



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

*La seconda generazione
Il petrolio non è più quello di una volta*



T con Zero

La seconda generazione

N.46 - APRILE 2026

Il petrolio non è più quello di una volta

La guerra non si può umanizzare, si può solo abolire. (Albert Einstein)

Si può essere un genio della Fisica e lasciarsi trasportare dalle emozioni nei desideri e nelle previsioni sociali. A differenza di quanto pensava Einstein, dalla seconda guerra mondiale in poi, la guerra non solo non è stata abolita, ma, anche nelle aree del mondo meno tormentate negli ultimi ottant'anni, come l'Occidente, i conflitti sono sempre più presenti. Tanto che, come già discusso nel *T con Zero* del mese scorso¹, è probabile che nei prossimi anni o decenni, la conflittualità, e non la pace, potrebbe essere il nuovo stato naturale, "di quiete" del mondo: un cambiamento importante rispetto a un'epoca storica nella quale ci si è abituati a molti benefici ottenuti grazie al "dividendo della pace". Neanche l'oro nero è più quello di una volta. Rispetto a mezzo secolo fa, l'economia globale è diventata più efficiente e si è sviluppato un buon numero di settori meno energivori che influiscono molto sulla composizione del PIL e sulla crescita. Nel 1973, l'embargo dell'OPEC contro Israele e i suoi alleati a seguito della guerra del Kippur fece quadruplicare il prezzo del petrolio, provocò una crisi economica mondiale, un aumento dell'inflazione e l'introduzione di politiche di austerità energetica memorabili. Oggi, in particolare dopo l'esperienza dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022, la ricerca di maggiore diversificazione delle fonti di approvvigionamento di energia, in un'economia più interconnessa tra Paesi, potrebbe rendere gli shock energetici potenzialmente più sopportabili.

I rischi che l'aumento del prezzo del petrolio può creare per i mercati finanziari.

Entrando nel vivo della questione con un esame dei dati storici nello stile di *T con Zero*, dall'inizio degli anni 1970 si possono isolare diciannove episodi, prima di quello attuale, in cui il prezzo del greggio è salito di almeno il 30% in un periodo di tempo ristretto, mantenendosi eventualmente elevato dopo il rialzo. Sono elencati nella tabella 1. I dati riguardano il prezzo del barile di WTI statunitense. In tutti questi casi si è parallelamente osservato il comportamento dell'indice S&P 500 (in dollari, dividendi esclusi) in quattro periodi specifici: durante il rialzo del prezzo del petrolio e successivamente a uno, due e tre anni dalla fine del periodo di salita del greggio².

Tabella 1: casi di rialzo del prezzo del petrolio (WTI) di oltre il 30% in poche settimane e performance² dell'S&P 500

Numero del caso	Inizio rialzo	Fine rialzo	Durata settimane	Rialzo del prezzo del petrolio	Performance S&P 500 nel periodo del rialzo	Performance S&P 500 a 1 anno da fine rialzo	Performance S&P 500 a 2 anni da fine rialzo	Performance S&P 500 a 3 anni da fine rialzo
1	26/10/1973	08/02/1974	15	279,5%	-15,3%	-17,1%	6,8%	8,6%
2	27/04/1979	15/06/1979	7	34,9%	0,3%	12,5%	30,5%	8,7%
3	23/11/1979	14/11/1980	51	77,8%	27,8%	-8,3%	5,8%	23,4%
4	04/04/1986	16/01/1987	41	63,5%	10,0%	-5,6%	7,5%	31,8%
5	18/11/1988	21/04/1989	22	59,9%	14,3%	11,2%	25,1%	34,3%
6	22/06/1990	09/11/1990	20	106,2%	-12,9%	25,4%	33,7%	48,2%
7	19/02/1999	30/06/2000	71	183,9%	17,3%	-15,4%	-31,7%	-31,9%
8	25/01/2002	07/03/2003	58	97,2%	-26,1%	37,8%	45,7%	54,3%
9	05/12/2003	26/11/2004	51	59,8%	11,0%	6,9%	19,1%	23,2%
10	20/05/2005	11/08/2006	64	56,2%	8,7%	13,4%	0,4%	-21,5%
11	11/05/2007	11/07/2008	61	133,6%	-16,9%	-29,0%	-16,1%	7,2%
12	20/02/2009	30/04/2010	62	121,7%	50,5%	12,4%	15,7%	30,5%
13	24/09/2010	15/04/2011	29	49,7%	16,4%	4,6%	18,7%	39,0%
14	30/09/2011	27/04/2012	30	31,0%	22,7%	12,8%	34,0%	50,9%
15	20/03/2015	19/06/2015	13	32,0%	1,0%	-0,9%	15,7%	32,2%
16	19/02/2016	10/02/2017	51	82,3%	22,0%	16,7%	17,4%	42,0%
17	23/06/2017	05/10/2018	67	68,6%	19,1%	2,0%	14,6%	52,0%
18	24/04/2020	10/06/2022	111	598,2%	40,2%	7,1%	32,7%	48,7%
19	30/06/2023	29/09/2023	13	30,4%	-2,2%	32,9%	54,6%	
20	19/12/2025	17/04/2026	16	74,7%	-2,8%			

