Outlook Macroeconomico Mensile

Settembre 2026

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

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/

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Executive Summary

- A seguito di vendite continue sul Treasury a lunga scadenza, il Tesoro americano ha annunciato il raddoppio, da due ad “almeno” quattro miliardi per operazione, dei riacquisti di titoli di Stato sui segmenti tra dieci e trent’anni: una reazione che si colloca in aperta divergenza rispetto all’orientamento della Federal Reserve.
- La perdita di credibilità della politica fiscale e monetaria in America si può vedere dal movimento del dollaro, indebolitosi in parallelo alle vendite sui Treasuries, e dell’oro, salito nonostante i rendimenti reali in ascesa: per la prima volta da circa trent’anni il valore dell’oro nelle riserve delle banche centrali mondiali è tornato superiore a quello dei titoli del Tesoro americano.
- Sul fronte geopolitico, le speranze di un accordo che ripristinasse condizioni normali di navigazione nello Stretto di Hormuz non si sono materializzate e le conseguenze sui prezzi energetici sono evidenti: in Europa è il prezzo del gas naturale a preoccupare la Banca centrale. Inoltre, la recrudescenza della guerra in Ucraina è un’ulteriore fonte di potenziale shock inflattivo da offerta, influenzato anche dalle forniture alimentari.
- In Europa pesa anche il tema dei deficit fuori controllo, unito a forte incertezza politica. La Francia è il caso più emblematico: al rischio fiscale si somma il rischio politico di Le Pen, resa nuovamente eleggibile dalla riduzione dell’interdizione decisa in appello. Il 2027 vedrà nove Stati membri tenere elezioni politiche, concentrate entro settembre, comprimendo il rischio politico e fiscale in una finestra ristretta.
- In contrappeso a questo quadro, i mercati azionari hanno continuato a segnare nuovi massimi con i rendimenti lunghi ai livelli più elevati da vent’anni, per via di una stagione degli utili di eccezionale qualità. La crescita degli utili del secondo trimestre dell’S&P 500 si è attestata al 50,4% su base annua, la più rapida dal secondo trimestre 2021, con l’86% delle società che ha superato le stime.
- Il rapporto *Limiting Overshoot* delle Nazioni Unite indica che la soglia di 1,5°C sarà superata nei prossimi anni: già nell'estate 2026 le ondate di calore hanno causato fiumi in secca, cali di produttività, incendi su larga scala e decine di migliaia di decessi in eccesso. Questi eventi estremi hanno un forte impatto inflazionistico, amplificando gli shock di offerta attraverso diversi canali (logistico, energetico, industriale, idrico e agroalimentare) che incidono su prezzi e disponibilità di input in più settori contemporaneamente.
- Gli stessi impatti minacciano anche la stabilità finanziaria, soprattutto tramite il canale assicurativo. Verisk stima una perdita media annua attesa da catastrofi naturali di 450 miliardi di dollari, di cui fino al 62% non assicurato: circa 279 miliardi che ricadranno direttamente su famiglie, imprese e bilanci pubblici. L'inassicurabilità tende infatti a trasferirsi sui bilanci pubblici: ogni ampliamento della garanzia pubblica diventa una passività contingente che si somma alle pressioni di spesa già esistenti, accrescendo lo stress su debito e rendimenti sovrani e rendendo più probabili vendite disordinate sui mercati obbligazionari governativi.

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

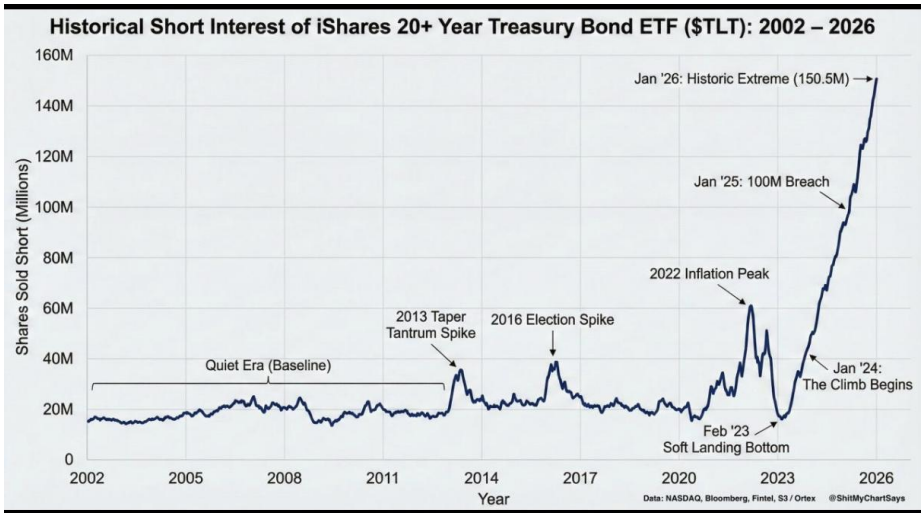
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Rendimenti in salita e interessi divergenti tra Tesoro e Federal Reserve

Nel corso del mese di agosto si è assistito ad una vendita sincronizzata e globale dei titoli sovrani a lunga scadenza, culminata nella seduta del 18 agosto. Il Treasury a trent'anni ha toccato il 5,34%, massimo dal giugno 2007, contro circa il 4,63% precedente lo scoppio della guerra in Iran; il decennale francese è salito al 4,13%, massimo da settembre 2008; il gilt cinquantennale ha segnato un record assoluto al 5,39%; in Giappone il decennale ha raggiunto il 2,95%, il valore più alto da settembre 1996, e il Bund si è portato sui livelli più elevati dal 2011. Questa importante ascesa dei rendimenti si è verificata in un contesto di offerta fiscale più pesante, con uno scenario geopolitico sempre più incerto e dinamiche inflazionistiche meno prevedibili.

Negli Stati Uniti, nonostante i dati macroeconomici diffusi nel mese descrivessero un contesto favorevole a una discesa dei rendimenti, il tratto lungo della curva del debito sovrano è salito comunque: la pressione strutturale è ormai abbastanza forte da sovrastare le sorprese sui singoli dati. È ormai infatti almeno da inizio anno che le scommesse su un importante riprezzamento al rialzo della parte lunga della curva sono sempre più affollate.

Grafico 1



Fonte: NASDAQ, Bloomberg, Fintel, S3/Ortex, 2026.

