

Outlook Macroeconomic Mensile

Marzo 2026

DISCLAIMER

La presente comunicazione è distribuita da IMPact SGR, società di gestione collettiva del risparmio autorizzata e soggetta alla vigilanza di Consob e Banca D'Italia. La presente comunicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela privata di IMPact SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti cui si rivolge. I dati, le opinioni, e, in generale, i contenuti dei documenti messi a disposizione non rappresentano dunque una "sollecitazione all'investimento" ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t) del D.Lgs. 58/1998 e non costituiscono consulenza in materia di investimenti né consigli o raccomandazioni ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. f) del D.Lgs. 58/1998.

Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente comunicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, IMPact SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni negli stessi contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza IMPact SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente comunicazione viene fornita per meri fini di informazione e serve come supporto di informazione all'unico indirizzo personale del destinatario e per sua sola informazione personale, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

IMPact SGR non potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente comunicazione non può essere riprodotta ed è in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. In nessun caso e per nessuna ragione IMPact SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

IMPact SGR S.p.A.

Via Turati 25

20121, Milano

Contatti:

mail: impact@impactsgr.it

Tel: +39 02 38 25 51 00

<https://www.impactsgr.it/>

Executive Summary

- A partire dall'inizio di marzo, i mercati finanziari globali sono stati fortemente influenzati dal precipitare degli eventi in Medio Oriente. Nonostante l'eliminazione della "senior leadership", la teocrazia iraniana sembra resistere. L'Iran evita di confrontarsi direttamente con Stati Uniti e Israele, ma sposta la guerra su altri campi dove può esercitare pressione.
- I mercati finanziari hanno risposto inizialmente con cautela con discese piuttosto ordinate, mentre il dollaro ha ritrovato il proprio tradizionale ruolo di bene rifugio, apprezzandosi sulle altre valute. Le quotazioni dell'oro sono scese invece in parallelo con il ribasso dei mercati azionari.
- L'effetto più forte è stato sui tassi d'interesse, in decisa salita lungo la curva dei rendimenti a causa dell'incremento del costo dell'energia dovuto alla chiusura dello Stretto di Hormuz. L'impatto della chiusura dello stretto di Hormuz dipende strettamente dalla durata della discontinuità nel trasporto dell'energia. L'Iran ha interesse nel prolungare il conflitto per aumentare il costo economico della guerra: la minaccia di possibili attacchi alle navi mercantili ha provocato un rialzo dei costi delle assicurazioni dei cargo tale da bloccare completamente il passaggio lungo la rotta.
- Le banche centrali stanno osservando la situazione: qualora effettivamente le proiezioni della BCE dovessero propendere per rischi di rialzi stabili dell'inflazione core, si inizierà rapidamente a parlare di rialzi di tassi. Trump continua a negare problemi di approvvigionamento negli Stati Uniti, ma è innegabile che il rialzo del prezzo della materia prima gravi inevitabilmente anche sugli americani.
- Con le elezioni di Midterm alle porte, l'opinione pubblica americana è molto scettica nei confronti dell'impegno americano in questa guerra: Trump ha tutto l'interesse di chiudere la partita per cercare di scongiurare gli effetti avversi dell'azione militare. Ai timori di una crisi energetica, si accompagna inoltre una significativa tensione sui fondi americani di private debt.
- L'Europa è integrata in mercati energetici globali dove ogni contrazione significativa dell'offerta si riflette rapidamente ai prezzi tramite arbitraggio internazionale. L'esposizione a questa problematica varia a seconda del paese in funzione del mix elettrico: quando la capacità di generazione rinnovabile riesce a coprire la domanda in una determinata fascia oraria, il prezzo dell'elettricità si disaccoppia da quello del gas, proteggendo l'industria e i consumatori dagli shock energetici di origine fossile.
- Due shock energetici in meno di quattro anni rappresentano il segnale di una tendenza strutturale verso una maggiore frequenza di interruzioni delle catene di fornitura essenziali, in un contesto geopolitico globale sempre più frammentato. In questo contesto si inserisce l'Industrial Accelerator Act (IAA), proposta di legge che introduce requisiti di contenuto locale vincolanti per sette settori strategici della transizione energetica come preconditione all'accesso agli appalti pubblici e al sostegno fiscale.

Guerra in Medio Oriente

A partire dall'inizio di marzo, i mercati finanziari globali sono stati fortemente influenzati dal precipitare degli eventi in Medio Oriente: l'attacco congiunto di Israele e Stati Uniti contro il regime iraniano ha portato la tensione nella regione verso un nuovo e più pericoloso livello, avvitando la situazione in uno scenario di complessa evoluzione da un punto di vista geopolitico ed economico.