Si nota immediatamente che i casi in cui i mercati sono scesi molto siano stati solo tre³, evidenziati in tabella: 1973-74, 2000-2002 e 2007-2009. Solo nel primo di questi tre casi il bear market dell'S&P 500 appare imputabile al petrolio: negli altri due casi il prezzo del greggio è salito, ma verosimilmente lo scoppio della bolla dot.com nel

T con Zero

La seconda generazione

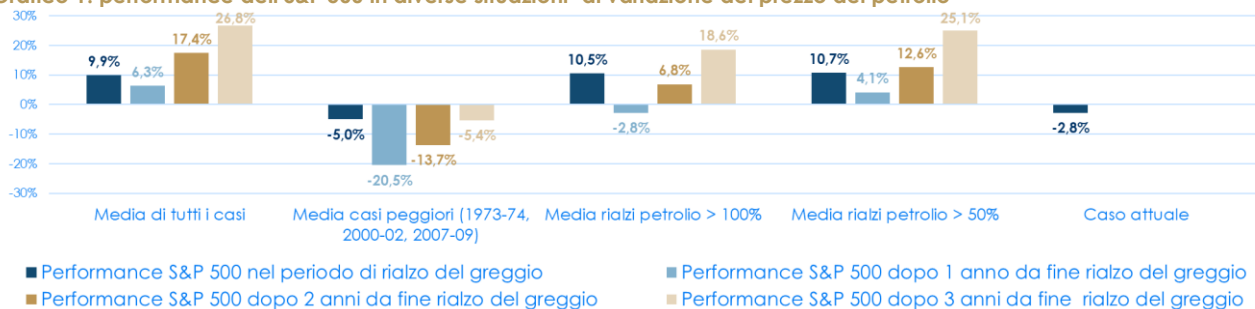
N.46 - APRILE 2026

2000 e la Grande Crisi Finanziaria partita a fine 2007 e giunta a maturazione nel 2008 potrebbero avere fornito il contributo determinante all'andamento negativo della borsa statunitense (e di altri Paesi).

Un aumento del prezzo del greggio – e per estendere la riflessione al caso di oggi, del gas naturale – può avere ovviamente effetti sull'economia. Si osservano in maniera più immediata nel comparto energetico o in attività come i trasporti. Si possono propagare, nel tempo, ai numerosi settori che usano il petrolio, o il gas naturale, o i loro derivati nei propri processi produttivi, per arrivare a quelli – tanti – che hanno bisogno che i propri prodotti siano consegnati ai mercati di sbocco. Un esempio intuitivo è l'agroalimentare: in agricoltura si usano spesso i fertilizzanti e occorre che i prodotti, freschi o lavorati (e la lavorazione richiede energia) siano poi trasportati fino ai punti di distribuzione, all'ingrosso o al dettaglio.