Il 18 agosto è stato reso noto che il debito federale statunitense ha superato per la prima volta i 40.000 miliardi di dollari, raddoppiando in un decennio e raggiungendo tale soglia mesi prima delle proiezioni ufficiali di febbraio; il tetto legale è a 41.100 miliardi e potrebbe essere raggiunto già a inizio 2027. Il solo disavanzo di luglio è stato di 432 miliardi, il più elevato dal marzo 2021, e la spesa per interessi, intorno ai 1.100 miliardi l'anno, ha superato quella per la difesa assorbendo circa il 19% delle entrate federali.

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

All'aritmetica silenziosa del rifinanziamento, con cedole prossime allo zero che gradualmente vengono sostituite da rendimenti che non si vedevano da decenni, si è aggiunta infatti la sentenza della Corte Suprema del 20 febbraio, che ha stabilito che l'International Emergency Economic Powers Act non conferisce al Presidente il potere di imporre dazi, invalidando retroattivamente l'architettura tariffaria costruita su quella base: la Corte di International Trade ha ordinato rimborsi per circa 165 miliardi a oltre trecentomila importatori, ed è in buona parte per questo mancato gettito che la soglia è stata superata in anticipo. Non a caso, a seguito delle tensioni sul mercato obbligazionario legate ai pessimi dati relativi al deficit federale, l'Amministrazione ha annunciato di voler ricostruire la medesima architettura di politica commerciale per vie giuridiche alternative, e il dossier più rilevante riguarda i semiconduttori.

È in questo quadro che va letto l'intervento del 19 agosto di Scott Bessent. Il Tesoro ha annunciato il raddoppio, da due ad "almeno" quattro miliardi per operazione, dei riacquisti di titoli di Stato sui segmenti tra dieci e trent'anni, dal 9 settembre al 4 novembre. Sorpresi dall'annuncio inatteso, gli investitori hanno reagito portando il rendimento del trentennale in calo di nove punti base, indebolendo il dollaro e rafforzando l'oro. Il movimento si è tuttavia poi assestato: sebbene inaspettato, l'intervento del Tesoro non è paragonabile ad un'azione di Quantitative Easing posta in essere da una Banca centrale: si tratta di un'operazione volta, ufficialmente, a migliorare la liquidità del segmento più illiquido sulla curva del debito americano nel mese più illiquido dell'anno ed in un momento di stress per i rendimenti a lunga scadenza, ma che ha l'obiettivo di mandare un segnale al mercato della volontà del Tesoro di intervenire di fronte ad aumenti del costo dell'indebitamento giudicati eccessivi. Il problema del debito, l'espansione fiscale, la necessità di finanziamento dell'Amministrazione americana non cambia e il rischio è chiaramente che i mercati vogliano effettivamente testare la risolutezza e la capacità del Tesoro di difendere dei livelli "soglia" di rendimento massimo tollerabile.

Il dato più interessante è il calendario, poiché il programma di riacquisti annunciato da Bessent resta in vigore fino al 4 novembre, il giorno successivo alle elezioni di metà mandato. Esiste una spiegazione tecnica legittima, dal momento che quella data coincide con il prossimo Quarterly Refunding, per cui sarebbe eccessivo parlare di manipolazione dei rendimenti in vista del voto. È però legittimo osservare che una parte lunga della curva fuori controllo alla vigilia delle elezioni sarebbe politicamente molto scomoda, perché il livello dei rendimenti a lunga scadenza si riverbera sui mutui, il credito al consumo, il finanziamento delle imprese.

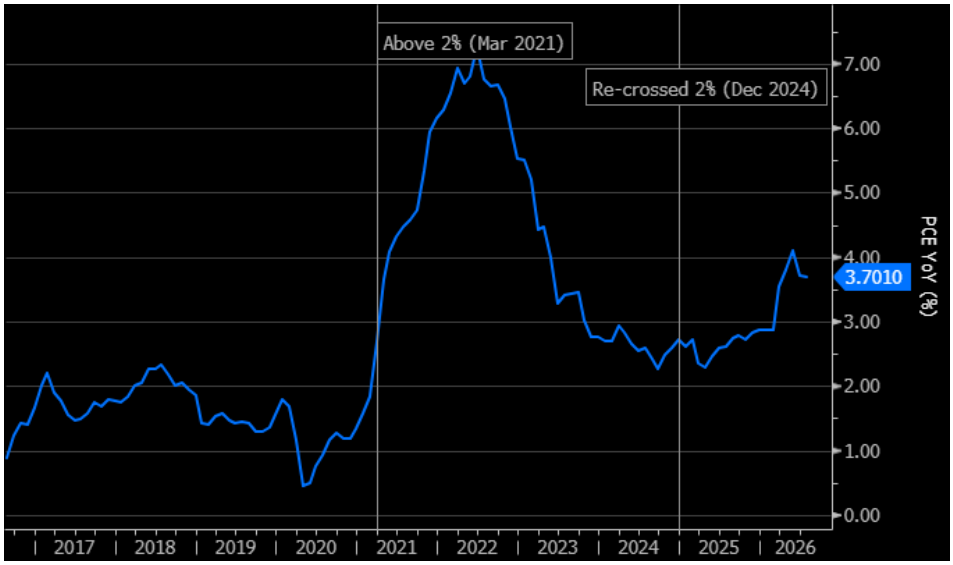
L'elemento di novità istituzionale è che questa reazione si colloca in aperta divergenza rispetto all'orientamento della Federal Reserve. La riunione del 28-29 luglio si era chiusa con i tassi confermati al 3,50-3,75% e tre voti contrari, tutti a favore di un rialzo: il numero più elevato di dissensi orientati nella stessa direzione dal settembre 2016, che Warsh ha commentato osservando di aver chiesto un litigio

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

costruttivo in famiglia e di averlo ottenuto. Il problema principale di Warsh è la difesa della credibilità della Banca centrale e della sua indipendenza: in tutti i discorsi pubblici fatti finora e da ultimo anche nel discorso tenuto al recente simposio di Jackson Hole, l'accento viene sempre posto sulla volontà di non tollerare un'inflazione stabilmente sopra il target. Nonostante queste dichiarazioni, la FED non ha ancora mai alzato i tassi nel corso di quest'anno, benché siano ormai sopra il target da oltre cinque anni ("65 mesi di inflazione elevata e persistente la cui responsabilità ricade direttamente sulla banca centrale", afferma Kevin Warsh a Jackson Hole). Warsh spera che sia il mercato a irrigidire le condizioni finanziarie, rendendo così superfluo un ritocco al livello dei Fed Funds, soprattutto prima delle elezioni di Midterm. Il Tesoro, al contrario, lotta strenuamente per contenere i rendimenti a lungo termine, sia per necessità politiche, sia per contenere il capitolo di spesa del servizio del debito, in rialzo continuo per il livello crescente dei tassi e, contemporaneamente, per lo stock crescente di indebitamento. Ne deriva una configurazione inedita e potenzialmente instabile: due istituzioni con orientamento opposto, una restrittiva e l'altra espansiva, che tentano di influenzare lo stesso segmento di curva.