Dopo aver colpito e duramente indebolito tutti i gruppi armati finanziati da Teheran (Hamas a Gaza, Hezbollah in Libano, gli Houthi in Yemen), approfittando della decadenza del regime degli ayatollah e della forte opposizione interna montata soprattutto durante il mese di gennaio e brutalmente repressa nel sangue da parte del governo iraniano, Israele e Stati Uniti hanno scelto di attaccare deliberatamente l'Iran, in un'operazione volta ad azzerare l'attuale classe dirigente, scommettendo presumibilmente sul collasso del regime e sull'instaurazione di un esecutivo meno ostile.

Nonostante la "senior leadership" sia stata effettivamente eliminata: dalla Guida suprema Ali Khamenei al responsabile della Difesa Ali Larijani, la teocrazia iraniana sembra resistere, i tempi della guerra si allungano e le dinamiche per trovare una via di uscita si complicano, mentre montano i timori delle conseguenze economiche delle ostilità.

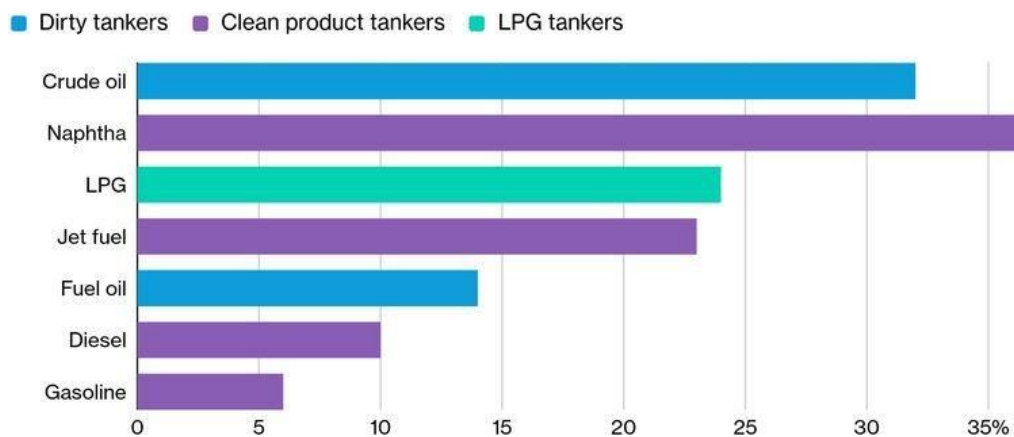
L'Iran, non potendo competere con la macchina militare congiunta di Israele e Stati Uniti (intelligence ai massimi livelli di eccellenza, supremazia aerea, armamenti tecnologicamente avanzatissimi e sistemi di difesa estremamente sofisticati) ha ingaggiato quella che gli analisti hanno chiamato una guerra asimmetrica. L'Iran evita di confrontarsi direttamente con gli avversari, avendo contezza della propria inferiorità militare, ma sposta la guerra su altri campi dove può esercitare pressione: *"if you cannot solve a problem, enlarge it"*, diceva Eisenhower. Il primo fronte della guerra asimmetrica è l'utilizzo massiccio di droni con cui l'Iran sta attaccando tutti gli alleati americani della regione. Nelle scorse settimane sciame di droni hanno colpito ripetutamente UAE, Qatar, Giordania, Arabia Saudita, Iraq, Oman, Kuwait e Bahrein: ciascun drone ha un costo di produzione variabile dai venti ai cinquantamila dollari, mentre i missili intercettori utili a neutralizzarli che vengono impiegati dagli americani hanno un costo da uno a quattro milioni di dollari ciascuno. È evidente che il continuo e ripetuto attacco alle basi militari nel Golfo e ai Paesi arabi alleati della regione provoca da un lato la crescente insofferenza da parte delle monarchie arabe oggetto degli attacchi, ma soprattutto un logoramento economico complesso da governare, proprio per il fatto di essere totalmente sbilanciato su una sola delle parti.

L'altra importante leva che ha utilizzato l'Iran per difendersi è la chiusura dello stretto di Hormuz. Attraverso il braccio di mare che separa la costa meridionale dell'Iran dall'Oman e dagli Emirati Arabi, che nel punto più angusto misura poco più di trenta chilometri, transita circa il 20% del petrolio mondiale, il

25% del gas liquefatto, il 33% dei fertilizzanti, il 15% dell'elio (molto usato per i semiconduttori) e il 15% dell'alluminio. Appare evidente che il blocco di questo passaggio a lungo termine può provocare conseguenze molto gravi sull'economia mondiale e l'obiettivo iraniano è chiaramente quello di esercitare una pressione crescente con il passare del tempo sui leader che stanno portando avanti le ostilità.

Grafico 1: A Third of Seaborne Crude at Risk as War Threatens Hormuz.

A Third of Seaborne Crude at Risk as War Threatens Hormuz
Share of global seaborne volumes transported through the Strait of Hormuz in 2025



Source: BloombergNEF, Vortexa.

Note: Crude oil includes condensates. LPG is Liquefied petroleum gas. Dirty tankers include very large crude carrier (VLCC), Suezmax and Aframax. Clean product tankers include long-range 2 (LR2), long-range 1 (LR1) and medium-range (MR) tankers.

BloombergNEF

Fonte: BloombergNEF, Vortexa, 2026.

La reazione dei mercati

I mercati finanziari hanno risposto al precipitare degli eventi inizialmente con cautela, mostrando una fuga dagli asset rischiosi tutto sommato ordinata. Il dollaro ha ritrovato il proprio tradizionale ruolo di bene rifugio, apprezzandosi sulle altre valute, mentre le quotazioni dell'oro sono scese in parallelo con il ribasso dei mercati azionari. La correlazione tra oro e equity era diventata positiva già da alcune settimane, da quando il posizionamento lungo sul metallo prezioso si era ritrovato ad essere un trade estremamente affollato anche tra gli investitori retail: proprio per questo, il clima di vendite generalizzate sui mercati hanno colpito anche lo storico bene rifugio. Per molti investitori che avevano acquistato oro al crescere della tensione geopolitica, lo scoppio effettivo della guerra tra Stati Uniti e Iran ha esercitato una sorta di *trigger* per una presa parziale di profitto. Infine, la discesa dell'oro si spiega in parte anche con le crescenti aspettative di rialzo dei rendimenti in seguito al possibile shock energetico causato dalle ostilità in Medio Oriente.

Grafico 2: Correlazione tra prezzo dell'oncia d'oro in dollari e indice S&P 500.



Fonte: Bloomberg, 2026.

Interessante è stato anche l'andamento dei tassi decennali americani, altro tradizionale bene rifugio nei momenti di panico. I *Treasuries* sono stati dapprima comprati, ma dopo poche ore si è costituito repentinamente un trend di vendita, nonostante il rafforzamento del dollaro. In meno di tre settimane, i rendimenti decennali in America sono saliti di circa 0.30%: è la paura dell'inflazione a prevalere sui timori della recessione. Con il blocco di Hormuz si palesa infatti un inevitabile shock energetico, cui si accompagna un blocco dei commerci, un aumento del costo della produzione industriale, l'aumento delle tariffe dei voli aerei e una crescente spesa in difesa da parte dei governi: tutti ingredienti tipicamente inflattivi.

Con il passare dei giorni, le borse rimangono in territorio ribassista, ma la discesa degli indici globali è per il momento decisamente limitata (l'indice azionario globale MSCI World ha perso nella prima metà del mese circa il 4%), con sottoperformance dei mercati europei e asiatici, maggiormente esposti alle conseguenze di una crisi energetica, rispetto agli Stati Uniti. Gli investitori continuano a scommettere su una risoluzione relativamente rapida della guerra in Iran, dovuta all'arrendevolezza dell'Amministrazione

Trump di fronte alle conseguenze di una eccessiva prosecuzione del conflitto e della fiducia che governi e banche centrali siano comunque sempre pronti a sostenere la liquidità sui mercati.

L'importanza strategica dello stretto di Hormuz

L'impatto della chiusura dello stretto di Hormuz dipende strettamente dalla durata della discontinuità nel trasporto dell'energia. Di fatto il petrolio sta continuando a fluire attraverso il canale, ma esclusivamente il petrolio iraniano e destinato ad un cliente unico, ovvero la Cina, che alcuni sostengono stia offrendo sostegno tecnologico all'Iran dietro le quinte per rafforzare la controffensiva contro i Paesi arabi della regione. L'Iran, d'altra parte, non ha i mezzi militari per un vero e proprio blocco dello stretto, ma la minaccia di possibili attacchi alle imbarcazioni mercantili o di posizionamento di mine in quell'importante tratto di mare ha provocato un rialzo dei costi delle assicurazioni dei cargo tale da bloccare completamente il passaggio lungo tale rotta. Gli Stati Uniti potrebbero teoricamente tentare di liberare Hormuz, ma nella pratica si tratta di un qualcosa di estremamente complesso. Ciò, infatti, potrebbe avvenire o attraverso una estesa invasione di terra sul territorio iraniano, la quale tuttavia incrementerebbe enormemente il costo politico della campagna militare, in quanto sarebbe inevitabile un aumento dei sacrifici in termini di vite di soldati americani oppure scortando con la propria marina le navi commerciali che passano attraverso lo stretto. In quest'ultimo caso, il timore è che l'utilizzo massiccio dei droni da parte iraniana renderebbe costosissima l'operazione. Per questo motivo Trump ha chiesto agli alleati europei e persino alla Cina di intervenire ad Hormuz per contrastare le minacce iraniane. Tuttavia, dopo un anno di rapporti non particolarmente lineari tra l'Amministrazione americana e l'Europa, la volontà politica di accondiscendere alle richieste americane è decisamente bassa. Inoltre, l'opinione pubblica è chiaramente sfavorevole alla partecipazione diretta in un conflitto iniziato dagli Stati Uniti e di cui si pagano indirettamente le conseguenze economiche: un'azione di difesa delle rotte commerciali ad Hormuz sarebbe indubbiamente un passo ulteriore verso un coinvolgimento diretto nel conflitto, che nessun Paese europeo sembra avere intenzione di fare.

L'Iran vede la propria strategia funzionare e ha tutto l'interesse nel prolungare il conflitto senza arrivare ad una resa prematura per incrementare il costo economico della guerra. Difficilmente, infatti, l'instabilità geopolitica è la causa delle crisi finanziarie, che invece derivano piuttosto da una fase di recessione che i conflitti possono scatenare. Il costo dell'energia è l'anello debole attraverso cui la guerra può minacciare seriamente il contesto economico. L'andamento totalmente erratico delle quotazioni dei futures sul petrolio descrive il clima di totale incertezza e speculazione che tuttora prevale: i movimenti del contratto hanno realizzato *drawdown* record *intraday* di oltre il 30% e da fine febbraio il prezzo del greggio è cresciuto di circa il 50%.

Un altro canale di trasmissione di effetti inflattivi derivanti dalla chiusura di Hormuz meno visibile è quello dei fertilizzanti. Lo Stretto di Hormuz è infatti anche la principale via di transito per circa un terzo del commercio marittimo globale di fertilizzanti: i paesi del Golfo producono una quota rilevante dell'urea mondiale, sintetizzata tramite il processo Haber-Bosch a partire dal gas naturale. Al 16 marzo, il prezzo dell'urea ha già segnato un rialzo di circa il 32% rispetto al 27 febbraio, con quasi un milione di tonnellate fisicamente bloccate su oltre 20 navi nel Golfo. Oxford Economics ha già rivisto al rialzo le previsioni sui prezzi dei fertilizzanti per il Q2 2026 di circa il 20%. Il meccanismo di trasmissione verso i prezzi alimentari è doppio: da un lato, i produttori agricoli si trovano con le forniture di input contratte proprio durante la stagione di semina primaverile, il periodo dell'anno a domanda più alta; dall'altro, l'energia rappresenta tra il 40% e il 50% del costo complessivo della filiera alimentare retail — dalla meccanizzazione alla logistica, dalla lavorazione alla refrigerazione — e un rialzo persistente dei prezzi energetici si trasmette all'intera catena con un lag generalmente di sei-nove mesi. Si stima che la perturbazione delle forniture di fertilizzanti potrebbe aggiungere circa due punti percentuali di inflazione alimentare al dettaglio: sommato all'impatto energetico diretto, lo scenario si caratterizza pertanto per un rischio di inflazione crescente.

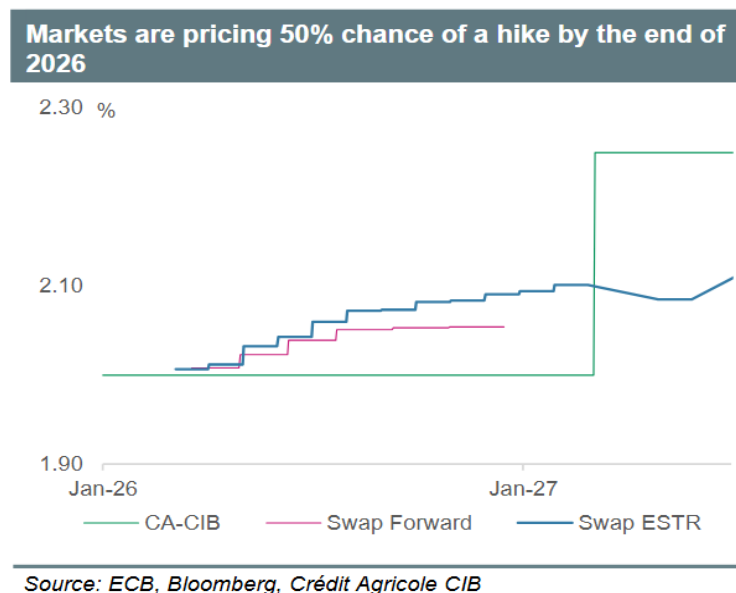
Il problema dell'aumento del costo del petrolio

Le banche centrali stanno ovviamente osservando la situazione e alcune prime dichiarazioni hanno fatto intravedere di non escludere a priori la possibilità di un incremento del costo del denaro nel corso dei prossimi mesi. Lo shock da offerta sull'inflazione è il più complesso da gestire da parte delle banche centrali a causa della propria natura esogena, contro cui il raffreddamento dell'economia attraverso il rialzo dei tassi può servire solo ad evitare che si avvettino spirali inflazionistiche secondarie eccessivamente pericolose. Il rischio concreto di una restrizione monetaria aggressiva in presenza di inflazione da offerta è quella di far rallentare in maniera decisiva la crescita economica e gettare l'economia in una fase di stagflazione.

Per quanto riguarda l'Area euro, è facile fare un paragone con il 2022, quando lo shock energetico determinato dall'invasione russa dell'Ucraina e le conseguenti sanzioni verso l'export russo causarono una significativa fiammata inflazionistica da offerta. All'epoca, la BCE tollerò un'inflazione core al 3% e una headline oltre l'8% prima di agire alzando i tassi: questo a causa principalmente delle proprie proiezioni che definivano transitorio lo shock esogeno (il gas era quadruplicato e il petrolio salito del 50% rispetto all'anno precedente). Inoltre, si veniva da un decennio di tassi ai minimi storici e inaugurare una prima fase di restrizione monetaria faceva esitare i policymakers, che da molti anni davano praticamente per scomparso il rischio di un'eccessiva crescita dei prezzi nell'Eurozona. In parallelo, anche se per ragioni diverse e causate principalmente da un surriscaldamento endogeno dell'economia, anche la FED aveva atteso (colpevolmente) diversi mesi prima di convincersi ad alzare i tassi. Questa volta, qualora

effettivamente le proiezioni della BCE dovessero propendere per rischi di rialzi stabili dell'inflazione core, si inizierà rapidamente a parlare di rialzi di tassi. La situazione di partenza è molto diversa: nel 2022 la BCE si trovava in territorio profondamente espansivo, il proprio bilancio aveva raggiunto le dimensioni massime storiche, il ciclo economico usciva lentamente dalla recessione causata dalla pandemia; oggi i tassi si trovano in equilibrio vicino a quello che si ritiene possa essere il livello "naturale" del costo del denaro nell'Area euro, l'economia è in espansione leggera ma resistente e l'occupazione è ovunque vicina al livello di pieno impiego. La reattività dovrebbe pertanto essere più manifesta all'insorgere del problema per evitare di perdere credibilità di fronte al mercato.

Grafico 3: Markets are pricing 50% chance of a hike by the end of 2026.



Fonte: ECB, Bloomberg, Credit Agricole CIB, 2026.

Sebbene Trump continui a sostenere che il rialzo del costo del petrolio è un problema di "altri" e che gli Stati Uniti non hanno alcun problema di approvvigionamento, è innegabile che il rialzo del prezzo della materia prima gravi inevitabilmente anche sugli americani, che dovranno vendere ed acquistare il proprio petrolio ad un prezzo più elevato. Il Segretario al Tesoro USA Scott Bessent ha dichiarato a Sky News che la Marina americana è pronta a scortare le navi commerciali attraverso lo Stretto di Hormuz, senza tuttavia dare tempistiche concrete. L'agenzia Reuters ha addirittura diffuso la notizia che il Tesoro americano stesse considerando di intervenire nel mercato dei futures sul petrolio per abbassarne artificialmente il prezzo. Intervistato dal Financial Times, Terry Duffy, amministratore delegato di CME Group che gestisce la piattaforma di scambio dove vengono negoziati i futures sulle commodities ha stigmatizzato l'idea,

asserendo che un intervento del governo sul mercato costituirebbe “un disastro di proporzioni bibliche” in quanto minerebbe alla fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del processo di determinazione dei prezzi. Gli Stati Uniti hanno inoltre deciso di allentare alcune sanzioni sul petrolio russo (suscitando dure critiche da parte dei Paesi europei) nel tentativo di accrescere l’offerta globale. Infine, sempre per tentare di calmare i mercati, l’Agenzia internazionale per l’Energia (IEA) ha stabilito, con una storica decisione, di rilasciare 400 milioni di barili di petrolio dalle riserve strategiche (nel 2022, furono rilasciati “solo” 182 milioni di barili). Il prezzo del petrolio non è tuttavia sceso su questa importante notizia, né su tutti i tentativi fin qui abbozzati per riportare il mercato dell’energia in equilibrio, proprio perché sono state percepite come misure “tamponi” e non come una soluzione al problema strutturale della chiusura dello stretto di Hormuz.

Un fronte interno difficile: inflazione, crisi energetica e scetticismo verso la guerra

L’Amministrazione americana, oltre al complesso fronte bellico, deve anche affrontare l’altrettanto insidioso fronte interno. L’opinione pubblica, anche quella maggiormente vicina al Presidente, è molto scettica nei confronti dell’impegno americano in questa guerra. All’inizio delle ostilità, tre americani su quattro osteggiavano fermamente l’iniziativa contro l’Iran: è evidente che se dovesse crescere il numero dei soldati deceduti sul fronte o se l’inflazione, contro cui Trump ha costruito gran parte della propria campagna elettorale nel 2024, dovesse tornare a mordere l’economia, il malcontento complessivo non potrebbe che crescere ulteriormente. Il parallelo più frequente che viene fatto è quello con la guerra in Vietnam, dove gli Stati Uniti scelsero di ritirarsi anche a causa di un’opinione pubblica sempre più apertamente contraria in seguito alla morte di quasi sessantamila soldati.

Inoltre, nel prossimo mese di novembre, si terranno le tradizionali elezioni di Midterm e l’attuale Amministrazione era già data sfavorita a inizio anno e appare difficile, viste le premesse appena discusse, che l’impegno militare in Iran possa migliorare la situazione. Gli ultimi sondaggi assegnano ai Democratici la vittoria alla Camera con una probabilità dell’85%, mentre il Senato resta sul filo del rasoio, con Democratici e Repubblicani con il 50% di possibilità ciascuno di vincere. A inizio anno, tuttavia, quasi tutti i sondaggi assegnavano ai Repubblicani il 75% di possibilità di vincere il Senato federale.

Trump ha pertanto tutto l’interesse di chiudere in qualche modo la partita, dichiarando vittoria e tentando di scongiurare gli effetti avversi dell’azione militare. Il mercato, che continua a non abbandonarsi per il momento ad una correzione franca, continua a incorporare questa aspettativa di una fine della situazione di crisi in tempi ragionevoli e quindi uno scarso impatto della stessa sullo scenario macroeconomico e sul sentiment di aziende e consumatori. Ciononostante, gli investitori istituzionali si mantengono prudenti. Dal

tradizionale sondaggio di Merrill Lynch sul posizionamento dei Fund Managers, si evince che la quota di liquidità detenuta sui fondi di investimento è ora salita ai massimi da marzo 2020.

Grafico 4: BofA Global FMS investor sentiment falls to 6-month low

Chart 1: BofA Global FMS investor sentiment falls to 6-month low

Percentile rank of FMS growth expectations, cash levels, and equity allocation



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Fonte: BofA Global Fund Manager Survey, 2026.

Infine, alcuni osservatori stanno facendo un inquietante parallelo tra la situazione attuale e l'estate del 2008. All'epoca accadeva che i prezzi del petrolio erano arrivati a toccare il massimo storico di 150 dollari al barile e i fondi privati che detenevano mutui *subprime* avevano iniziato a riportare perdite significative. Ai timori di una crisi energetica, causata dalla guerra in Iran, si accompagna infatti in queste settimane una significativa tensione sui fondi americani di *private debt*: giganti come Morgan Stanley, BlackRock, Blue Owl e Cliffwater hanno riportato continue richieste di disinvestimento da parte dei propri clienti. Secondo i calcoli di Dws, tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026, le richieste di rimborso sui fondi di private debt hanno superato i sette miliardi di dollari, costringendo alcuni fondi al meccanismo del "gating", ossia a bloccare le richieste di riscatto, soddisfacendo solo parzialmente gli ordini di *redemption* ricevuti. La miccia che ha acceso il timore tra gli investitori di questi fondi è la forte esposizione di questi veicoli alle aziende americane del settore software, sulle cui sorti i recenti sviluppi delle tecnologie di intelligenza artificiale hanno gettato molte ombre.

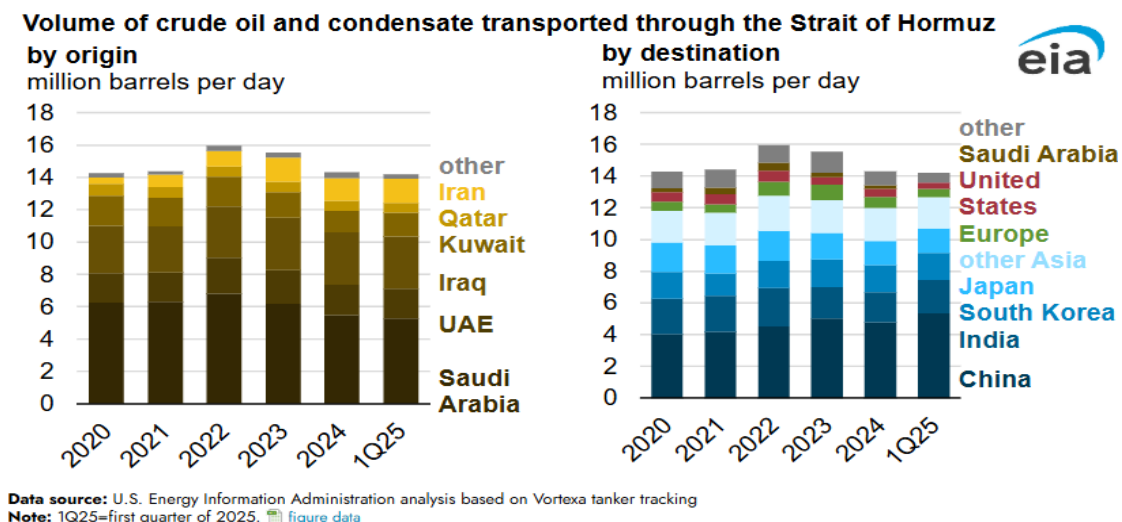
Secondo i dati della Fed, se nel 2014 questa asset class valeva 280 miliardi di dollari negli Stati Uniti, oggi si stima che abbia una dimensione raggiunta di circa due trilioni di dollari. I lunghi anni di tassi vicini a zero

hanno contribuito a una forte crescita di questi veicoli alternativi, che, anche all'epoca offrivano un rendimento, investendo in business che le banche tradizionali, a causa delle restrizioni imposte dopo la Grande Crisi Finanziaria del 2008 non riuscivano più a finanziare. L'aumento dei tassi di interesse era stato un primo importante campanello d'allarme, che unito ora a crescenti dubbi sul modello di business delle società finanziate da questi fondi e timori di un rallentamento dell'economia hanno minato la fiducia degli investitori e spinto verso l'alto le richieste di riscatto.

I risvolti della crisi energetica nell'Eurozona

La dipendenza diretta dell'UE dall'area del Golfo è relativamente contenuta: circa il 6% delle importazioni europee di greggio e l'8,7% delle importazioni di GNL transitano fisicamente per lo Stretto di Hormuz; nel 2025, solo il 3,5% del gas importato dall'UE proveniva dal Qatar, mentre la Norvegia e gli USA hanno coperto congiuntamente la quota maggioritaria del gas importato. La vera esposizione è però indiretta: l'Europa è integrata in mercati energetici globali dove qualsiasi contrazione significativa dell'offerta si trasmette immediatamente ai prezzi tramite arbitraggio internazionale, soprattutto in seguito al 2022, con il mercato del gas naturale che ha accelerato il processo di internazionalizzazione dei prezzi. Con Cina, Giappone, India e Corea del Sud – che insieme rappresentano circa il 70% dei flussi attraverso Hormuz – costretti a competere aggressivamente sui mercati di GNL e greggio, l'effetto di congestione della domanda comprime le forniture disponibili per l'Europa e spinge i prezzi al rialzo. Il centro di ricerca Ember ha calcolato che nei soli primi dieci giorni di crisi l'Unione ha pagato 2,5 miliardi di euro aggiuntivi per le proprie importazioni di combustibili fossili rispetto ai prezzi della settimana precedente l'escalation.

Grafico 5: Volume of crude oil and condensate transported through the Strait of Hormuz.



Fonte: U.S. Energy Information Administration analysis based on Vortexa tanker tracking, 2026.

All'interno del blocco europeo, le esposizioni variano significativamente, soprattutto in funzione del mix elettrico. Nel 2026 il gas ha influenzato il prezzo dell'elettricità in appena il 15% delle ore in Spagna, contro l'89% in Italia. Questo differenziale riflette decenni di investimenti in eolico e fotovoltaico: nei momenti in cui la capacità di generazione rinnovabile riesce a coprire la domanda in una determinata fascia oraria, il prezzo dell'elettricità si disaccoppia da quello del gas, proteggendo l'industria e i consumatori dagli shock energetici di origine fossile. La meccanica sottostante è quella del marginal pricing: nei mercati elettrici europei è il costo variabile dell'ultima unità di generazione necessaria a soddisfare la domanda — tipicamente una centrale a gas — a fissare il prezzo per tutta la produzione, inclusa quella rinnovabile a costo marginale quasi nullo. L'unica leva strutturale per ridurre questa trasmissione è aumentare il numero di ore in cui le rinnovabili escludono il gas dalla determinazione del prezzo marginale.

È in questa logica che va letta la discussione, apertasi in sede europea con rinnovata intensità nelle ultime settimane, sulla possibilità di sospendere o indebolire l'EU Emissions Trading System (ETS) come misura d'urgenza per contenere il rialzo dei prezzi energetici. Italia, Repubblica Ceca, Slovacchia e altri paesi hanno avanzato proposte in questa direzione, mentre la Spagna ha espresso una posizione opposta: la ministra dell'Energia Sara Aagesen Muñoz ha dichiarato che utilizzare questa crisi per cambiare un sistema che funziona sarebbe un grave errore. La Commissione Europea, nella lettera della presidente von der Leyen dell'11 marzo, ha escluso lo smantellamento del sistema, annunciando invece un'accelerazione della revisione già pianificata e interventi di stabilizzazione tramite la Market Stability Reserve.

L'analisi quantitativa suggerisce che l'impatto di una sospensione sarebbe in ogni caso modesto: il costo del carbonio contribuisce al massimo al 10% della bolletta elettrica europea, mentre il rialzo del TTF del 63% registrato nella prima settimana di crisi ha già aggiunto al costo della generazione termoelettrica circa il doppio dell'intera componente ETS. Il driver principale del prezzo dell'elettricità è il gas, non il carbonio, e il rimedio strutturale rimane lo stesso illustrato dal caso spagnolo: più ore in cui le rinnovabili coprono la domanda senza che il gas debba intervenire come fonte marginale. Vi è inoltre una considerazione di secondo ordine: le entrate da aste ETS — oltre 258 miliardi di euro dall'avvio del sistema — sono per direttiva vincolate per almeno il 50% a investimenti in tecnologie low-carbon, efficienza energetica e ricerca applicata alla decarbonizzazione. Ridurre il gettito del sistema significherebbe rallentare esattamente quel dispiegamento di capacità rinnovabile che è il rimedio strutturale all'esposizione dei sistemi elettrici europei alla volatilità del gas importato.

La dipendenza energetica e dell'Europa: un problema strutturale

La crisi iraniana aggiunge un ulteriore livello di complessità alla questione energetica europea. In seguito all'invasione russa dell'Ucraina, l'UE ha ridotto la dipendenza dal gas russo dal 40% del 2021 all'attuale 13%,

con l'obiettivo di eliminare del tutto le importazioni entro il 2027. Sul fronte americano, la nuova dipendenza da LNG statunitense — che copre oggi circa il 25% delle importazioni europee di gas naturale — porta con sé una vulnerabilità diversa: Washington ha esplicitamente inquadrato le proprie esportazioni energetiche come strumento di influenza geoeconomica, con interessi divergenti da quelli di un'Europa storicamente importatrice netta di prodotti energetici, e, con frequenza crescente, anche conflittuali.

Due shock energetici in meno di quattro anni — 2022 e 2026 — rappresentano il segnale di una tendenza strutturale verso una maggiore frequenza di interruzioni delle catene di fornitura essenziali, tra cui in primis quelle energetiche, in un contesto geopolitico globale sempre più frammentato. In un mondo multipolare dove le infrastrutture energetiche — pipeline, terminali GNL, stretti marittimi — diventano strumenti di pressione geopolitica, gli shock energetici diventano eventi da considerare come ricorrenti. Dal punto di vista europeo, un'architettura energetica incentrata su generazione rinnovabile e low-carbon, con il gas naturale usato solamente come backup tramite i capacity markets, sull'elettrificazione dei consumi finali — trasporti, riscaldamento, processi industriali — sull'efficienza energetica, e su reti elettriche potenziate e geograficamente interconnesse rappresenta una risposta concreta alla questione della sicurezza energetica europea.

Nell'affrontare il tema delle dipendenze, è fondamentale sottolineare una distinzione tra due tipologie radicalmente diverse di dipendenze. La dipendenza da combustibili fossili è una dipendenza di flusso — un costo operativo ricorrente che pesa continuamente sulla bilancia commerciale degli Stati ed espone pertanto l'economia alla volatilità dei prezzi internazionali, in particolare agli shock di offerta. La dipendenza da tecnologie pulite è invece una dipendenza di stock: un investimento concentrato nel momento dell'installazione, dopo il quale gli impianti producono energia per la vita attesa dell'asset a costo marginale quasi nullo. In quest'ottica, la dipendenza da tecnologie pulite di origine cinese, sebbene rappresenti anch'essa un problema di natura strategica per l'Unione Europea, rimane strutturalmente meno vulnerabile della dipendenza dalle importazioni di gas naturale e petrolio.

In questo contesto si inserisce l'Industrial Accelerator Act (IAA), proposta di legge pubblicata dalla Commissione Europea il 4 marzo 2026 come principale strumento attuativo del Clean Industrial Deal. L'IAA introduce requisiti di contenuto locale vincolanti per sette settori strategici — veicoli elettrici, fotovoltaico, eolico, accumulo a batterie, idrogeno, pompe di calore, componentistica di reti elettriche — come preconditione all'accesso agli appalti pubblici e al sostegno fiscale. Contestualmente, introduce criteri non di prezzo nelle gare pubbliche europee: tra il 15% e il 30% del punteggio di aggiudicazione dovrà essere basato su sostenibilità e resilienza della catena di fornitura, non sul prezzo più basso. Questa legge mira ad utilizzare la domanda pubblica aggregata europea — pari a circa il 14-15% del PIL — come strumento di creazione di domanda per produttori europei di tecnologie pulite. L'IAA persegue simultaneamente due

obiettivi: da un lato ridurre la dipendenza dalla Cina, favorendo lo sviluppo di una filiera industriale europea per le tecnologie pulite considerate strategiche; dall'altro ridurre la dipendenza di flusso dai combustibili fossili accelerando l'elettrificazione e la decarbonizzazione dei settori strategici.