Da qui si arriva alle possibili implicazioni per i mercati finanziari. Un prezzo del petrolio in rialzo può contribuire a fare aumentare l'inflazione, e ciò, in estrema sintesi, può riverberarsi sia sulla politica monetaria, con le banche centrali che potrebbero agire in modo restrittivo per cercare di controllare la dinamica inflattiva, sia sul mercato obbligazionario, con un aumento dei rendimenti di mercato: un elemento negativo per le obbligazioni, a cominciare dai titoli di Stato, più direttamente esposti a questo genere di fattori macroeconomici. Per il mercato azionario, la questione non si può riassumere in maniera altrettanto schematica. Da un lato, le azioni, come tutte le altre attività finanziarie, e in particolare quelle orientate alla crescita e alla generazione di valore su orizzonti temporali estesi, subiscono un effetto negativo sulle valutazioni dall'aumento dei rendimenti obbligazionari, che sono alla base del calcolo del tasso con il quale si attualizzano, scontandoli, i flussi di cassa futuri. Inoltre, il costo del debito per le aziende sale. Dall'altro, un aumento del livello generale dei prezzi consente alle società di aumentare i prezzi di vendita dei propri prodotti e servizi per compensare, almeno parzialmente, o più che compensare, l'aumento dei costi. Siccome, a parità di volumi, una crescita del fatturato guidata dai prezzi fa crescere i profitti più di un aumento del fatturato trainato dalla crescita dei volumi a parità di prezzi, le azioni possono spesso trarre beneficio da un contesto inflattivo. Il ragionamento vale in particolare per le aziende in grado di praticare una politica di prezzi elevati o a premio. Per questo si può ritenere che l'azionario sia una tipologia di attività finanziarie in grado di proteggere dall'inflazione. Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, sono strumenti tipicamente a reddito fisso e in quanto tali possono soffrire un'inflazione alta o crescente. Tuttavia il fatto che le aziende siano potenzialmente in grado di generare utili e flussi di cassa che si adeguano alla dinamica dei prezzi tende ad essere positivo per la qualità del credito.

Grafico 1: performance dell'S&P 500 in diverse situazioni³ di variazione del prezzo del petrolio



Balza agli occhi innanzitutto (tabella 1 e grafico 1) come nella maggior parte dei casi, sui diversi orizzonti temporali, l'andamento dell'S&P 500 sia stato positivo anche in presenza di forti aumenti del prezzo del petrolio. Esiste una spiegazione logica: quando si pensa a un rialzo del greggio come quello di oggi, si immagina uno sbilanciamento tra domanda e offerta che nasce da limitazioni, shock o problemi dal lato dell'offerta. Non si riesce, cioè, a estrarre e distribuire abbastanza petrolio per soddisfare la domanda. Si tende a trascurare che, in circostanze normali, il prezzo del petrolio sia trainato dalla domanda, che cresce in fasi di espansione dell'economia globale. Quindi non dovrebbe sorprendere che il mercato azionario possa far registrare performance positive. Semplificando al massimo, è come se i rialzi sia del prezzo del greggio, sia del mercato azionario avessero alla base un elemento comune che potrebbe spiegarli: la crescita economica.

In secondo luogo, bisogna sottolineare che lo shock giunto dal petrolio quest'anno sia stato forte. In sedici settimane, dai minimi di metà dicembre 2025 al 17 aprile (data dell'analisi), il rialzo del barile di WTI ha sfiorato il 75%. Ciò si confronta con un rialzo medio dei casi in cui il petrolio è salito di oltre il 50% del 142% (grafico 3, quarta barra verticale da sinistra) in una media di 53 settimane (stessa barra del grafico 2). Nel 2026 il petrolio ha coperto *oltre la metà* del percorso rialzista medio dei casi in cui è aumentato di almeno il 50%, in *meno di un terzo* del

I con Zero

La seconda generazione

N.46 - APRILE 2026

tempo medio per tali casi. Improbabile che i mercati non ne abbiano tenuto conto. E in effetti, il grafico 1 mostra come, nel caso attuale, la discesa (piuttosto contenuta) dell'S&P 500 nel periodo di rialzo del petrolio sia stata, al 17 aprile, oltre la metà della discesa dei tre casi peggiori (1973-74, 2000-2002 e 2007-2009)³.