Grafico 2: US Headline PCE Inflation YoY vs. Fed 2% Target



Fonte: Bloomberg, 2026.

Il dollaro scende e l'oro sale: letture diverse del fenomeno

Il flusso di dati ha nel frattempo raffreddato ai margini la pressione per un rialzo immediato: il CPI di luglio è salito dello 0,1% mensile e del 3,4% annuo, con il core al 2,5% e in ulteriore rallentamento dal picco del 3,8% di aprile, i prezzi alla produzione sono rimasti invariati contro un consenso dello 0,2% e il rapporto sull'occupazione ha restituito un mercato del lavoro più debole del previsto, con le probabilità implicite di

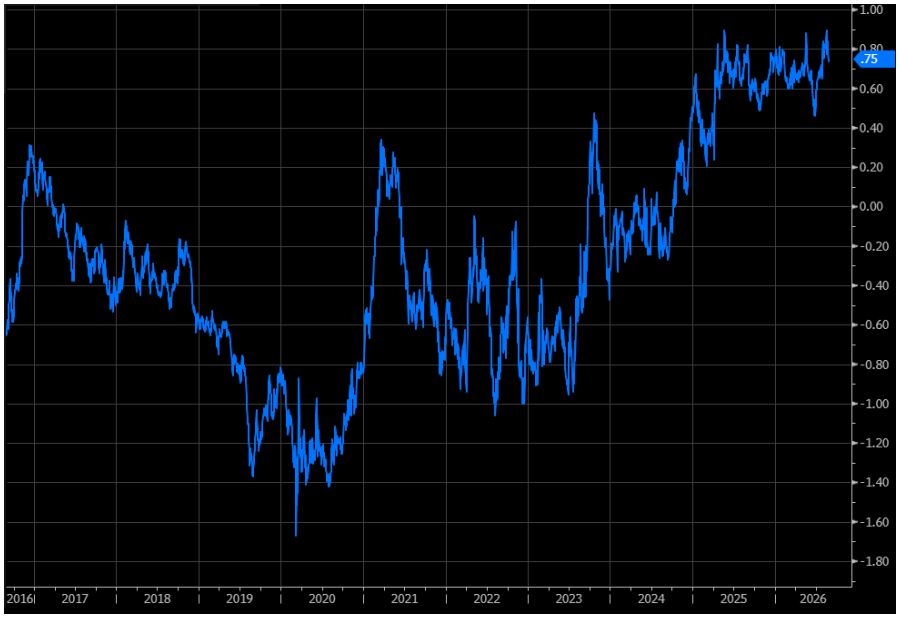
IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

un rialzo in settembre scese dal 60% verso il 40% alla vigilia di Jackson Hole. Il quadro non è però univoco: la revisione dei conti del secondo trimestre ha confermato la crescita all'1,5% annualizzato, con consumi rivisti al rialzo al 3,4% e investimenti fissi non residenziali in aumento dell'8,4% trainati dalle infrastrutture per l'intelligenza artificiale, ma soprattutto con il deflatore del PIL al 6,4% e il core PCE rivisto al 3,6% dal 3,4%, in un'economia in cui l'inflazione resta sopra l'obiettivo per il sesto anno consecutivo.

C'è tuttavia un dato che da un lato può ridimensionare l'allarmismo e indicare al tempo stesso quanta strada il movimento possa potenzialmente fare: il premio a termine sul decennale si colloca attorno agli 80 punti base, pressoché in range da oltre un anno (anche se, da un minimo di periodo segnato a fine giugno a 45 punti base, in soli due mesi è poi raddoppiato). È il fondamento della lettura opposta, di cui si fa portavoce Miran nel suo articolo sul Financial Times, secondo cui sarebbe errato leggere il rialzo dei tassi a lunga scadenza come deterioramento della credibilità del Tesoro e della FED, poiché il premio a termine risulta stabile e i breakeven restano coerenti con l'obiettivo del 2%. Il rialzo dei tassi si riconduce quindi, secondo Miran, ad un aumento delle previsioni dei tassi overnight dovuto principalmente all'economia americana in boom, grazie ad AI, deregulation e riforme fiscali. La crescita è un'ottima notizia per il deficit pubblico, così come il recupero di gettito da dazi dopo i rimborsi voluti dalla Corte Suprema e una volta ammorbidita la tensione derivante dalla guerra in Iran, il risultato sarà ancor più positivo per i term premia.

Grafico 3: Adrian Crump & Moench 10 Year Treasury Term Premium, 2016-2026



Fonte: Bloomberg, 2026.

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Lo scetticismo degli investitori e la perdita di credibilità della politica fiscale e monetaria in America, a discapito di quanto ha commentato Miran, si può vedere dal movimento del dollaro, indebolitosi in parallelo alle vendite sui Treasuries, e dell'oro, salito nonostante i rendimenti reali in ascesa. Le vendite coordinate di titoli di stato e valuta in cui sono denominate fanno salire il termometro della sfiducia degli investitori nei confronti di un Paese: è una dinamica che, negli ultimi anni, ha coinvolto ad esempio a varie riprese il Regno Unito. Infine, se l'oro si apprezza nonostante crescano i rendimenti reali, questo può facilmente essere interpretato come un disamoramento per le valute fiat e la preferenza per la riserva di valore neutrale per eccellenza. Alcuni osservatori hanno sottolineato come l'obiettivo del Tesoro sembrerebbe essere quello di comprimere i rendimenti reali e indebolire il dollaro, sostenendo la borsa e i metalli preziosi, ma questo finirebbe chiaramente per rendere più costose le importazioni con il rischio di generare ulteriore inflazione, provocando il cortocircuito di una Autorità fiscale impegnata ad abbassare il costo del denaro e la Fed costretta a tenerlo alto per difendere la propria credibilità.

