

Outlook Macroeconomico Mensile

Giugno 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

- 107 giorni dopo il primo attacco, le delegazioni di USA e Iran hanno finalmente firmato un memorandum di intenti, ma rimangono diverse questioni irrisolte. La reazione dei mercati finanziari è stata positiva e di sollievo, ma permane scetticismo di fondo sulla tenuta dell'accordo e sulle conseguenze di una nuova possibile rottura.
- Il mercato azionario americano continua a sovraperformare sul resto del mondo. Negli Stati Uniti si concentrano tutti i temi caldi del momento in ambito tecnologico, l'economia è resiliente, il mercato del lavoro è tonico. In questo quadro si inserisce l'IPO di SpaceX, che ha scritto una pagina inedita sui mercati finanziari.
- Il quadro inflazionistico preoccupa entrambe le sponde dell'Atlantico. La BCE ha reagito con il primo rialzo dei tassi dal 2023 e ha rivisto le stime di inflazione, mentre la crescita è stata limata al ribasso. Il driver principale rimane lo shock energetico i cui effetti di secondo livello stentano ancora a manifestarsi sui salari ma il rischio di persistenza è elevato.
- Negli Stati Uniti, l'inflazione PCE supera il target del 2% della Fed e il mercato del lavoro resta resiliente. Warsh ha recentemente proposto di cambiare la misura utilizzata dalla FED per orientare le proprie scelte di politica monetaria in tema di inflazione, passando dal tradizionale core PCE alla "trimmed mean".
- Sotto la guida di Warsh, le aspettative sono che la Fed effettui uno sforzo graduale di riduzione del proprio bilancio. Per fare questo, la Fed deve anzitutto ridurre la domanda di riserve e, per questo scopo, i cambiamenti ai requisiti richiesti per la supervisione e la regolamentazione del mercato bancario sono inevitabili.
- Il passaggio da La Niña a un El Niño potenzialmente intenso configura per i prossimi dodici mesi un profilo di rischio fisico significativamente più severo, con effetti già visibili. Il 2026 è l'anno in cui due crisi sistemiche, geopolitica e climatica si manifestano e si rinforzano a vicenda. Caratteristica strutturale degli shock energetici è però che, all'aumentare sistematico dei costi, accelera anche la risposta per ridurre le dipendenze.
- In questo contesto, per un'architettura energetica che si riorganizza attorno a rinnovabili, storage e reti, la resilienza delle infrastrutture non è un tema separato dalla transizione, ma ne costituisce la sua precondizione necessaria. La risposta strutturale europea si consolida su due piani paralleli: elettrificazione dei consumi finali come politica di sicurezza e costruzione di filiere industriali domestiche di tecnologie pulite.

Guerra in Iran: un accordo fragile e incerto

107 giorni dopo il primo attacco aereo di Stati Uniti e Israele contro l'Iran e dopo 40 annunci da parte del Presidente degli Stati Uniti di un'imminente firma dell'accordo tra le parti belligeranti, è stato confermato da entrambe le delegazioni di aver raggiunto un'intesa, anzi, di aver definito un memorandum di intenti, i cui dettagli sono al momento ancora sconosciuti e che verrà ratificato a Lucerna venerdì 19 giugno.

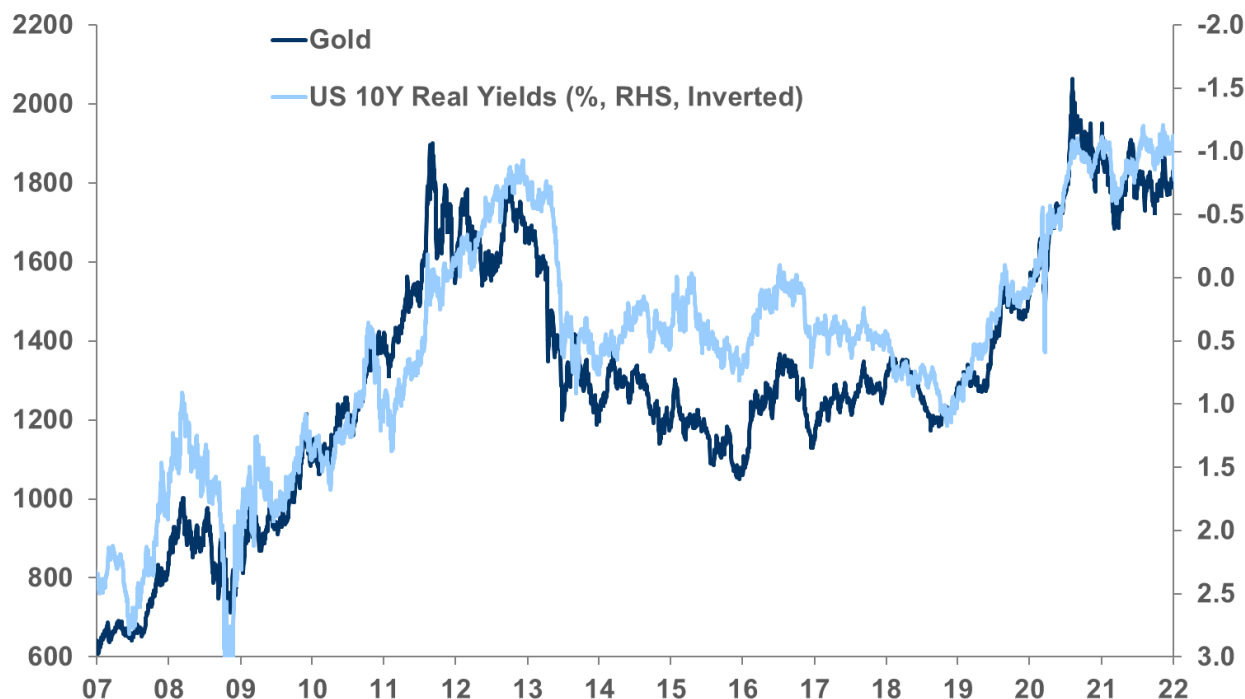
Nei dettagli che sono stati anticipati sembra tuttavia che non sia stato trovato alcun accordo sull'arricchimento dell'uranio e che la questione più estesa del nucleare iraniano verrà discussa nei prossimi 60 giorni. In generale, nei prossimi due mesi si dovranno risolvere tutte le questioni che si trascinano dal 2020, quando l'accordo che nel 2016 siglò l'Amministrazione Obama fu sconfessato da Trump durante il suo primo mandato. Diversi sono i nodi ancora non chiari: lo stretto di Hormuz, la cui apertura Trump ha annunciato al mondo con toni euforici (nonostante fosse aperto e perfettamente in sicurezza fino a poco più di tre mesi fa), non è chiaro se sarà "permanentemente libero da pedaggi", come viene annunciato dagli americani, oppure se oggetto di riscossione da parte dell'Iran (il cui regime è ormai ben consapevole di disporre di una eccellente arma di pressione sull'economia mondiale che difficilmente sparirà dagli scenari futuri); la questione del nucleare è totalmente incerta ed è ancora impossibile capire se si sia migliorato in qualche misura l'accordo di Obama del 2016; si parla addirittura di sospensione delle sanzioni contro il regime iraniano, sblocco degli asset congelati e costituzione di un fondo di ricostruzione, fornendo in altre parole addirittura ausilio economico e riconoscimento internazionale al regime degli ayatollah; infine, ancora più incerta è la questione tra Libano e Israele, che rappresenta la minaccia più immediata all'intesa. Nell'interpretazione iraniana, e nell'annuncio dei mediatori pachistani, la tregua include il Libano: Israele non potrebbe più proseguire con la propria guerra contro Hezbollah. Ma Netanyahu, in piena campagna elettorale, e con il voto degli abitanti del Nord che può rivelarsi decisivo, è razionalmente molto tentato di proseguire con le ostilità, oltre a mantenere le posizioni guadagnate invadendo il vicino.