Grafico 2: durata media fase di rialzo³ del petrolio (settimane)

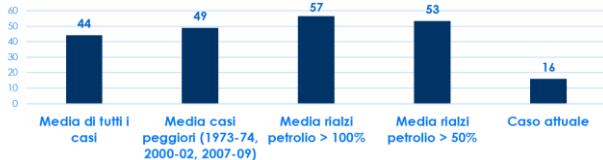
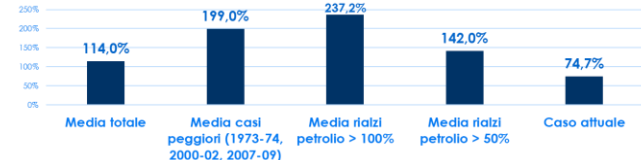


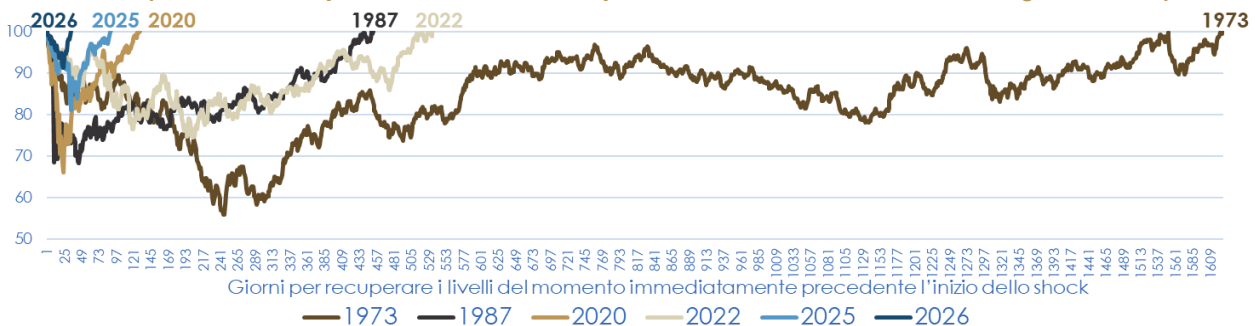
Grafico 3: entità media del rialzo del prezzo del petrolio³



Mercato azionario, velocità di recupero, rischi da non sottovalutare: un bilancio positivo nel medio-lungo termine

Un contesto di grande incertezza, in cui timori inflattivi possono riaffiorare anche temporaneamente nel flusso di notizie, è un ambiente che si può affrontare meglio con portafogli ben diversificati e che abbiano un'esposizione al mercato azionario⁴. Oltre alla tendenziale possibilità di proteggere dall'inflazione, almeno in parte, le azioni hanno mostrato nella storia una capacità di recuperare in tempi relativamente ragionevoli dalle discese, anche importanti, legate a correzioni o a bear market. Se non completamente, almeno in buona parte. Come nel caso del 1973, quando lo shock petrolifero causò un'impennata dell'inflazione e una crisi economica che spinsero in un mercato-orso l'S&P 500. In quell'occasione, il mercato impiegò vari anni a recuperare completamente la discesa (senza considerare i dividendi incassati, che accorcerebbero i tempi), ma già dopo circa tre anni dallo scoppio della guerra del Kippur, il passivo per gli investitori era stato ridimensionato a una cifra singola, e virtualmente azzerato includendo i dividendi.

