marginalità, i settori più difensivi. Frattanto si avvicinano le elezioni di Medio Termine: il dibattito aperto rimane sul controllo del Senato e di conseguenza su uno scenario di impasse oppure di controllo Democratico di entrambe le Camere. Storicamente l'impasse è stato uno scenario leggermente più positivo sui mercati per i due anni successivi. In Europa è notevole come il 2026 mostri una dinamica di revisioni ben più positiva rispetto al percorso mediano storico. Anche in questo caso il mercato è scettico; gran parte della composizione è effettivamente ciclica, con un contributo ampio da petroliferi. Allo stesso tempo il contributo di tech/AI è ben più ridotto, e sono soprattutto finanziari e industriali a contribuire. In generale la positività è quindi ciclica, ma non necessariamente di bassa qualità.



Fonte: *Ersel*

Mercati obbligazionari

I rendimenti dei Treasury USA a 10 anni sono aumentati di oltre 100 punti base dall'inizio dell'anno e di circa 130 punti base dai minimi registrati prima del conflitto USA-Iran.

Tassi e spread: cresce la pressione sul credito

Buona parte di questo movimento deriva dalla revisione al rialzo delle aspettative sui tassi di politica monetaria. Inoltre, la traiettoria fiscale USA resta insostenibile, pur non essendo cambiata in misura significativa negli ultimi tempi. Ciò che è cambiato nel corso dell'anno sono invece le aspettative di spesa e di ricorso al debito legate ai giganti dell'IA. Per quanto riguarda la zona Euro, la dipendenza sugli idrocarburi da fonti esterne è stato il driver della politica monetaria nel nostro continente. La politica della Banca Centrale Europea, 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. Le performance del credito sono state guidate solo dai tassi fino a settembre, mentre nelle ultime settimane si è osservato anche un allargamento degli spread, soprattutto su euro, dove da inizio anno solo i CoCo restano in terreno positive grazie alla compensazione del carry. I rendimenti sono tornati vicino ai massimi, soprattutto per gli Investment Grade, mentre il recente allargamento degli spread aggiunge valore ai segmenti a maggior beta. Guardando sotto la superficie, gli spread euro hanno allargato maggiormente, impattati dal rialzo del petrolio e dall'allargamento degli spread sovrani guidati dalla Francia. Particolarmente colpiti gli emittenti con fondamentali più fragili (CCC) non solo in Europa, ma anche negli USA dove sottoperformano già dalla primavera.



Maggiori aspettative
di spesa
e indebitamento
dei giganti dell'IA



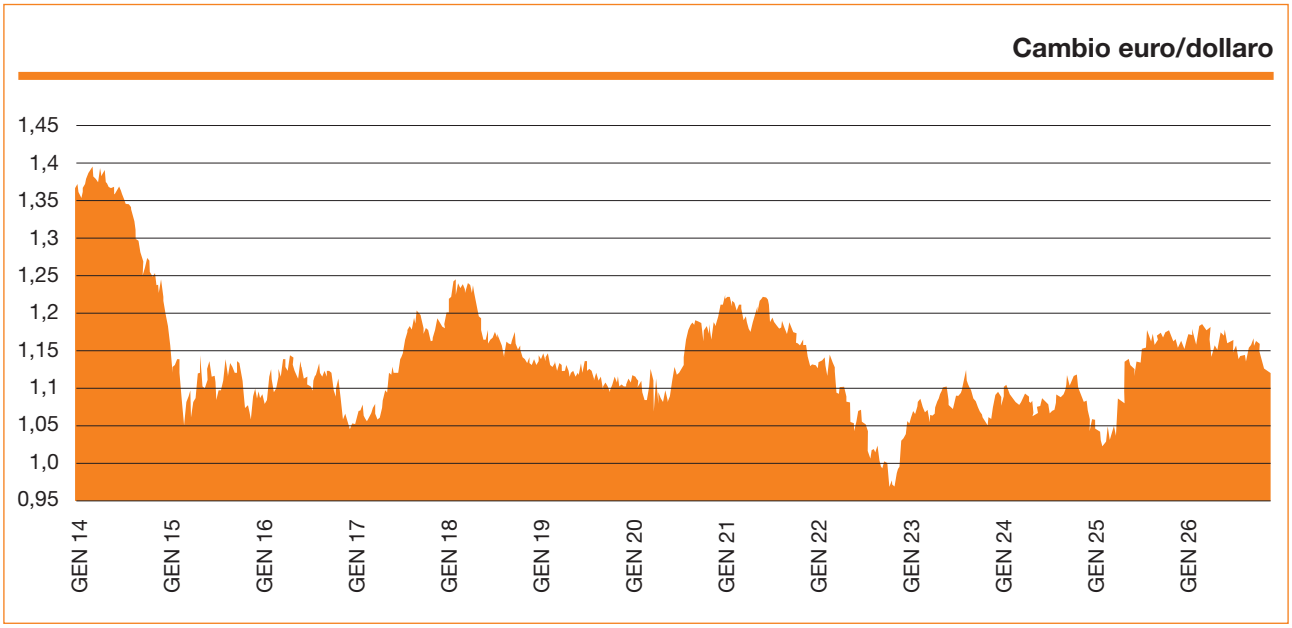
BCE
più esposta alla
geopolitica

Mercati valutari

Il mercato valutario
è stato dominato
dal rafforzamento
del dollaro statunitense.

Il dollaro torna protagonista

Il principale fattore è stato il rialzo dei rendimenti obbligazionari USA, alimentato da aspettative di politica monetaria ancora restrittiva da parte della Federal Reserve. Il Dollar Index (DXY) infatti, è salito di circa il 2% nel periodo. L'euro ha mostrato una dinamica più debole contro il dollaro. Pur sostenuto dall'orientamento relativamente restrittivo della BCE, il rallentamento della crescita nell'Eurozona e il differenziale di rendimento a favore degli Stati Uniti hanno limitato la capacità della valuta unica di apprezzarsi. Anche lo yen giapponese è rimasto sotto pressione. I mercati continuano a guardare con attenzione al divario tra i tassi giapponesi e quelli delle altre principali economie avanzate, un fattore che mantiene elevata la sensibilità della valuta ai movimenti dei rendimenti globali. Molte valute emergenti hanno registrato una fase di maggiore volatilità. L'aumento dei rendimenti americani e le tensioni geopolitiche legate al Medio Oriente hanno ridotto la propensione al rischio degli investitori, favorendo flussi verso il dollaro come valuta rifugio. In sintesi, il periodo è stato caratterizzato da tre temi principali: forza del dollaro, pressione sulle valute sensibili ai differenziali di tasso e aumento della volatilità legato sia alle banche centrali sia alle tensioni geopolitiche.



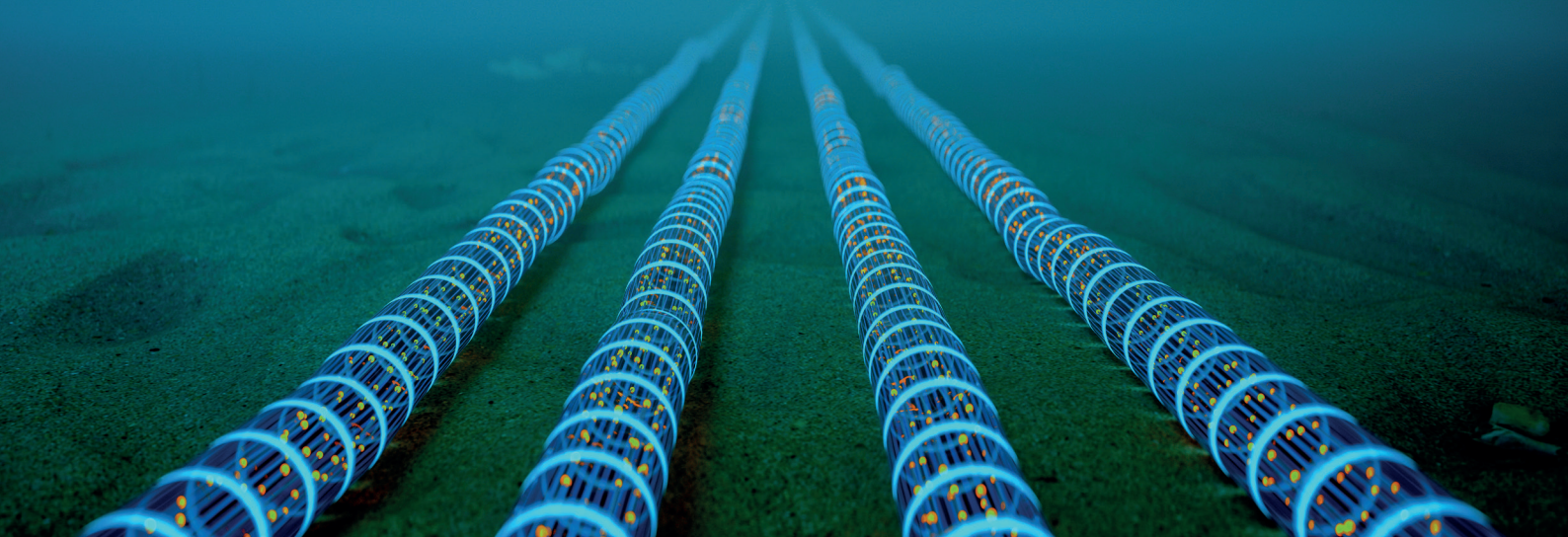
Fonte: *Ersel*

Le nostre linee

I rendimenti dei titoli di Stato sono saliti.

Rendimenti attraenti e opportunità tattiche sull'azionario

Il movimento riflette verosimilmente l'effetto combinato dell'attesa di tassi ufficiali elevati più a lungo, una crescita economica robusta, premi a termine maggiori ed un'abbondante offerta di obbligazioni emesse dai grandi operatori tecnologici statunitensi. In Europa, anche l'ampliamento degli spread sovrani ha pesato sui prezzi delle obbligazioni. Le azioni hanno tenuto meglio: le grandi società tecnologiche statunitensi hanno beneficiato degli investimenti nell'intelligenza artificiale, mentre le società più piccole, i mercati europei e alcune aree dell'Asia hanno risentito maggiormente dei costi di finanziamento e di una crescita regionale meno favorevole. Sul fronte obbligazionario, manteniamo nel complesso l'investimento in titoli di Stato. Riteniamo che i rendimenti attuali compensino adeguatamente il rischio assunto, che lo spazio per ulteriori rialzi dei tassi sia limitato e che i rendimenti potrebbero stabilizzarsi non lontano dai livelli attuali. La nostra valutazione si fonda sull'impegno della banca centrale a contenere l'inflazione, su una crescita economica robusta ma graduale e sulla volontà del tesoro statunitense di limitare il costo del debito. I rendimenti di partenza più elevati offrono, inoltre, un parziale cuscinetto in caso eventuali ulteriori ribassi dei prezzi obbligazionari. Inoltre, se il tema dell'intelligenza artificiale dovesse perdere slancio, i titoli di Stato potrebbero tornare a svolgere un ruolo di protezione del portafoglio, giustificandone la presenza. Sui mercati azionari inizialmente la politica di gestione ha mantenuto un'esposizione azionaria prudente, in attesa del dato sull'inflazione statunitense e della decisione sui tassi della Federal Reserve. In prossimità di questi appuntamenti, i prodotti sottostanti le linee hanno acquistato opzioni call sull'indice statunitense e aumentato l'esposizione alle azioni europee, che in precedenza erano state ridotta tramite opzioni. La scelta riflette una valutazione ancora positiva sul mercato azionario, sostenuta dalla crescita degli utili complessivi delle aziende e da un'economia in espansione. Poiché le incertezze sono aumentate, le strategie con opzioni sono state utilizzate per limitare le possibili perdite. Verso la fine del periodo abbiamo inoltre aumentato tatticamente l'esposizione azionaria investendo nelle banche statunitensi, penalizzate negli ultimi mesi nonostante valutazioni e fondamentali che riteniamo solidi.





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

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



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

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