Nonostante quindi sia più realistico parlare di estensione della tregua e di prolungamento dei negoziati per altri due mesi, piuttosto che di pace e di fine definitiva delle ostilità tra i due contendenti che si autoproclamano entrambi vincitori, la reazione dei mercati finanziari è stata comunque positiva con mercati azionari in salita, dopo le prese di profitto avvenute nella prima parte del mese di giugno, petrolio in calo per la prima volta sotto il livello di 80 dollari al barile superato all'inizio di marzo, tassi di interesse in discesa, seppur moderata. Sui mercati finanziari si è dunque palesato un certo sollievo per il raggiungimento di un accordo tra le parti, anche se permane scetticismo di fondo sulla tenuta dell'accordo e sulle conseguenze di una nuova possibile rottura.

Il mercato azionario statunitense smentisce la narrativa della "de-dollarizzazione"

Anche l'oro ha recuperato terreno dopo essere finito ai livelli più bassi degli ultimi sei mesi, avendo perso circa un quarto del proprio valore dai massimi registrati nel mese di gennaio. Per la maggior parte degli ultimi vent'anni, i prezzi dell'oro hanno tradato in maniera pressoché precisa all'inverso dei tassi reali americani, ma negli ultimi anni questa relazione classica della teoria economica è sembrata essere non più verificata, tanto che nel 2025 si è osservata addirittura correlazione a tre mesi positiva tra oro e rendimenti reali. Negli ultimi quattro mesi, la correlazione è tornata ad essere profondamente negativa con l'oro in caduta libera parallelamente al più significativo rialzo dei rendimenti reali dell'ultimo anno.

Grafico 1

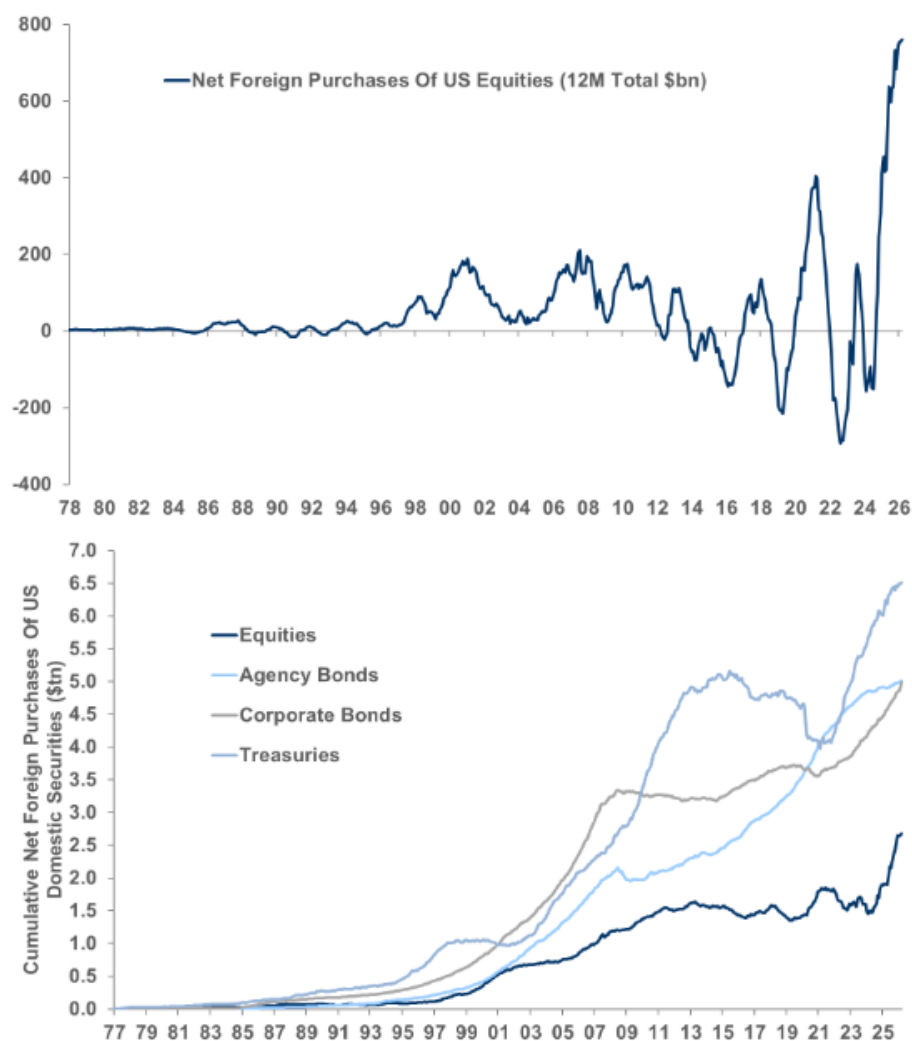


Fonte: Morgan Stanley, giugno 2026.

Un altro tema evidente degli ultimi mesi è stata la forte sovraperformance del mercato azionario americano sul resto del mondo: la crisi petrolifera intacca molto meno gli Stati Uniti che molte economie asiatiche o europee, anzi rinforza l'export migliorando la bilancia commerciale americana, la stagione delle trimestrali è stata eccezionalmente forte soprattutto in America, dove si concentrano tutti i temi caldi del momento che ruotano intorno al comparto tecnologico e all'innovazione dettata dagli impieghi dell'intelligenza artificiale, l'economia è resiliente, il mercato del lavoro è tonico, il governo continua a fare

espansione fiscale mentre la Fed rimane attendista. La "de-dollarizzazione" rimane una narrativa molto in voga – ma empiricamente è ancora sorprendentemente difficile da osservare nei dati effettivi sui flussi di capitali. Nonostante le valutazioni elevate e il crescente rumore politico intorno al dollaro, i capitali globali continuano a fluire in misura sproporzionata verso gli asset finanziari statunitensi. Gli investitori stranieri hanno continuato a finanziare il deficit estero americano prevalentemente attraverso afflussi azionari, piuttosto che tramite l'accumulazione di riserve valutarie come avveniva negli anni 2000.

Grafico 2

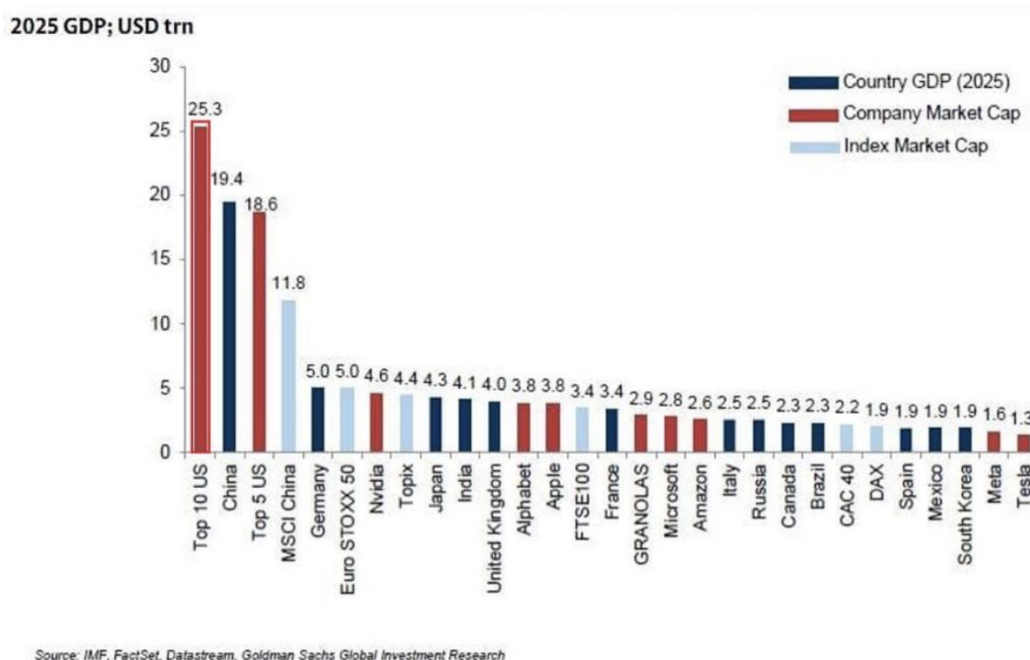


Source: Haver Analytics, MS Alpha

Fonte: Haver Analytics, MS Alpha, 2026.

Detto ciò, il perdurante predominio del mercato azionario statunitense nell'allocazione dei portafogli globali rimane quindi uno degli argomenti contrari più evidenti alla tesi della de-dollarizzazione. Come mostra un'analisi di Goldman Sachs, le prime dieci società americane valgono 25,3 trilioni di dollari: più del PIL della Cina e, da sole, sarebbero il secondo mercato azionario più grande al mondo. Le prime cinque aziende USA valgono 18,6 trilioni: più di qualsiasi mercato azionario globale fuori dagli Stati Uniti. Il peso degli Stati Uniti è diventato talmente dominante (oltre il 70% dell'indice MSCI World), che oggi un investimento sul mercato azionario globale implica un'esposizione elevatissima agli Stati Uniti, alle megacap e alla tecnologia.

Grafico 3: 2025 GDP; USD trn



Fonte: IMF, FactSet, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research, 2026.

In questo quadro si inserisce plasticamente l'IPO di SpaceX dell'11 giugno che ha scritto una pagina inedita sui mercati finanziari: 75 miliardi di dollari raccolti, la più grande quotazione di sempre e oltre 500 milioni di azioni scambiate il primo giorno. La creatura di Elon Musk sarà la prima di una sequenza di nuove quotazioni abnormi: sono attese nei prossimi mesi anche Anthropic e OpenAI. A questa raccolta record sui mercati dei capitali, fa il paio, come già è stato sottolineato, una raccolta record anche sui mercati obbligazionari (circa 700 miliardi per il 2026 previsti in emissione da parte degli hyperscaler, circa sei volte quanto collocato nel 2025). Finché la massa monetaria sale almeno con lo stesso ritmo di questo

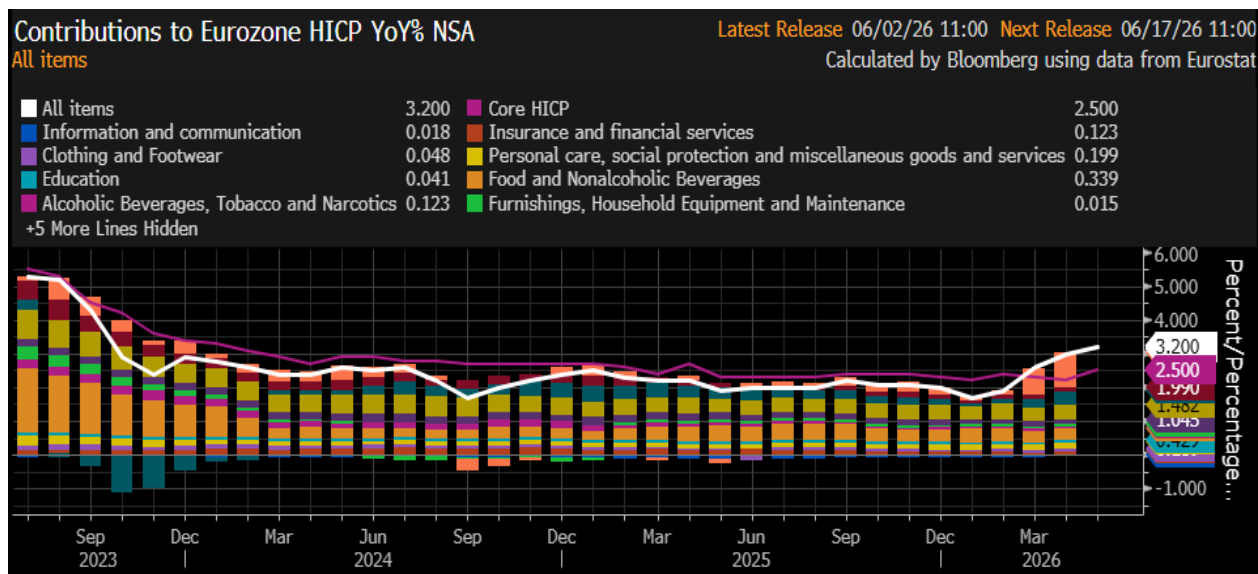
continuo e crescente drenaggio di capitale, il rischio di una rotazione forzata e di un crollo generalizzato dei mercati ormai divenuti così concentrati è rimandato.

Se è davvero fuorviante parlare di de-dollarizzazione, più accettabile è discutere di “de-Treasuriesizzazione”: le banche centrali sono diventate strutturalmente meno propense ad accumulare Treasuries come riserve, una tendenza che si sta probabilmente accelerando, riflessa nel calo delle detenzioni ufficiali di Treasuries in percentuale sul debito statunitense totale in circolazione e in posizioni in custodia più deboli presso la Federal Reserve di New York, insieme al riequilibrio dei principali gestori di riserve – Cina inclusa – come mostrano la maggior parte degli indicatori sui flussi di cassa transfrontalieri. Questo cambiamento riguarda meno l'abbandono del dollaro in sé, e più una ridotta disponibilità ad accumulare esposizione al debito sovrano americano allo stesso ritmo degli anni 2000/2010. La conseguenza non è necessariamente una crisi di finanziamento per gli Stati Uniti, quanto piuttosto una crescente dipendenza dai flussi di capitali privati in cerca di asset rischiosi, unita a un cambiamento nella struttura della domanda di Treasuries. Il finanziamento estero americano è quindi sempre più legato agli afflussi azionari, creando un meccanismo più pro-ciclico in cui le condizioni di finanziamento estero diventano più sensibili alle dinamiche di crescita statunitense – avvicinandosi per natura a un circuito di feedback tipico dei mercati emergenti piuttosto che al tradizionale paradigma del “safe asset”.

Gli effetti dello shock energetico preoccupano la BCE

In attesa di comprendere se il blocco dello stretto di Hormuz sarà effettivamente risolto e in quanto tempo si riuscirà a ritornare alla situazione precedente lo scoppio delle ostilità, il quadro inflazionistico si presenta complesso e preoccupante su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nell'Eurozona, la BCE ha reagito con il primo rialzo dei tassi dal 2023, portando il tasso sui depositi al 2,25%, e ha contestualmente rivisto le stime di inflazione per il 2026 dal 2,6% al 3,0% e per il 2027 dal 2,0% al 2,3%, mentre la crescita è stata limata al ribasso. Il driver principale rimane lo shock energetico legato alla chiusura dello Stretto di Hormuz, i cui effetti di secondo livello stentano ancora a manifestarsi sui salari — come sottolineato dal membro del Consiglio BCE Moulin — ma il rischio di persistenza è elevato.

Grafico 4: Contributions to Eurozone HICP



Fonte: Eurostat via Bloomberg, 2026.

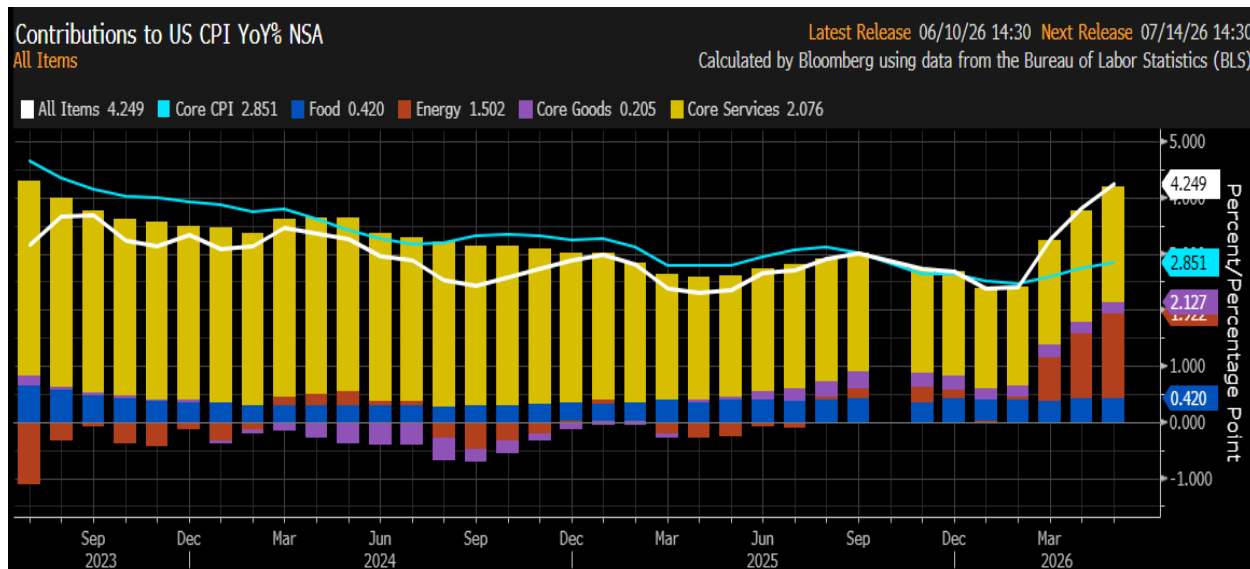
I mercati scontano almeno un ulteriore rialzo nel corso dell'anno, con un terminal rate atteso tra il 2,5% e il 2,7%, mentre le dichiarazioni di Nagel e la possibilità di un nuovo rialzo già in luglio confermano che la BCE è entrata in una fase di inasprimento attivo. Durante la conferenza stampa, Christine Lagarde ha precisato più volte che il rialzo non è stato una semplice mossa simbolica per proteggere la credibilità dell'istituzione, quanto piuttosto una scelta coerente secondo tutti e tre i tipi di scenari predisposti dalla Banca centrale (favorevole, avverso e severo). E' interessante osservare che persino nello scenario più mitigato, l'inflazione core dell'Eurozona è vista salire al 2.6%, implicando necessariamente un secondo rialzo dei tassi. Sull'entità e sul timing dei prossimi rialzi dei tassi, la Presidente Lagarde non si è assolutamente espressa, limitandosi ad indicare la possibilità concreta che possano verificarsi.

Warsh alla guida della FED: da core PCE a trimmed mean

Negli Stati Uniti, l'inflazione PCE complessiva ha raggiunto il 5,5% su base annua nei primi mesi del 2026, con il core PCE accelerato al 4,1% annualizzato — ben oltre il target del 2% della Fed e le stesse proiezioni interne dell'istituzione. Il dato di maggio sul CPI headline si è attestato al 4,2% annua (+0,5% mensile), mentre il core CPI è salito del 2,9% annuo con un incremento mensile di appena +0,2%, leggermente sotto le attese, offrendo un momentaneo sollievo ai mercati. Sul fronte della produzione, il PPI di maggio ha sorpreso al rialzo a +1,1% mensile contro attese a +0,7%, con il dato annuale al 6,5%, segnalando che le pressioni inflazionistiche nella filiera restano robuste e potrebbero trasmettersi ai prezzi al consumo nei prossimi mesi. In questo contesto, il mercato del lavoro resiliente — con 172.000 nuovi occupati a maggio

contro un'aspettativa di 88.000 — riduce ulteriormente gli spazi di manovra per la Fed di Warsh, che si trova tra la pressione politica per tagli e quella di mercato per rialzi, con i futures che prezzano ormai un aumento del costo del denaro entro fine anno.

Grafico 5: Contributions to US CPI



Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS) via Bloomberg, 2026.

Kevin Warsh, che molti osservatori hanno definito un falco travestito da colomba, si appresta a esordire nella prima riunione del FOMC sotto la sua guida. Il tentativo di Trump di ammorbidire il Comitato della FED per assicurarsi la compiacenza dell'espansione monetaria sembra essere andato a vuoto: l'ex-Presidente Powell occupa ora il posto di Miran, fedelissimo del Presidente, Lisa Cook è tornata operativa e votante già in aprile e anche membri storicamente più "dove" come Christopher Waller hanno cambiato significativamente tono nelle dichiarazioni. L'economista ha ammesso di non poter escludere rialzi dei tassi qualora l'inflazione non rallenti rapidamente o le aspettative inflazionistiche non mostrassero segnali di disancoraggio: un'inflazione al 4% è totalmente incompatibile con il target della Banca centrale, soprattutto con un mercato del lavoro stabile.

Warsh ha recentemente proposto di cambiare la misura utilizzata dalla FED per orientare le proprie scelte di politica monetaria in tema di inflazione, passando dal tradizionale core PCE alla "trimmed mean". Questa media troncata viene costruita dalla FED di Dallas ordinando tutte le componenti del PCE in base alla loro variazione mensile di prezzo ed escludendo poi il 24% più basso e il 31% più alto della distribuzione delle variazioni di prezzo, utilizzando i pesi cumulativi di spesa. Il 45% centrale della distribuzione viene quindi utilizzato per calcolare una media ponderata delle variazioni di prezzo, riscalandolo a 100. La logica di una

procedura di questo tipo è eliminare i rumori estremi e quindi presumibilmente estemporanei all'interno del dato e focalizzare l'attenzione su quelle componenti che fanno emergere la tendenza sottostante dei prezzi più persistente. Ad aprile 2026, questa misura segna il 2,35%, ben 94 punti base sotto il core PCE al 3,29%, dipingendo un quadro dell'inflazione sottostante molto più rassicurante. Se Warsh orientasse la politica monetaria su questa metrica, il messaggio risulterebbe più dovish rispetto all'approccio della precedente gestione Powell.

Il punto critico riguarda però i limiti strutturali della trimmed mean: quando le variazioni estreme non sono semplice rumore ma il primo segnale di un'inflazione destinata a diffondersi, tagliarle produce un ritardo pericoloso nella risposta di policy. Lo dimostra il caso 2021, quando la misura troncava i rialzi di auto usate e beni durevoli, che sembravano *outlier* isolati, mentre in realtà erano l'anticipo di una fiammata inflazionistica poi pienamente diffusa, con un ritardo di 12–18 mesi nel cogliere il segnale. La stessa dinamica si potrebbe ripetere oggi, con il core PCE che riaccelera per effetto dello shock geopolitico legato all'Iran mentre la trimmed mean continua a scendere. La scelta del framework di misurazione non è quindi puramente tecnica: definisce il momento e l'intensità della risposta monetaria, con implicazioni dirette sui rendimenti dei Treasury, sul dollaro e sull'intero percorso dei tassi.

Grafico 6: Dallas Fed Trimmed Mean PCE vs. Core PCE.



Fonte: About Markets, giugno 2026.

Sotto la guida di Warsh, le aspettative sono che la Fed effettui uno sforzo graduale, prevedibile e ben comunicato al mercato di riduzione del proprio bilancio. Per fare questo, la Fed deve anzitutto ridurre la

domanda di riserve e per questo motivo, i cambiamenti ai requisiti richiesti per la supervisione e la regolamentazione del mercato bancario sono inevitabili. Il bilancio dovrebbe scendere di 700-1000 miliardi di dollari a partire dal 2028. La riforma della regolamentazione bancaria dovrebbe favorire il settore sia sui mercati azionari, sia in termini di rischio di credito. Il bilancio della FED è cresciuto da circa 800 miliardi di dollari prima del 2008 a un picco poco sotto i 9 miliardi di dollari nel 2022, mentre ora è stabilizzato intorno a 6.7 miliardi di dollari. Warsh ha criticato tale impostazione di espansione incontrollata, aggravata con i programmi di quantitative easing che hanno preso piede tra il 2012 e il 2021, sostenendo che la crescita del bilancio abbia favorito in modo prevalente i detentori di asset finanziari rispetto all'economia reale e tale linea sarebbe adesso al centro delle sue proposte di ridimensionamento graduale.

Un'analisi recente di Crédit Agricole offre un utile quadro di riferimento per valutare l'effettivo impatto dei rialzi in corso sulla crescita economica. Secondo lo studio, la politica monetaria restrittiva non agisce attraverso un canale uniforme sulla domanda aggregata, bensì si trasmette in modo disomogeneo tra settori e strutture patrimoniali. Il settore immobiliare — pur rappresentando solo il 3-5% del PIL — assorbe il 35-40% dell'impatto complessivo di un ciclo di rialzo da 100 punti base, mentre il restante 95-97% dell'economia risponde con inerzia elevata e bassa elasticità: 100 punti base di stretta si traducono tipicamente in soli circa 30 punti base di indebolimento dell'attività nel resto del sistema. Le grandi imprese risultano in larga misura protette da strutture debitorie a tasso fisso e lunga duration, mentre i consumi, sempre più orientati ai servizi e ancorati al reddito da lavoro, mostrano una limitata sensibilità alle condizioni creditizie. Ne consegue che occorre immaginare un meccanismo di trasmissione a due velocità: il settore immobiliare assorbe lo shock, mentre l'economia più ampia si aggiusta lentamente e parzialmente, con flussi di reddito da interessi che compensano parzialmente l'impatto sui risparmiatori. Di conseguenza, un rialzo unilaterale di 100 punti base dei tassi di policy riduce tipicamente la crescita degli Stati Uniti di circa 50 punti base nell'arco di 18 mesi e la crescita dell'Eurozona di circa 40-50 punti base nell'arco di 24 mesi.

Alla luce di questa analisi, Crédit Agricole stima che nell'attuale congiuntura la Fed disporrebbe di un margine di circa 300 punti base prima che la politica monetaria da sola possa generare dinamiche recessive (la crescita viaggia oltre il 2% ed è spinta da continui incrementi di produttività, il mercato del lavoro è in salute, le aziende stanno effettuando impressionanti investimenti in AI e detengono mediamente più cassa che durante il periodo pre-pandemico, le famiglie sono storicamente molto meno indebitate rispetto al passato), mentre per la BCE il buffer sarebbe di circa 150 punti base — ridotto dall'impatto già incorporato dello shock energetico legato al conflitto in Medio Oriente, che ha già eroso circa 40 punti base di crescita attesa per quest'anno. Il vero vincolo per le banche centrali non sarebbe

quindi l'aritmetica del PIL, bensì l'eventuale innesco di non-linearità finanziarie — deterioramento dei bilanci, ampliamento degli spread creditizi, contrazione dell'offerta di credito — che storicamente segnano il passaggio da un rallentamento a una recessione vera e propria. In questo senso, la narrativa dominante che associa meccanicamente ogni singolo rialzo di 25 punti base a un rischio recessivo appare eccessivamente semplificata.

Transizione accelerata, soglia dei 2°C di nuovo plausibile: ma in un mondo più caldo, più fragile e più frammentato

L'11 giugno 2026 il US Climate Prediction Center (NOAA CPC) ha confermato la formazione di un El Niño nel Pacifico equatoriale, potenzialmente tra i più intensi dal 1950, come ha precisato il meteorologo Matthew Rosencrans, con un accumulo insolitamente grande di acqua calda nei tropici e l'innesco di una risposta atmosferica sistemica.

L'evento si produce in un sistema climatico che ha chiuso il 2025 con una temperatura media globale superficiale di 1,43°C sopra i livelli preindustriali (1850-1900), secondo anno più caldo in 176 anni di osservazioni, con il contenuto calorico degli oceani al nono anno consecutivo di massimo assoluto (WMO, State of the Global Climate 2025).

Il passaggio dalla precedente La Niña a un El Niño potenzialmente intenso configura per i prossimi dodici mesi un profilo di rischio fisico significativamente più severo, con effetti già visibili — come, per esempio, la stagione monsonica indiana in ritardo, o la sospensione della pesca alle acciughe in Perù. Il 2026 è così l'anno in cui due crisi sistemiche — quella geopolitica aperta dall'Operazione Epic Fury del 28 febbraio con la chiusura di fatto di Hormuz, e quella climatica — si manifestano in simultanea e si rinforzano a vicenda.

Una caratteristica strutturale degli shock energetici è che, all'aumentare sistematico dei costi, accelera anche la risposta per ridurre le dipendenze. La chiusura di Hormuz ha comportato per l'Unione Europea un esborso aggiuntivo di 18,5 miliardi di euro nei soli primi sessanta giorni di crisi (Ember, 2026), su un costo medio di importazione fossile pre-conflitto di 801 milioni di euro al giorno.

Il 57% di tutta l'energia consumata nell'UE proviene da combustibili fossili importati; l'85% dei fossili consumati per elettricità, riscaldamento e trasporti è importato dall'esterno del blocco (Ember, 2026). Due shock in meno di quattro anni — 2022 e 2026 — segnalano che le interruzioni delle catene di fornitura energetica vanno trattate come eventi ricorrenti, non eccezionali. Il precedente storico è eloquente: le crisi degli anni Settanta spinsero l'UE ad aggiungere 80 GW di nucleare in dieci anni; quella del gas del 2022 ha ridotto la dipendenza dal gas russo dal 45% al 13% in meno di quattro anni, con l'obiettivo di eliminazione entro il 2027 (IEA, 2026). In questo contesto, la decarbonizzazione si afferma sempre più come leva di sicurezza energetica ed economica, in particolar modo nel contesto europeo.

Il costo delle installazioni battery storage utility-scale è sceso di oltre il 50% dal 2022 e del 27% nel solo 2025 (BloombergNEF, 2026). Un sistema a quattro ore di accumulo si attestava a 100 \$/MWh nel 2025; BNEF proietta ora 70 \$/MWh al 2030 e 50 \$/MWh al 2035, con il crossover tra solare più storage e gas CCGT già avvenuto nel 75% delle geografie globali.

A questa traiettoria si sovrappone un salto tecnologico: CATL ha avviato nel 2026 la produzione di massa della batteria sodio-ione Naxtra — 175 Wh/kg, pari alla chimica LFP — eliminando litio, nichel e cobalto dalla supply chain tramite carbonato di sodio a 0,05 \$/kg contro 15 \$/kg del carbonato di litio, differenziale di 300 volte (SMS Alpha, 2026). La discontinuità tecnologica arriva nel momento in cui il prezzo del litio ha più che raddoppiato nel Q1 2026 rispetto al Q1 2025 (IEA Global EV Outlook 2026). Il meccanismo di trasmissione ai sistemi elettrici europei è quello del marginal pricing: nei mercati UE è il costo variabile dell'ultima unità di generazione — tipicamente una centrale a gas — a fissare il prezzo per tutta la produzione; ogni ora in cui lo storage permette alle rinnovabili di coprire la domanda è un'ora di disaccoppiamento dalla volatilità fossile. Il progetto Al Dhafra ad Abu Dhabi — 1 GW continuo 24/7 a 70 \$/MWh — previsto entrare in funzione nel corso del 2027 ha segnato per la prima volta l'ingresso dell'energia rinnovabile a erogazione costante nel funzionamento dei sistemi energetici.

Il peso economico degli eventi climatici estremi: la risposta UE

I dati dei mesi successivi alla chiusura di Hormuz confermano i precedenti storici: lo shock fossile si trasmette in domanda accelerata di tecnologie pulite ed efficientamento energetico, secondo la meccanica già documentata dopo il 2022. Il quadro degli investimenti energetici globali nel 2026 segnala per la prima volta il superamento del rapporto di due a uno tra energia pulita e combustibili fossili: 2.155 miliardi di dollari contro 1.010, su un totale di 3.400 miliardi previsti entro fine anno (+5% rispetto al 2025) (IEA World Energy Investment 2026). Le reti elettriche sono il driver principale — 550 miliardi (+20% su base annua) — seguite dal battery storage applicato alla generazione, che supera per la prima volta i 100 miliardi (+35%). La quota europea — circa 440 miliardi — posiziona l'UE terza dopo Cina (945) e USA (615), con il 18% del totale globale di investimenti clean tech. Il BNEF New Energy Outlook 2026 traduce questi flussi in traiettoria climatica: nel Green Scenario, allineato a circa +1,75°C entro il 2100, gli investimenti annuali in energia pulita salgono da 2,4 trilioni nel 2026 a 5,3 trilioni nel 2035. I ritmi attuali, se sostenuti, rendono di nuovo plausibile la traiettoria sotto i 2°C; la condizione è che l'accelerazione regga in un contesto che si sta però facendo più complesso, sul piano sia geopolitico sia climatico.

L'episodio di El Niño del 1997 causò almeno 30.000 morti e circa 100 miliardi di dollari di danni; uno studio dell'Università di Dartmouth del 2023 stima che gli effetti economici persistenti degli El Niño di prima categoria possono costare trilioni di dollari su orizzonti pluriennali (Bloomberg, 2026). Le temperature dei mari in aprile 2026 hanno registrato il secondo valore più alto mai osservato per quel mese — circa 21°C,

appena sotto il record di 21,04°C dell'aprile 2024 (Copernicus C3S / ECMWF) — e il contenuto calorico oceanico ha raggiunto nel 2025 il nono anno consecutivo di massimo assoluto (WMO, State of the Global Climate 2025). La formazione di un El Niño potenzialmente tra i più forti dal 1950 su un sistema oceanico già ai massimi storici configura impatti su produzione agricola, rotte di shipping e mercati energetici che si sovrappongono alla crisi Hormuz, aggiungendo incertezza al profilo inflattivo per il 2026–2027. La spesa globale in adattamento e mitigazione si attestava nel 2025 a 1,4 trilioni di dollari — circa l'1,2% del PIL mondiale — con proiezione cumulata di circa 24 trilioni nel decennio 2026–2035 (Bloomberg Intelligence, 2026): in un'architettura energetica che si riorganizza attorno a rinnovabili, storage e reti, la resilienza delle infrastrutture non è un tema separato dalla transizione, ma ne costituisce la sua preconditione operativa.

La risposta strutturale europea si consolida su due piani paralleli. Il primo è l'elettrificazione dei consumi finali come politica di sicurezza: il 70% della generazione elettrica UE proviene già da fonti domestiche a basse emissioni, ma meno di un quarto dell'energia consumata dagli utenti finali arriva dall'elettricità, mentre i due terzi restanti dipendono ancora da fossili importati per oltre l'80% (IEA, 2026). Il secondo è la costruzione di filiere industriali domestiche. La manifattura europea è in surplus per turbine eoliche (214–300% della domanda 2025), pompe di calore (288%) ed EV (184%), con celle batterie al 93% del fabbisogno e 1,8 milioni di persone impiegate nel settore (Ember, 2026); per la tecnologia solare fotovoltaica rimane invece un disallineamento tra domanda e offerta: la capacità di produzione annuale di moduli si attesta a 12,2 GW contro 65 GW installati nel 2025. L'Industrial Accelerator Act (proposta del 4 marzo 2026) introduce requisiti di contenuto locale per sette settori strategici e condizioni stringenti per FDI superiori a 100 milioni da paesi con oltre il 40% della capacità manifatturiera globale, usando la domanda pubblica aggregata come leva di reshoring selettivo. La revisione dell'ETS, prevista per il 15 luglio 2026, con entrate stimate oltre i 100 miliardi di euro l'anno da reinvestire in capacità rinnovabile e storage, è pensata per incrementare strutturalmente gli incentivi agli investimenti industriali low-carbon.

Le implicazioni per i portafogli si articolano su tre assi che il mercato ha già cominciato a prezzare in modo differenziato, in misura significativa grazie al ruolo dell'AI nel riportare l'attenzione degli investitori sul tema dell'elettrificazione. Il primo è l'integrazione rinnovabile-storage-reti sia in una logica di elettrificazione che di resilienza a shock esogeni; il secondo è la resilienza infrastrutturale rispetto al rischio fisico (un El Niño dell'intensità oggi prevista trasformerebbe l'adattamento da opzione di lungo periodo a necessità urgente); il terzo è il gap tra la spesa pubblica attuale in R&D energetico e l'incremento di questa categoria di spesa pubblica che diventerebbe possibile traducendo la logica di sicurezza energetica in priorità di bilancio.

Su questi assi pesa il nodo irrisolto delle terre rare: con la Cina che controlla l'80–90% della raffinazione globale e l'Europa con soli due impianti domestici (Ember, 2026), ridurre la dipendenza da queste catene

del valore richiede una politica industriale chiara, necessita di tempo e continuità d'investimento. L'effettiva plausibilità di riportare la traiettoria climatica entro i +2°C attraverso una riaccelerazione della transizione energetica dipende quindi in modo cruciale anche dalla capacità di sviluppare resilienza e capacità adattiva rispetto a shock — di natura sia climatica sia geopolitica — strutturalmente in aumento sulle catene di fornitura strategiche, in primis quelle energetiche.