Grafico 4: recuperi dell'S&P 500 (in dollari, dividendi esclusi) da correzioni brusche o bear market legati a shock specifici



Il ragionamento, declinato in modo diverso, si può applicare ad altri mercati azionari e sostiene l'idea di una diversificazione anche all'interno dei portafogli azionari. Oggi, benché le valutazioni non appaiano eccessive, con alcuni listini sui massimi storici o vicini ad essi, è possibile assistere ad episodi di volatilità, anche notevole. Soprattutto se si considerano i rischi che l'incertezza geopolitica può porre a un quadro che per l'economia, vista "dall'alto", e soprattutto per le aziende, cioè "dal basso", continua ad apparire tendenzialmente favorevole, ma meno solido che a inizio anno. Inoltre non bisogna trascurare le probabilità, sebbene minoritarie, che si possa piombare in un contesto simile agli anni 1970, con crescita economica debole o addirittura recessione e inflazione in ascesa, più alta degli obiettivi delle banche centrali.

La situazione attuale potrebbe essere meno problematica di quella degli anni 1970, per la maggiore diversificazione e interconnessione globale dell'economia, per il maggior peso nel PIL di settori ad alto valore aggiunto e intensità energetica e di materie prime relativamente contenuta, per la minore dipendenza del mondo dal petrolio mediorientale.

Senza comportarsi da ingenui ottimisti, bisogna considerare i rischi e le opportunità dei vari periodi. Nonostante le differenze rispetto al passato e i progressi compiuti, i cicli economici non sono scomparsi: prima o poi una fase di contrazione avrà luogo e i mercati finanziari, azionari in particolare, reagiranno. Ma la storia mostra con una certa evidenza come, nel passato, un forte aumento del prezzo del petrolio, da solo, non sia bastato a far precipitare i mercati azionari, tranne nel caso del 1973-74, quando però il barile quadruplicò in un trimestre e la struttura dell'economia era meno bilanciata e meno potenzialmente resistente agli shock rispetto a oggi.

A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N.46 - APRILE 2026

Note e riferimenti

1: *T con Zero* n. 45, marzo 2026, *La troppa razionalità, le code grasse e i mercati*.

2: Avere serie storiche di qualità con dati ad alta frequenza per il prezzo del petrolio è difficile prima degli anni 1970 e comunque il prezzo del petrolio era variato in modo molto meno volatile prima di quell'epoca. Per evitare una variabilità eccessiva dei dati (settimanali), i calcoli sono stati effettuati usando le medie mobili a due settimane, che smussano leggermente le oscillazioni, ma senza condizionarne i risultati in misura significativa.

3: I tre casi peggiori sono indicati come 1973-74, 2000-2002 e 2007-2009. Questa è una semplificazione, che non modifica la sostanza delle cose e dell'analisi, utile ad associare i tre episodi a eventi specifici: lo shock petrolifero, lo scoppio della bolla dot.com, la Grande Crisi Finanziaria. La tabella 1, in realtà, mostra che in ciascuno degli episodi, la durata della discesa dell'S&P 500 possa essere stata maggiore del modo in cui l'episodio è stato etichettato. Per esempio, nel caso del 1973, la performance dell'S&P 500 è stata negativa anche nel 1975. Nel caso del rialzo del petrolio 1999-2000 (episodio etichettato come 2000-2002), la discesa del mercato azionario è proseguita anche su un orizzonte temporale di tre anni dalla fine del rialzo del greggio, quindi fino a metà 2003. Infine, nell'episodio del rialzo del prezzo del petrolio del 2007-2008, la performance negativa dell'S&P 500 è arrivata anche a 3 anni dalla fine del rialzo del greggio, quindi fino a luglio 2011 (periodo, peraltro, di un'altra crisi: quella dei debiti sovrani, seguita a quella finanziaria e alla Grande Recessione).

4: Compatibilmente con la tolleranza del rischio, l'orizzonte temporale, gli obiettivi finanziari e i vincoli di ciascun investitore. La frase rappresenta un commento ai dati e grafici forniti nel testo e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione specifica dall'investimento.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking, dell'autore e del team di Investment Strategy su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 17 aprile 2026.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t con zero* devo stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero*; per stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero* devo spostarmi in *t con 1*; per spostarmi in *t con 1* devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING