

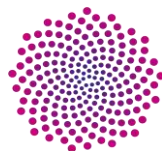
SMOKE ON THE WATER



*"They burned down the gambling house
It died with an awful sound
Uh, Funky Claude was running in and out
Pulling kids on the ground
When it all was over
We had to find another place"*

*Smoke on the Water, Deep Purple
Machine Head, 1972*

Fino alla fine di febbraio 2026, il quadro inflazionistico sembrava sotto controllo: negli Stati Uniti, il CPI si attestava al 2,4% su base annua, il PCE core, la misura preferita dalla Federal Reserve, al 3%, mentre nell'eurozona l'HICP era sceso all'1,9%, sotto il target della BCE per la prima volta in tre anni. Numeri che, sulla carta, suggerirebbero una normalizzazione ormai raggiunta dai picchi vissuti nel 2022; tuttavia, la percezione dei consumatori racconta una

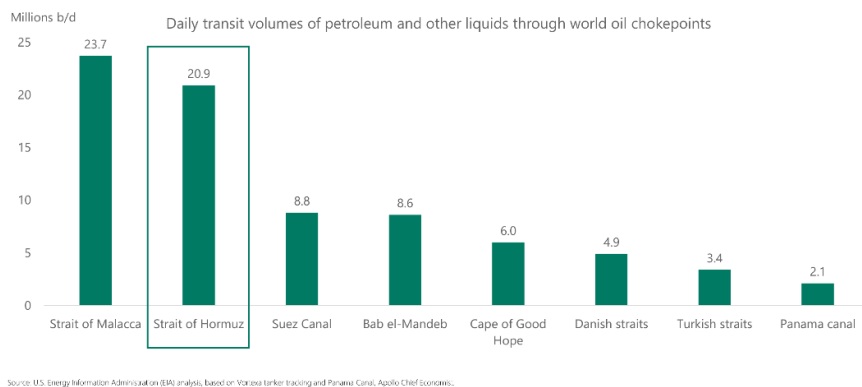


realtà diversa, come evidenziato anche dai sondaggi recenti negli Stati Uniti, dove l'inflazione e il costo della vita restano tra le principali preoccupazioni degli elettori e continuano a pesare significativamente sul consenso politico.¹

Poi, il 28 febbraio, gli attacchi statunitensi e israeliani contro l'Iran hanno innescato una reazione a catena che potrebbe ulteriormente complicare il quadro. L'Iran ha dichiarato lo Stretto di Hormuz chiuso al traffico commerciale e ha avviato una serie di attacchi contro le navi mercantili in transito. In meno di tre settimane, 21 imbarcazioni sono state colpite da missili e droni. Il traffico attraverso lo Stretto, da cui transita normalmente il 20% del petrolio e del gas naturale liquefatto (LNG) scambiati a livello globale, è crollato. Le principali compagnie di navigazione, tra cui Maersk, CMA CGM e Hapag-Lloyd, hanno sospeso i transiti.²

L'effetto sui mercati energetici è stato immediato e violento. Il Brent è balzato da circa 70 dollari al barile a inizio anno a oltre 108 dollari, un rialzo del 50% in poche settimane. Il gas naturale europeo (TTF) è schizzato a 50 euro per megawattora, mentre in Asia il prezzo spot del LNG ha toccato i 49 dollari per megawattora, i livelli più alti da oltre un anno. Negli Stati Uniti, il prezzo della benzina alla pompa ha raggiunto i 3,79 dollari al gallone, il massimo dall'ottobre 2023.³

The Strait of Hormuz is important

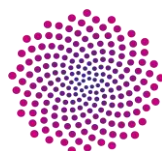


Tuttavia, i numeri di febbraio, gli ultimi disponibili, non catturano ancora lo shock. Il CPI di febbraio è stato raccolto prima degli attacchi del 28. Il primo dato che rifletterà davvero l'impennata dei prezzi energetici sarà il CPI di marzo, in uscita il 10 aprile. Quello che sappiamo, grazie alla ricerca della Federal Reserve, è la regola empirica: ogni rialzo di 10 dollari al barile del petrolio aggiunge circa 20 punti base

¹ BLS, CPI Summary febbraio 2026. BEA, PCE gennaio 2026. Eurostat, flash HICP febbraio 2026.

² CNBC, 2 mar 2026. Military.com, 11 mar 2026. CNBC, 18 mar 2026.

³ CNBC, 17 mar 2026. EIA, Short-Term Energy Outlook. Global LNG Hub, 9 mar 2026.



all'inflazione. Con un rialzo di oltre 38 dollari dal livello pre-crisi, il conto potenziale è di almeno 70-80 punti base di inflazione aggiuntiva.⁴

Nella Side View di oggi analizziamo come lo shock energetico in corso rischi di far deragliare il percorso di disinflazione su entrambe le sponde dell'Atlantico, proprio nel momento in cui i mercati e le banche centrali lo davano per acquisito. Partiremo dal meccanismo di trasmissione che collega il prezzo del barile all'indice dei prezzi al consumo, scomponendo i tre canali attraverso cui l'energia si infiltra nel paniere dell'inflazione, per poi esaminare l'effetto potenzialmente più insidioso: la catena che dal gas naturale passa attraverso i fertilizzanti fino ai prezzi alimentari, replicando una dinamica che abbiamo già visto nel 2022 dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Infine, ci chiederemo cosa significa tutto questo per l'agenda economica dell'amministrazione Trump, il cui piano di ridurre simultaneamente il costo dell'energia, i tassi di interesse e il deficit, il cosiddetto 3-3-3 di Bessent, si scontra ora con una realtà che va esattamente nella direzione opposta, con conseguenze potenzialmente decisive per i Midterms di novembre.

Dall'energia all'inflazione: i tre canali di trasmissione

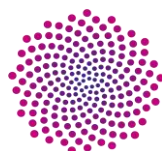
Per capire cosa ci aspetta, bisogna prima capire come il prezzo del petrolio si traduce in inflazione. Il processo non è né istantaneo né uniforme: opera attraverso tre canali distinti, ciascuno con tempi e intensità diversi.

Primo canale: l'impatto diretto (settimane)

Il canale più rapido è quello della benzina, del gasolio da riscaldamento e delle bollette. Negli Stati Uniti, la componente energetica pesa circa il 6% del paniere CPI, una quota apparentemente modesta ma estremamente volatile. Il Bureau of Labor Statistics la suddivide in quattro voci principali: benzina, che da sola rappresenta circa metà del peso energetico; gas naturale per uso domestico; energia elettrica; e gasolio da riscaldamento. Quando il petrolio sale di 10 dollari al barile, il prezzo della benzina alla pompa aumenta in media di 20-25 centesimi al gallone nel giro di due o tre settimane. È il canale che i consumatori percepiscono per primo e con maggiore intensità, perché lo vedono ogni volta che fanno il pieno.⁵

⁴ Federal Reserve / Kilian, Oil Price Shocks and Inflation. Dallas Fed, Trimmed Mean PCE.

⁵ BLS, Relative Importance of CPI Components. EIA, Weekly Retail Gasoline and Diesel Prices.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Il quadro è già visibile nei dati di febbraio, raccolti prima della crisi: la componente “*fuel oil*” (i.e. olio combustibile) del CPI era salita dell'11,1% su base mensile, il gasolio da riscaldamento del 3,1%. Questi movimenti riflettevano tensioni preesistenti. Con il Brent sopra i 100 dollari, il dato di marzo sarà di un altro ordine di grandezza.

Secondo canale: trasporti e logistica (1-3 mesi)

Il secondo canale opera attraverso i costi di trasporto e spedizione. Il gasolio è il carburante dei camion che trasportano le merci, delle navi che le importano, degli aerei cargo che le spediscono. Quando il petrolio sale, i costi di trasporto seguono con un ritardo di qualche settimana, per poi trasferirsi ai prezzi finali dei beni entro uno-tre mesi. Le compagnie di autotrasporto negli Stati Uniti hanno già introdotto sovrapprezzi di emergenza per il carburante. Le compagnie aeree stanno tagliando rotte mentre il prezzo del *jet fuel* sale. I costi di spedizione marittima sono aumentati non solo per il carburante, ma anche perché le navi devono evitare parti del Medio Oriente, allungando le rotte e moltiplicando i premi assicurativi.⁶

Questo canale è particolarmente insidioso perché non appare nelle statistiche energetiche del CPI: si manifesta come inflazione dei beni, dei servizi, della ristorazione. **È il motivo per cui il peso formale dell'energia al 6% del paniere sottostima enormemente l'impatto reale del petrolio sull'inflazione complessiva.**

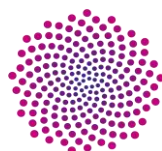
Terzo canale: beni e servizi (3-6 mesi)

Il terzo canale è il più lento ma anche il più pervasivo. L'energia entra come costo di produzione in praticamente ogni settore industriale: dalla plastica agli imballaggi, dalla chimica ai materiali da costruzione, dall'acciaio al vetro. Quando i costi energetici salgono e restano elevati per più di qualche settimana, le imprese iniziano a trasferirli ai prezzi finali. Nel 2022, dopo l'invasione dell'Ucraina, questo pass-through ha impiegato circa tre-sei mesi per manifestarsi appieno nei dati di inflazione core.⁷

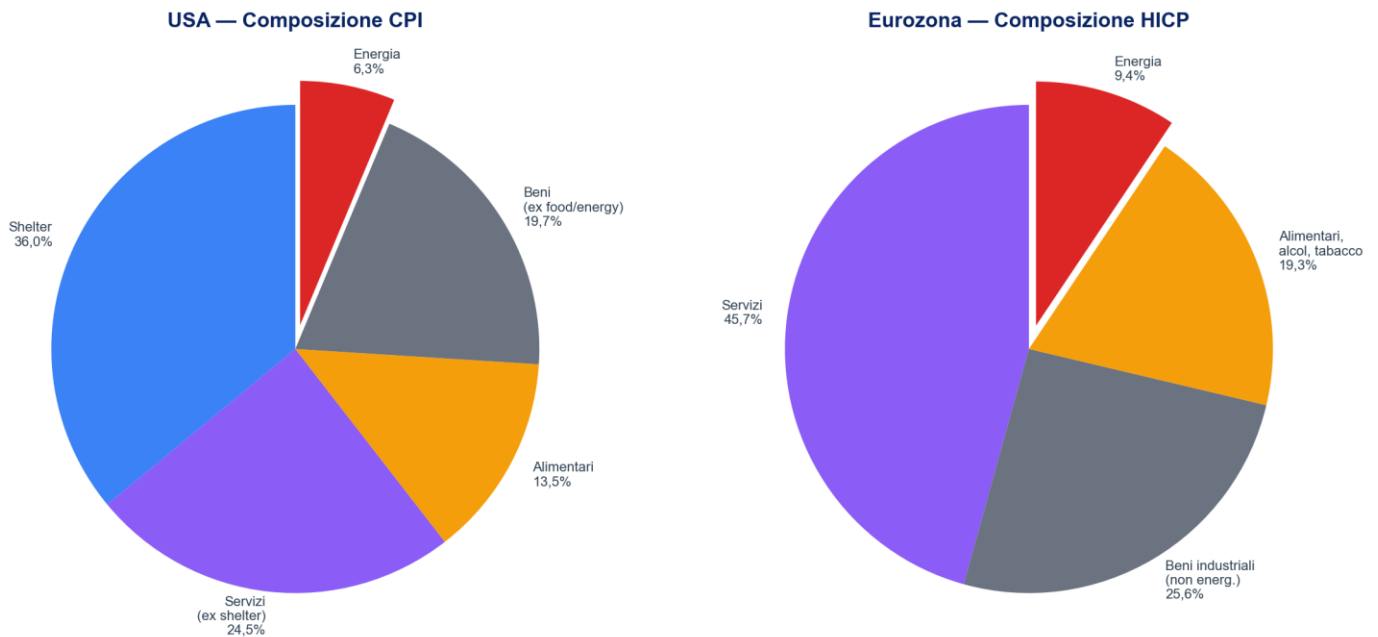
La combinazione dei tre canali crea un effetto cumulativo: il primo colpisce subito ma si esaurisce se il petrolio si stabilizza; il secondo amplifica l'onda d'urto; il terzo la rende

⁶ Al Jazeera, 13 mar 2026. CNBC, 3 mar 2026.

⁷ Economics Observatory, Ukraine war and global food prices.



persistente. È la persistenza che preoccupa le banche centrali, perché trasforma uno shock temporaneo in inflazione strutturale.



Fonte: BLS (dicembre 2025), Eurostat (2026). L'energia pesa il 6,3% nel CPI USA e il 9,4% nell'HICP europeo.

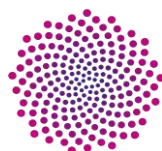
Il peso dell'energia nel paniere: 6,3% nel CPI USA, 9,4% nell'HICP europeo. Ma l'impatto reale è molto superiore al peso formale.

Europa: un'esposizione strutturalmente diversa

Se gli Stati Uniti sono esposti allo shock energetico, l'Europa lo è in misura strutturalmente maggiore. A differenza degli USA, che producono circa 13 milioni di barili al giorno e dispongono di vaste riserve di gas naturale, l'Europa importa la quasi totalità del proprio fabbisogno energetico. Il continente consuma circa 10-11 milioni di barili al giorno ma ne produce appena 3, inclusi Norvegia e Regno Unito, lasciando un deficit di importazione di 6-7 milioni di barili quotidiani.⁸

Il dato sull'inflazione europea di febbraio racconta una storia che rischia di cambiare. La componente energetica dell'HICP era in deflazione: -3,2% su base annua, grazie al calo dei prezzi del gas nel corso del 2025 e a favorevoli effetti base. Questa deflazione energetica era il principale motore che teneva l'inflazione complessiva sotto il 2%. Con il TTF europeo che ha toccato i 60 euro per megawattora a inizio marzo, prima di assestarsi intorno ai 50, questo

⁸ EIA, Short-Term Energy Outlook, marzo 2026.



contributo deflazionistico rischia di invertirsi nei prossimi mesi, spingendo l'inflazione europea al di sopra della soglia obiettivo della BCE.⁹

Il Giappone è ancora più vulnerabile. Il Paese consuma circa 3,1 milioni di barili al giorno e ne produce una quantità trascurabile: ogni singolo barile arriva via nave. A questo si aggiunge una dipendenza critica dal LNG del Golfo, in particolare dal Qatar, per alimentare le centrali elettriche che servono l'intero arcipelago. Per il Giappone non esiste un buffer di produzione né un'alternativa via pipeline. Ogni barile che non passa da Hormuz è un barile che deve essere trovato altrove, a qualsiasi prezzo.

Dal fertilizzante al pane: la catena che il mercato sottovaluta

C'è un canale di trasmissione che i mercati finanziari tendono a sottovalutare, forse perché opera su tempi più lunghi e attraverso passaggi meno visibili. È la catena che collega il gas naturale ai fertilizzanti, i fertilizzanti ai costi agricoli, e i costi agricoli ai prezzi del cibo sugli scaffali dei supermercati. È lo stesso meccanismo che nel 2022, dopo l'invasione russa dell'Ucraina, ha portato i prezzi alimentari globali ai massimi storici.¹⁰

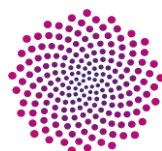
Il punto di partenza è chimico: il gas naturale è la materia prima fondamentale per la produzione di ammoniaca, che a sua volta è la base dell'urea e dei principali fertilizzanti azotati utilizzati nell'agricoltura mondiale. Non si tratta solo di un costo energetico per i produttori di fertilizzanti, ma di un input fisico insostituibile: **senza gas, non si produce ammoniaca, e senza ammoniaca non si producono i fertilizzanti che servono a far crescere il grano, il riso, il mais.**

Il Golfo Persico non è solo il più grande corridoio energetico del mondo: è anche uno dei principali produttori ed esportatori di fertilizzanti azotati. Arabia Saudita, Qatar ed Emirati Arabi Uniti producono ammoniaca e urea a costi molto bassi grazie all'accesso al gas associato, un sottoprodotto dell'estrazione petrolifera. Si stima che il 40-50% dei fertilizzanti azotati scambiati a livello internazionale origini dal Golfo o vi transiti. Quando le rotte attraverso lo Stretto di Hormuz si interrompono, non è solo il petrolio a restare intrappolato: lo sono anche i fertilizzanti, le materie prime petrolchimiche, l'etilene, il polipropilene, i mattoni chimici dell'economia moderna.¹¹

⁹ Eurostat, HICP flash estimate febbraio 2026. [CNBC](#), TTF spike, 3 mar 2026.

¹⁰ [FAO](#), Food Price Index, serie storica.

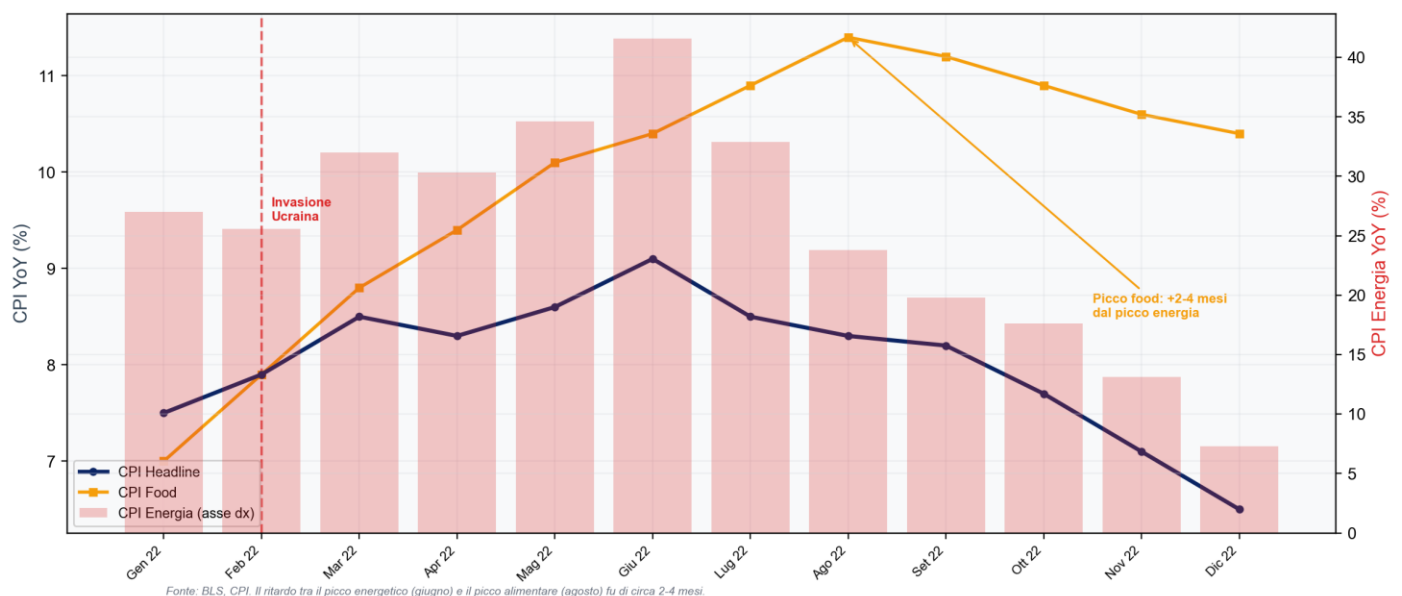
¹¹ [The Long View \(Substack\)](#), "The 20 Million Barrel Problem", 12 mar 2026.



La crisi ucraina offre un riferimento diretto per calibrare le aspettative. Dopo l'invasione del 24 febbraio 2022, l'indice FAO dei prezzi alimentari globali è schizzato al massimo storico nel giro di un solo mese: a marzo 2022 ha toccato 159,3, con un balzo del 12,6% rispetto a febbraio. L'indice è rimasto elevato per circa nove mesi prima di tornare ai livelli pre-invasione a dicembre 2022. In molti Paesi a basso reddito, però, l'inflazione alimentare ha superato il 15% e vi è rimasta per oltre un anno.¹²

La differenza fondamentale tra il 2022 e oggi è la natura dello shock. Nel 2022, l'Ucraina e la Russia fornivano circa il 30% del grano e il 20% del mais scambiati globalmente, oltre all'80% dell'olio di girasole: lo shock colpì direttamente le materie prime agricole. Oggi, la crisi di Hormuz è innanzitutto uno shock energetico. L'impatto sui prezzi alimentari seguirà un percorso più indiretto ma potenzialmente severo, passando attraverso l'aumento dei costi di trasporto, la scarsità di fertilizzanti e il rincaro dell'energia necessaria a tutta la filiera produttiva.

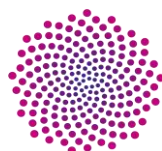
2022: la trasmissione dello shock energetico ai prezzi alimentari



Nel 2022 il picco energetico (+41,6% YoY a giugno) precèdette il picco alimentare (+11,4% ad agosto) di circa 2-4 mesi. Fonte: BLS.

C'è un'asimmetria cruciale che la maggior parte delle analisi trascura: il petrolio e il gas naturale hanno buffer molto diversi. Il mercato petrolifero dispone di ammortizzatori significativi. Le scorte commerciali globali ammontano a circa 3 miliardi di barili, i governi

¹² [FAO/UN News](#), 8 apr 2022. [CSIS](#), Two-Year Assessment.



detengono oltre 1,5 miliardi di barili di riserve strategiche, e l'Arabia Saudita e gli Emirati gestiscono pipeline che bypassano Hormuz con una capacità di circa 6-7 milioni di barili al giorno. In caso di crisi, questi buffer possono assorbire parte dello shock.¹³

Il gas naturale, invece, non ha nessuno di questi ammortizzatori. Il Qatar esporta 75-80 milioni di tonnellate di LNG all'anno, circa il 20% del commercio globale, e praticamente tutto passa da Hormuz. Non esiste una pipeline alternativa. La capacità di stoccaggio del LNG è una frazione di quella petrolifera. Quando i flussi di gas dal Golfo si interrompono, i mercati si irrigidiscono molto più velocemente. Ed è proprio dal gas che parte la catena dei fertilizzanti. Come osserva un'analisi di The Long View, il petrolio può essere in parte tamponato dalle pipeline; per il gas non esiste un percorso alternativo.¹⁴

Il problema di Bessent: quando la realtà sfida il piano

Nella Side View "[Bessent-nomics](#)", pubblicata esattamente un anno fa, avevamo descritto il piano economico del segretario al Tesoro Scott Bessent: il cosiddetto 3-3-3, un programma che puntava simultaneamente a una crescita reale del PIL al 3%, a una riduzione del deficit federale al 3% del PIL e a un aumento della produzione petrolifera domestica di 3 milioni di barili al giorno. L'idea di fondo era elegante nella sua simmetria: più petrolio americano significava prezzi energetici più bassi, che a loro volta avrebbero tenuto sotto controllo l'inflazione, permettendo alla Fed di tagliare i tassi, riducendo il costo del servizio del debito e creando spazio fiscale per la crescita.¹⁵

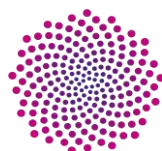
La crisi di Hormuz ha fatto saltare questa equazione. Dove il piano prevedeva "*oil down*", la realtà di marzo 2026 è "*oil up*" del 50%. Dove prevedeva "*rates down*", i rendimenti dei Treasury rischiano di salire se l'inflazione riparte. Dove prevedeva "*deficit down*", le spese militari per l'operazione nel Golfo e l'eventuale rilascio di riserve strategiche vanno nella direzione opposta.

La strategia di Bessent, come l'avevamo descritta, si basava su un approccio che ricordava la *Rubinomics* degli anni '90: ridurre il deficit per far scendere i tassi, creando le condizioni per una crescita trainata dal settore privato. Il presupposto implicito era un contesto geopolitico

¹³ EIA, Short-Term Energy Outlook. Dati su scorte e riserve strategiche.

¹⁴ The Long View (Substack), "The 20 Million Barrel Problem", 12 mar 2026.

¹⁵ Brightside Capital, Side Views — Bessent-nomics, gennaio 2026.



stabile, in cui la leva dell'energia domestica potesse operare senza interferenze esterne. La crisi dello Stretto rischia di erodere questo presupposto.

Il cortocircuito più evidente è quello tra dazi e costi energetici. La strategia dell'amministrazione prevedeva una sorta di compensazione interna: tariffe più alte sulle importazioni per proteggere l'industria domestica e finanziare il taglio fiscale, controbilanciate da costi energetici più bassi per contenere l'inflazione complessiva. L'energia a buon mercato doveva essere l'ammortizzatore che rendeva i dazi digeribili per i consumatori. Con il petrolio oltre i 100 dollari, l'ammortizzatore è saltato. I consumatori americani si trovano a pagare sia i dazi sulle merci importate sia l'energia più cara, una combinazione che erode il potere d'acquisto da entrambi i lati.¹⁶

Il 16 marzo, Bessent ha dichiarato alla CNBC che il Tesoro non ha piani per intervenire sui mercati del petrolio, ad esempio attraverso acquisti o vendite di contratti legati al prezzo del greggio, e che potrebbe non disporre nemmeno dell'autorità legale per farlo. L'amministrazione si concentra su misure fisiche: protezione delle petroliere, rilascio di riserve strategiche, aggiustamenti alle sanzioni. Ma queste sono soluzioni tattiche a un problema strutturale.¹⁷

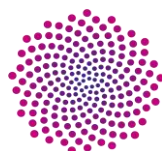
Tre scenari per l'inflazione: il modello Bloomberg SHOK

Per quantificare l'impatto dello shock energetico sull'inflazione, abbiamo utilizzato il modello SHOK di Bloomberg, lo stesso strumento impiegato da Torsten Slok, Chief Economist di Apollo Global Management, nelle sue analisi sulla crisi di Hormuz (pagina successiva). Il modello simula l'effetto di variazioni nei prezzi delle materie prime sulle principali variabili macroeconomiche, tenendo conto non solo dell'impatto diretto dell'energia sul paniere dei prezzi, ma anche degli effetti di secondo ordine: la trasmissione ai costi di trasporto, alla produzione industriale, ai prezzi alimentari e alle aspettative di inflazione.

Abbiamo costruito tre scenari basati su ipotesi diverse circa la durata e l'intensità della crisi nello Stretto di Hormuz:

¹⁶ [MarketMinute](#), "The Bessent Push-Pull", 4 mar 2026.

¹⁷ [CNBC](#), 16 mar 2026.



BRIGHTSIDE CAPITAL

Scenario 1 - il petrolio resta a 100 dollari al barile per tre trimestri consecutivi, riflettendo un'escalation prolungata. È lo scenario in cui la crisi si cristallizza, le trattative diplomatiche si impantanano e i flussi energetici dal Golfo restano compromessi per la maggior parte del 2026.

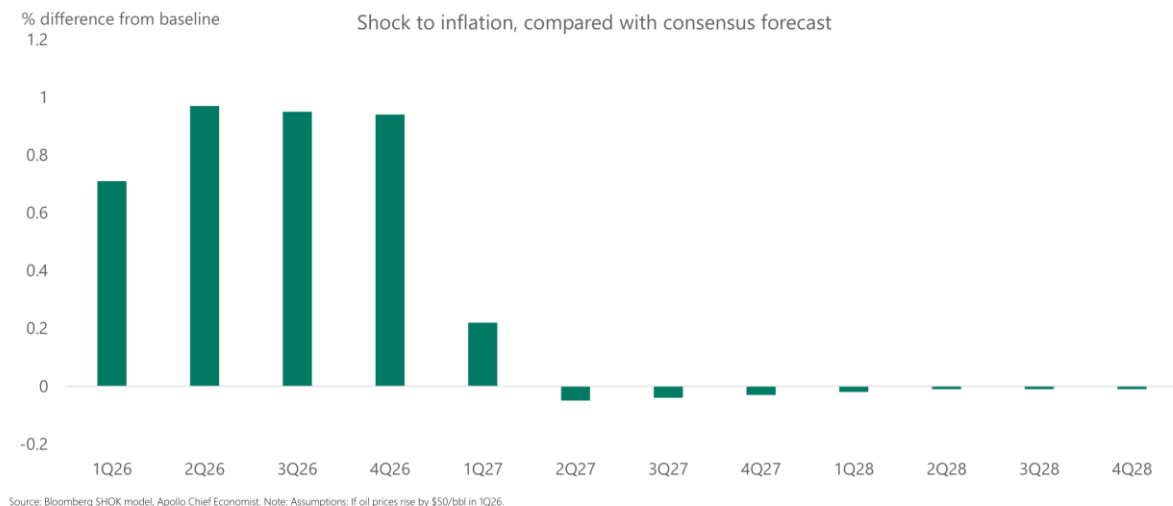
Scenario 2 - uno shock iniziale che porta il Brent sopra i 100 dollari, seguito da un rilassamento graduale nel corso del secondo semestre, man mano che si attivano rotte alternative, le riserve strategiche vengono rilasciate e la pressione diplomatica produce risultati parziali. Il petrolio scende verso gli 80 dollari entro fine anno.

Scenario 3 - uno shock veloce e contenuto, con una risoluzione della crisi entro il secondo trimestre grazie a un cessate il fuoco o a un accordo di transito garantito. Il Brent torna rapidamente verso i 70 dollari, in linea con il livello pre-crisi.

Come citato in precedenza, Torsten Slok ha pubblicato il risultato del Bloomberg SHOK model per uno shock di 50 dollari al barile: l'effetto sull'inflazione è concentrato nei primi tre-quattro trimestri, con un picco di circa 0,8-1,0 punti percentuali sopra il consensus, prima di riassorbirsi gradualmente.

Impact on inflation if oil prices rise by \$50/barrel

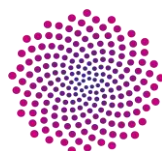
APOLLO



30

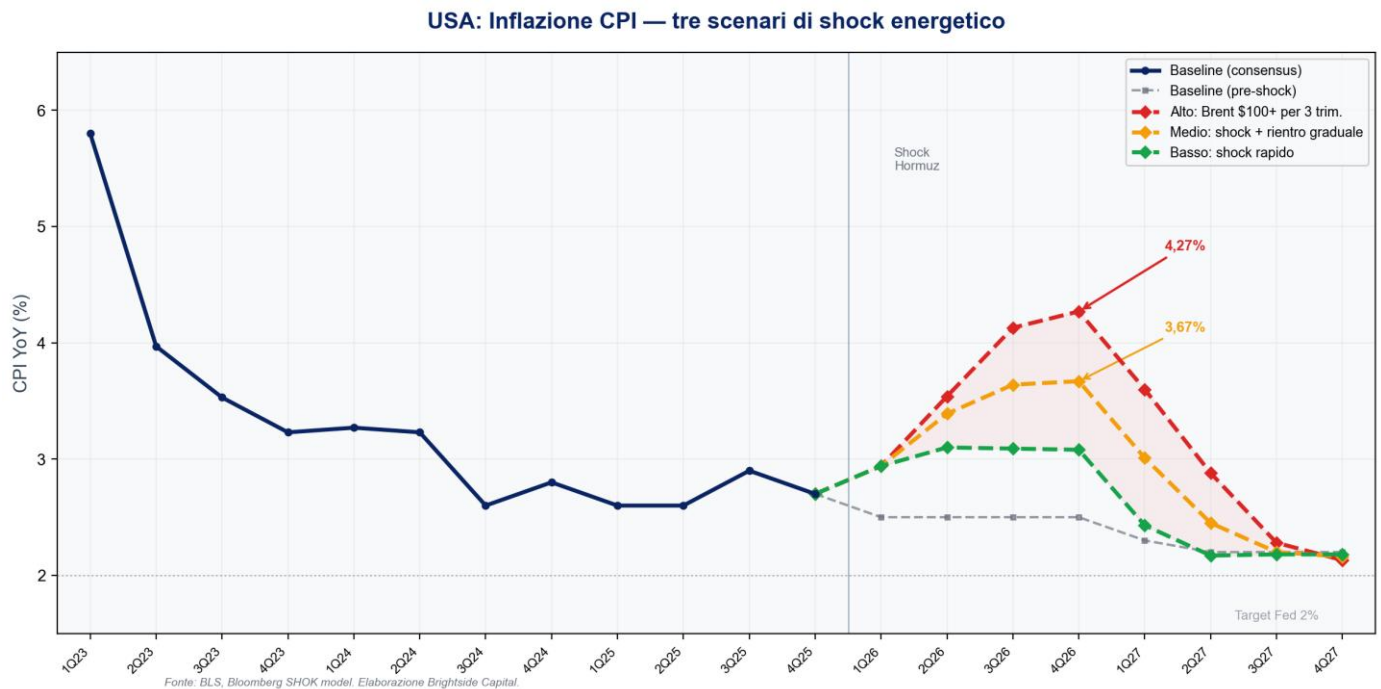
Impatto sull'inflazione di un rialzo di \$50/bbl del petrolio secondo il Bloomberg SHOK model. L'effetto è concentrato nei primi 3-4 trimestri. Fonte: Bloomberg SHOK model, Apollo Chief Economist.

Applicando il modello ai nostri tre scenari invece e sommando gli effetti di secondo ordine stimati dalla letteratura accademica (trasmissione ai costi di trasporto, fertilizzanti e food



BRIGHTSIDE CAPITAL

supply chain), le proiezioni per il CPI headline statunitense divergono significativamente a partire dal secondo trimestre 2026 rispetto alle attese del mercato:

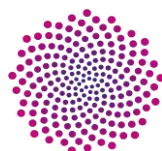


Proiezioni CPI USA con tre scenari di shock petrolifero (Bloomberg SHOK model). Nello scenario peggiore, l'inflazione headline potrebbe superare il 4% nel Q4 2026. Fonte: Bloomberg SHOK model. Elaborazione Brightside Capital

L'orologio politico: dalla benzina alle urne

Nella Side View "[Time Waits For No One](#)", pubblicata il mese scorso, avevamo analizzato la posizione politica di Trump in vista dei Midterms del novembre 2026. Il quadro era già sfavorevole: un indice di approvazione tra il 36% e il 39%, una sovraperformance democratica di 13-15 punti nelle elezioni speciali, un pattern storico che dal 1946 ha visto il partito del presidente perdere seggi alla Camera in 18 casi su 20. L'amministrazione aveva impostato una strategia aggressiva per invertire la tendenza: rimborsi fiscali anticipati, tagli alle ritenute in busta paga, la promessa di assegni da 2.000 dollari finanziati dai dazi.

Lo shock energetico rischia di vanificare tutto questo. La benzina e i prezzi alimentari sono i due indicatori che ogni americano vede ogni giorno, alla pompa e al supermercato. Sono anche i due indicatori più fortemente correlati con il sentiment dei consumatori e, di conseguenza, con le intenzioni di voto. Con la benzina già a 3,79 dollari al gallone e destinata



BRIGHTSIDE CAPITAL

a salire, e con i prezzi alimentari che seguiranno entro pochi mesi, il vantaggio dei rimborsi fiscali del One Big Beautiful Bill Act rischia di essere completamente eroso dall'inflazione energetica.

Il timing è particolarmente sfavorevole. I rimborsi fiscali dovevano arrivare tra febbraio e aprile 2026, creando un effetto-ricchezza positivo nei mesi che precedono le elezioni. Ma se il CPI di marzo, in uscita il 10 aprile, mostra un rimbalzo significativo, la narrativa economica cambia completamente: da "l'inflazione è sotto controllo" a "l'inflazione è tornata". È un cambio di percezione che nessun rimborso fiscale può compensare.

Il punto è storico: nessun presidente americano ha mai beneficiato di uno shock energetico in periodo pre-elettorale. Nixon con l'embargo OPEC del 1973, Carter con la rivoluzione iraniana del 1979, Bush padre con l'invasione del Kuwait nel 1990: in ogni caso, il partito del presidente ha subito pesanti conseguenze elettorali. **L'aumento dei prezzi energetici non è solo un dato economico, ma un tema profondamente politico: è qualcosa che ogni elettore vive ogni giorno e che nessuna narrazione riesce davvero a ridimensionare.**

Approfondimento a cura di **Nicola Lampis**.

Lugano, 22 marzo 2026.