Il tema del cambio non è però soltanto una conseguenza involontaria della gestione del debito: esiste una riflessione, sempre più esplicita nell'Amministrazione, che lo considera una leva deliberata. Nelle settimane centrali di agosto sono tornate a circolare dichiarazioni del Vicepresidente sulla sostenibilità dello status di valuta di riserva del dollaro, che rivelano consapevolezza dell'insostenibilità dei costi strutturali associati a disavanzi elevati e a un dollaro cronicamente forte. Con un deficit intorno al 6% del prodotto interno lordo e un costo del servizio del debito che cresce automaticamente con il rifinanziamento, le opzioni tradizionali appaiono politicamente impraticabili, e l'indebolimento coordinato della valuta emerge come una delle poche leve residuali; il meccanismo istituzionale esiste, poiché la politica valutaria è appannaggio del Tesoro, che operera attraverso l'Exchange Stabilization Fund e la Federal Reserve. L'Amministrazione è tentata da un esercizio di repressione finanziaria (dollaro più debole, inflazione mantenuta sopra il target, tassi di interesse artificialmente bassi) per evitare manovre tradizionali di restrizione del bilancio pubblico.

Che non si tratti di un esercizio teorico lo dimostra quanto avvenuto sul cambio dollaro-yen. Dopo che il rapporto aveva toccato circa 164, il livello più debole per la valuta giapponese da circa quarant'anni, Tokyo è intervenuta negli ultimi giorni di luglio acquistando yen e poco dopo è entrato direttamente anche il Tesoro americano, con la Federal Reserve di New York che per suo conto ha venduto euro e acquistato yen. È la prima vera azione coordinata tra Stati Uniti e Giappone a sostegno dello yen da moltissimo tempo. L'effetto iniziale ha portato il cambio verso 155, ma buona parte del movimento è stata riassorbita e a metà agosto il rapporto era già tornato intorno a 159-160, il che ha indotto alcuni a parlare di fallimento. La conclusione è forse prematura: l'obiettivo non è fissare un livello, ma quanto rompere la dinamica unidirezionale, rendere asimmetrica la distribuzione dei rischi per chi è posizionato al ribasso e guadagnare tempo perché sia la politica monetaria a fare il resto. Gli elementi favorevoli sono la

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

partecipazione americana, poiché storicamente gli interventi coordinati sono stati più persistenti di quelli unilaterali come nei precedenti del 1998 e del 2011; il posizionamento del mercato, fortemente ribassista e indebitato sullo yen; e la Banca del Giappone, il cui tasso ufficiale è già all'1% e per la quale il mercato attribuisce probabilità elevata a un ulteriore rialzo in settembre. L'intervento del Tesoro ha cercato di impedire che, per sostenere la valuta domestica, la BoJ accelerasse le vendite delle proprie riserve valutarie investite in Treasuries, già in costante diminuzione da mesi.

Grafico 4: Andamento del cambio USD/JPY nelle ultime 60 sedute



Fonte: Bloomberg, 2026.

In questa cornice acquista significato un dato che rappresenta uno spartiacque: per la prima volta da circa trent'anni il valore dell'oro nelle riserve delle banche centrali mondiali sarebbe tornato superiore a quello dei titoli del Tesoro americano, con quote rispettivamente al 27% e al 22%. Una parte del sorpasso è matematica, poiché un forte apprezzamento dell'oro ne aumenta il peso anche senza nuovi acquisti; esiste però anche una scelta deliberata, testimoniata da acquisti nell'ordine delle mille tonnellate annue, oltre il doppio del decennio precedente, ed uno stock complessivo sopra le 36.000 tonnellate, vicino alle 38.000 dell'era di Bretton Woods. Se per decenni i criteri di composizione delle riserve sono stati rendimento, liquidità e sicurezza, oggi l'oro viene sovrappesato grazie al vantaggio della propria neutralità: l'oro non costituisce passività di alcuno Stato e, se detenuto direttamente, non può essere congelato da una decisione politica assunta altrove.

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

La stabilità dei prezzi è minacciata da più fronti

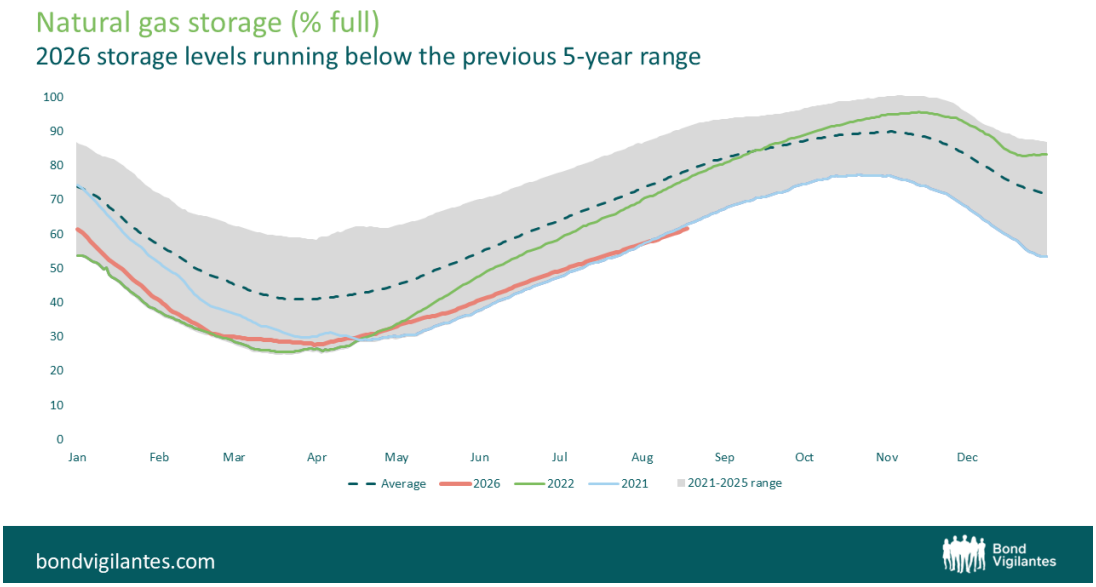
Nel frattempo, sul fronte geopolitico, le speranze di un accordo che ripristinasse condizioni normali di navigazione nello Stretto di Hormuz non si sono materializzate: dopo la recrudescenza degli attacchi di metà luglio, dall'inizio di agosto il conflitto si è attenuato grazie a negoziati bilaterali tra Iran e Oman, nei quali Teheran punta a intese temporanee di uno-tre mesi su un corridoio unico in cui mantenga posizione dominante, chiedendo la rimozione del blocco navale come precondizione. A fine agosto le parti hanno raggiunto un'intesa sulla ripartizione delle acque e dei proventi e il Brent è scivolato sotto gli 87 dollari con la quarta seduta consecutiva in calo, mentre il Presidente americano ha dichiarato il transito di dieci milioni di barili in una giornata e la bonifica delle mine. Teheran ha però avvertito che la riapertura richiede più di un accordo con Mascate, e le stime indipendenti indicano ancora una perdita di circa otto milioni di barili al giorno rispetto ai venti che transitavano prima del conflitto. Il punto essenziale è che perfino nello scenario favorevole la normalizzazione è una questione del 2027: l'Agenzia americana per l'energia non prevede un ritorno della produzione mediorientale ai livelli pre-conflitto prima dell'inizio del prossimo anno, e l'amministratore delegato di Aramco stima che, anche riaprendo oggi, la ricostituzione delle scorte richiederebbe fino a diciotto mesi. Sul piano diplomatico il Tesoro americano ha inoltre minacciato ritorsioni verso i Paesi che commerciano con l'Iran, campagna che rischia uno scontro diretto con la Cina, destinataria di circa il 90% delle esportazioni petrolifere iraniane.

Le conseguenze sui prezzi energetici sono evidenti. In Europa, è soprattutto il prezzo del gas naturale a preoccupare la Banca centrale, tornato vicino a 70 euro per MWh (livello più alto dall'inizio del 2023): gli stoccaggi si collocano intorno al 60% (il minimo dall'inizio della serie storica per il mese di agosto) contro una media storica di agosto più vicina al 75%, le importazioni di gas liquefatto risultano più deboli e la concorrenza asiatica per i carichi marginali è aumentata, all'avvio della stagione di ricostituzione invernale.

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Grafico 5



Fonte: M&G, www.bondvigilantes.com, 2026.

Oltretutto, il meccanismo di trasmissione dello shock inflattivo è più ampio di quello del petrolio, poiché il gas influenza simultaneamente prezzi dell'elettricità, costi industriali e bollette domestiche. L'Europa ha tuttavia strutturalmente ridotto la propria domanda di gas naturale in seguito all'invasione russa dell'Ucraina nell'ordine del 20%: questo è potuto avvenire grazie alla contrazione dei consumi industriali per chiusure di capacità e delocalizzazioni, alla flessione della domanda residenziale grazie ad un generale efficientamento dell'edilizia e ad una espansione della generazione rinnovabile. Parte della resilienza energetica europea riflette distruzione di domanda più che efficienza conseguita: il rovescio della medaglia è che i prezzi elevati hanno alterato in modo permanente porzioni del panorama industriale del continente.

Proprio la recrudescenza della guerra in Ucraina è un'ulteriore fonte di potenziale shock inflattivo da offerta. La campagna contro le infrastrutture petrolifere russe si è intensificata in modo sistematico, con la raffineria Lukoil di Perm colpita il 21 agosto e un grande impianto della regione del Volga il 26, in una successione ormai settimanale. Gli effetti interni sono sistemici: la Crimea ha dichiarato lo stato di emergenza in giugno vietando la vendita di carburante, in luglio la maggior parte delle regioni russe era soggetta a restrizioni che coinvolgevano circa cinquanta milioni di persone, pari al 35% della popolazione, ed è stato autorizzato l'abbassamento degli standard qualitativi dall'Euro-5 all'Euro-3. La capacità di raffinazione mondiale è sotto pressione da due direzioni simultanee, il Golfo e la Russia, e questo spiega

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

perché i margini di raffinazione ("crack spread") aggiornino nuovi massimi mentre il barile resta in un'area apparentemente sotto controllo.

Anche le materie prime alimentari sono potenzialmente oggetto di fiammate inflazionistiche, dettate da tre canali di trasmissione convergenti. Il primo sono i fertilizzanti, poiché attraverso lo Stretto di Hormuz transitano tradizionalmente circa il 30% dell'azoto e il 50% dello zolfo mondiali, per cui costo e disponibilità dei concimi rischiano di comprimere le rese del prossimo raccolto in un contesto in cui le forniture sono già ridotte dal conflitto russo-ucraino. Il secondo è El Niño, che le agenzie meteorologiche indicano in rapida intensificazione, con la NOAA che attribuisce una probabilità intorno al 63% a un evento classificabile come molto forte e alcuni centri europei che ipotizzano il più intenso mai registrato. Il terzo è la logistica, con i livelli idrici del Canale di Panama su valori critici. La conseguenza rilevante per l'allocazione è che il cibo pesa nei panieri dei prezzi al consumo dei mercati emergenti molto più dell'energia: se non sorprende che Colombia, Perù e Brasile soffrano nelle fasi di El Niño, è meno intuitivo che l'impatto sia di magnitudine analoga in Cina, Indonesia, Taiwan, Thailandia e Vietnam, che in Africa i più vulnerabili siano Egitto e Sudafrica e che tra le economie avanzate il Regno Unito risulti esposto per l'elevata quota di alimenti importati. Con l'avvio della stagione delle semine nell'emisfero australe questi effetti potrebbero diventare potenzialmente più visibili.

Una stagione elettorale incerta all'orizzonte dell'Eurozona

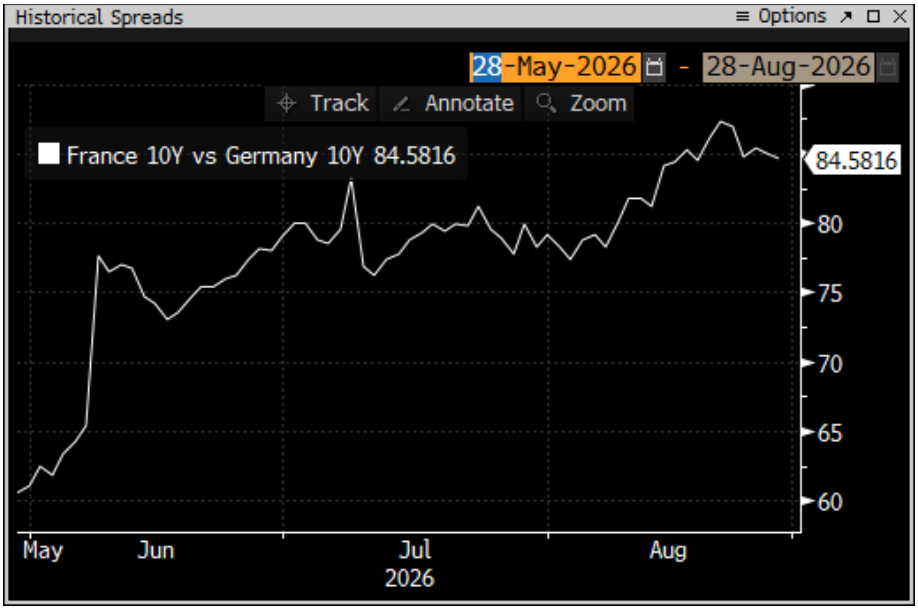
Sul tratto lungo della curva dei rendimenti, anche in Europa pesa il tema dei deficit fuori controllo uniti a forte incertezza politica: la Francia, in particolare, è il caso più emblematico. I rendimenti decennali francesi hanno superato il 4% e lo spread rispetto al Bund si è ampliato in area 85 punti base, con debito pubblico prossimo al 117,5% del PIL nel primo trimestre 2026 secondo l'INSEE, e in ulteriore crescita, e disavanzo atteso al 5% nel 2026, che in assenza di correzioni potrebbe raggiungere il 5,6% nel 2027; il governo ha rivisto al ribasso la crescita allo 0,7% dall'1% assunto in fase di redazione del bilancio. Il Primo ministro Lecornu ha escluso nuove imposte per il 2027, puntando su risparmi strutturali di spesa che incontrano l'opposizione di più gruppi parlamentari e delle parti sociali, con l'approvazione della legge di bilancio attesa a inizio ottobre, che quest'anno si preannuncia enormemente complessa; la mancata approvazione prima delle presidenziali del 18 aprile e 2 maggio comporterebbe un incremento del disavanzo di almeno mezzo punto di prodotto. Al rischio fiscale si somma un rischio politico nuovo: Marine Le Pen, resa nuovamente eleggibile dalla riduzione dell'interdizione decisa in appello, ha annunciato la candidatura indicando Jordan Bardella come Primo ministro in caso di vittoria e ha presentato ricorso in Cassazione confidando di evitare il braccialetto elettronico, con pronuncia attesa a inizio 2027, per cui l'incertezza giudiziaria accompagnerà l'intera campagna. I sondaggi indicano che in quattro scenari su cinque il ballottaggio si giocherebbe tra Mélenchon e Le Pen, ed è da quel versante che arriva l'elemento più

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

preoccupante per gli investitori internazionali: la proposta di Mélenchon di interrompere il pagamento degli interessi sui titoli di Stato francesi detenuti dalla Banca centrale europea è stata un'inattesa doccia fredda. Cresce tra gli investitori internazionali lo scetticismo per le prospettive del debito francese e anche i giapponesi, tradizionalmente grandi investitori di OAT, stanno riducendo le loro posizioni a vantaggio di altri titoli di Stato di area Euro (tra cui i BTP).

Grafico 6



Fonte: Bloomberg, 2026.

Il 2027 vedrà nove Stati membri tenere elezioni politiche, con Francia, Italia, Spagna e Grecia concentrate entro settembre, comprimendo il rischio politico e fiscale in una finestra ristretta. L'evidenza storica è meno drammatica di quanto si tema, poiché le elezioni hanno tipicamente prodotto uno scivolamento fiscale modesto, nell'ordine di un quarto di punto di prodotto sui saldi primari strutturali. Il rischio maggiore deriva dalla frammentazione parlamentare, storicamente associata a maggiore incertezza di policy, instabilità di governo e consolidamento più lento: secondo Goldman Sachs uno scenario di parlamenti privi di maggioranza chiara potrebbe innalzare i rapporti debito/prodotto di circa due punti in cinque anni rispetto alle proiezioni di base, e per i Paesi in cui il debito cresce, come la Francia, o scende molto lentamente, come l'Italia, anche shock contenuti possono rinviare la riduzione del debito di diversi anni.

Sulle borse non diminuisce l'ottimismo

Il contrappeso a questo quadro, e la ragione per cui i mercati azionari hanno continuato a segnare nuovi massimi con i rendimenti lunghi ai livelli più elevati da vent'anni, è una stagione degli utili di eccezionale

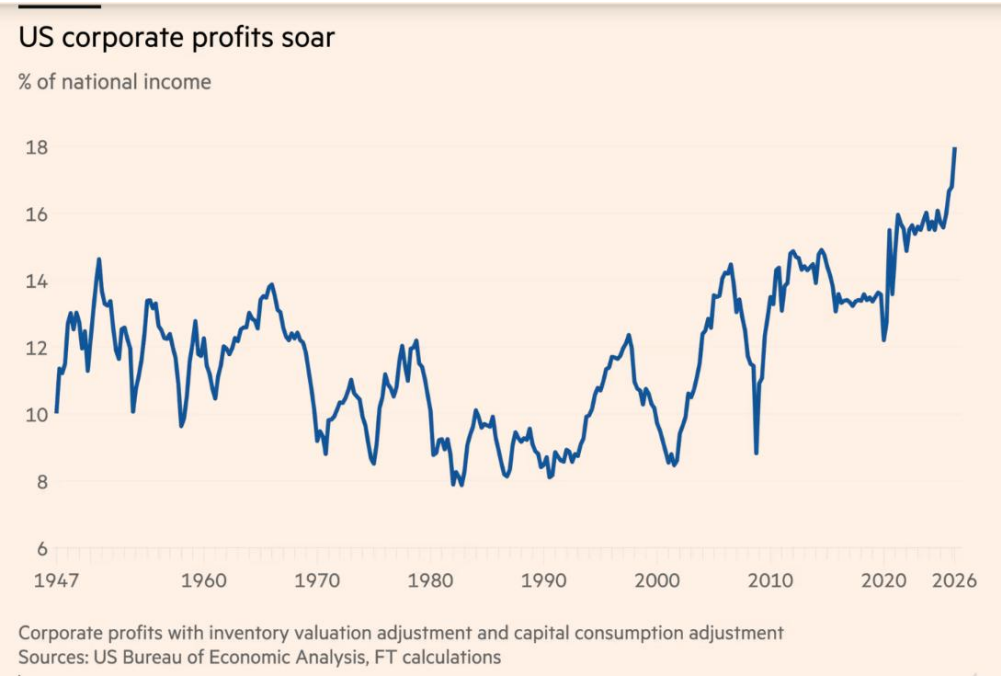
IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

qualità. La crescita degli utili del secondo trimestre dell'S&P 500 si è attestata al 50,4% su base annua, la più rapida dal secondo trimestre 2021, con l'86% delle società che ha superato le stime — la percentuale più elevata da quando la serie viene monitorata — una crescita dei ricavi del 15% diffusa a tutti gli undici settori e un margine netto aggregato al 16,9%, record da quando il dato viene rilevato. Resta il tema della concentrazione, ulteriormente accentuato: le prime dieci società generano oggi circa il 34% degli utili complessivi, quota approssimativamente doppia rispetto alla metà degli anni Novanta.

Un riscontro più robusto, perché indipendente dalle convenzioni contabili di singole società, arriva dai conti nazionali, e il dato è di portata storica: gli utili societari ante imposte hanno raggiunto nel secondo trimestre i 4.800 miliardi di dollari annualizzati (una crescita del 12% trimestre su trimestre, un dato eccezionalmente alto che non ha precedenti nella storia recente), pari al 18% del reddito nazionale, la quota più elevata dal secondo dopoguerra, mentre la quota destinata a salari e benefit è scesa al 60%, il livello più basso dagli anni Cinquanta.

Grafico 7



Fonte: US Bureau of Economic Analysis via FT, 2026.

Come si riflette in un recente articolo del Financial Times, sul piano finanziario il dato conferma che la redditività aziendale è genuinamente eccezionale e non un artefatto di indice, mentre, sul piano economico e politico spiega però una tensione altrimenti difficile da comporre: sono le famiglie le cui entrate dipendono primariamente dalla remunerazione del capitale ad essere sempre più avvantaggiate

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

rispetto a quelle che dipendono invece dalle buste paga, con l'inflazione che ha superato la crescita salariale per diversi mesi consecutivi e, di conseguenza, i salari reali orari in flessione dello 0,2% annuo in luglio. È questa divaricazione, più di qualunque dato aggregato, a spiegare come un'economia che nelle statistiche appare solida possa convivere con un'approvazione presidenziale al 33%, un sostegno all'azione militare in Iran scivolato al 31%, la fiducia dei consumatori scesa al minimo degli ultimi sette mesi.

Le borse avevano chiuso il mese di luglio con una rotazione violenta: l'S&P 500 aveva terminato il mese praticamente invariato, ma dietro quella stabilità apparente si celava il riposizionamento più marcato dell'anno, con l'energia in rialzo di oltre dodici punti e la tecnologia in calo di quasi otto; le vendite si erano concentrate sui semiconduttori e non sulle grandi piattaforme. Sul fronte dell'intelligenza artificiale, il criterio con cui il mercato sta oggi discriminando si articola su due assi: durata ed esecuzione. I multipli elevati soffrono quando il tasso a lungo termine sale, e le società impegnate nel ciclo dell'intelligenza artificiale devono dimostrare che i ricavi crescono almeno quanto il capitale investito. La stagione delle trimestrali ha offerto un confronto quasi didattico: Microsoft ha superato il test, con Azure in crescita del 43%, portafoglio ordini in aumento e trenta milioni di licenze Copilot a pagamento, mentre Meta ha mostrato un business pubblicitario solido ma accompagnato da margini in contrazione, flusso di cassa libero prossimo all'azzeramento e una soglia minima di investimenti più elevata. Il mercato ha iniziato a separare l'intelligenza artificiale che genera ricavi da quella che assorbe capitale: dopo mesi dominati dalla narrativa, il nuovo fattore di selezione è la velocità con cui la spesa in conto capitale si converte in flusso di cassa.

Sul lato della domanda la risposta di fine mese è stata rassicurante. Nvidia ha battuto nettamente le attese, prospettando per il 2028 una crescita delle vendite del 70% contro il 45% stimato dagli analisti, con il titolo in rialzo di circa il 7%; gli elementi più informativi sono però un portafoglio ordini superiore ai 2.000 miliardi di dollari, indicazioni di spesa in conto capitale degli hyperscaler oltre gli 800 miliardi per l'anno in corso e 1.300 miliardi per il 2027, e soprattutto una composizione della domanda che si allarga, poiché i ricavi da hyperscaler sono cresciuti del 13% su base trimestrale mentre la componente riferibile a cloud specializzati, industria e imprese è aumentata del 25%. Il problema, dunque, si è spostato: non riguarda più la monetizzazione, ma il finanziamento. Come già è stato diffusamente osservato, le emissioni obbligazionarie dei cinque principali hyperscaler sono passate da una media di circa 35 miliardi l'anno nel periodo 2020-2024 a 93 miliardi nel 2025 e a circa 132 nei soli primi sette mesi del 2026, comprendendo un collocamento multitranche di circa 53 miliardi tra i più ampi mai realizzati sul mercato corporate e un raro titolo con scadenza a cento anni; le stime per l'intero 2026, estese a produttori di chip, sviluppatori di data center e utility, oscillano tra 300 e 570 miliardi. In ogni caso, è importante precisare che attribuire

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

alla sola intelligenza artificiale l'indigestione del mercato obbligazionario sarebbe eccessivo, dal momento che il comparto tecnologico rappresenta circa il 13% delle emissioni dell'anno contro il 45% dei finanziari.

Clima, inflazione e stabilità finanziaria: gli eventi estremi nei canali di trasmissione macroeconomici

L'estate 2026 ha portato in Europa cinque distinte ondate di calore, che hanno lasciato fiumi in secca, cali di produttività in diversi settori, crisi idrica, minore produzione di elettricità, produzioni agroalimentari compromesse e decine di migliaia di decessi in eccesso. Il 2 settembre il rapporto Limiting Overshoot delle Nazioni Unite ha chiuso l'era della traiettoria di 1,5°C: la soglia sarà superata nei prossimi anni e il riscaldamento si stabilizzerebbe attorno a 1,8°C soltanto nello scenario migliore, contro 1,4°C attuali, dopo un inevitabile overshoot. A distinguere questa fase non è il livello, ma la rapidità con cui gli effetti del cambiamento climatico si stanno producendo: l'Europa si riscalda di circa 0,56°C per decennio, oltre il doppio della media globale, su un patrimonio infrastrutturale pensato per il clima del secolo scorso (Bloomberg, 2026). Degli 822 miliardi di euro di danni meteo-climatici registrati nell'Unione europea dal 1980, un quarto ricade negli ultimi quattro anni (FT, 2026). Giugno e luglio 2026 sono stati i più caldi mai registrati nell'Europa occidentale secondo Copernicus e circa metà del territorio dell'Unione e del Regno Unito si trova oggi in condizioni di siccità secondo l'European Drought Observatory: a colpire è la repentinità del passaggio da condizioni umide a siccità, in quanto l'inverno si era chiuso con suoli saturi e riserve piene, condizione che in passato veniva considerata sufficiente a proteggere l'estate europea dalla penuria d'acqua (FT, 2026).

Gli impatti derivanti dagli eventi estremi hanno implicazioni inflazionistiche, contribuendo a shock di offerta, e si propagano attraverso canali distinti che agiscono contemporaneamente. Il primo è logistico. Il 3 agosto il Reno ha toccato a Kaub — il punto di strozzatura che regola i transiti verso la Germania meridionale e la Svizzera — un livello di 24 centimetri, il minimo dall'inizio delle rilevazioni nel 1880; a quelle profondità le chiatte che richiedono fino a tre metri di pescaggio imbarcano soltanto il 20-30% del carico utile, e i noli fluviali verso i porti interni tedeschi hanno raggiunto il massimo dal 2012 (Bloomberg, 2026; Jefferies, 2026; FT, 2026). Al porto di Rotterdam le navi in transito vengono caricate a circa il 30% della capacità per evitare l'incagliamento e gli operatori impiegano un centinaio di chiatte aggiuntive alla settimana senza riuscire a movimentare i volumi precedenti, in quello che l'autorità portuale ha definito uno degli episodi più significativi degli ultimi decenni; sul Danubio il costo di trasporto del grano rumeno verso Costanza è passato da circa 11 euro per tonnellata prima del raccolto a 18-20 euro (FT, 2026).

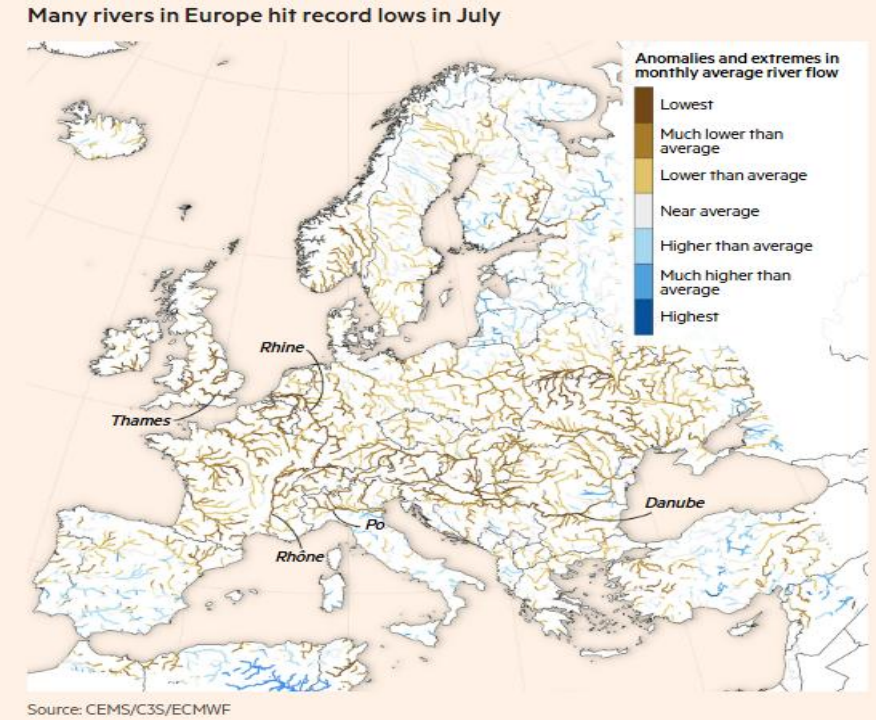
L'effetto non si esaurisce nel costo del trasporto. Il Reno movimenta verso l'interno del continente carbone, minerale di ferro, prodotti petroliferi e chimici, e quando la via d'acqua si restringe l'input produttivo diventa fisicamente meno disponibile, non soltanto più caro: nell'hub di Amsterdam-Rotterdam-Anversa i caricamenti di carbone via chiatta si sono ridotti del 75%, mentre le scorte a terra

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

sono salite di circa il 75%, segno che la materia prima era presente ma non trasportabile (Bloomberg, 2026). I comparti maggiormente esposti sono quelli a monte delle catene del valore — siderurgia, chimica di base, raffinazione — che forniscono gli input dell'edilizia infrastrutturale e della manifattura: il rincaro e la minore reperibilità si trasmettono quindi a valle su molte filiere contemporaneamente, con un profilo inflazionistico sistemico anziché settoriale.

Grafico 8: Anomalie ed estremi nella portata media mensile dei fiumi europei



Fonte: CEMS/C3S/ECMWF, via FT, luglio 2026.

Il secondo canale è energetico. La centrale nucleare ungherese di Paks è stata fermata integralmente per la prima volta in quarantaquattro anni, perché il Danubio non garantiva più acqua di raffreddamento sufficiente: l'arresto sottrae al Paese il 40% della capacità di generazione elettrica e, poiché il fiume raggiunge il minimo annuo tra agosto e settembre, l'indisponibilità potrà durare mesi. In Romania un reattore di Cernavodă — che da solo copre circa il 20% del fabbisogno elettrico nazionale — è stato fermato per la stessa ragione; il governo ha dichiarato lo stato di allerta energetica, cominciando a importare circa 2.000 MW a costi superiori e impiegando la marina militare per deviare la portata residua del fiume verso l'impianto (Bloomberg, 2026). La sequenza è quella tipica di uno shock di offerta: capacità di generazione a basso costo marginale che esce dal mercato, sostituzione con importazioni più care e razionamento della domanda industriale quando il prezzo non basta a riequilibrare il sistema. A questo si

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

aggiunge, in diversi paesi europei, la riduzione della capacità di produzione idroelettrica dovuta alla scarsità d'acqua.

Il terzo canale è industriale e si osserva su due livelli. Sul piano aziendale l'effetto è immediato: in Romania Dacia e Ford Otosan hanno sospeso la produzione fino a fine agosto per contenere i consumi elettrici, mentre BASF ha dovuto ricorrere a rotte di approvvigionamento alternative, e più costose, per rifornire Ludwigshafen, il maggiore complesso chimico integrato al mondo, che dipende dal Reno per le materie prime. La tedesca Covestro ha dichiarato force majeure su alcuni prodotti in PET dello stabilimento di Dormagen, avvertendo i clienti del rischio di mancate consegne, ed EDF ha rivisto al ribasso di circa il 10% le attese di utile per l'esercizio, citando l'impatto dei livelli dei fiumi e delle ondate di calore sulla generazione elettrica (FT, 2026). Sul piano macroeconomico, il 2018 offre un precedente misurato, utile a calibrare l'ordine di grandezza dell'episodio in corso: in quell'anno la secca del Reno ridusse la produzione industriale tedesca dell'1,5% secondo il Kiel Institute; secondo l'analisi di Jefferies, episodi di siccità eccezionale come quello attuale possono sottrarre circa 0,3 punti percentuali alla crescita del PIL tedesco, con i colli di bottiglia concentrati sulle filiere chimica, siderurgica e petrolifera (Bloomberg, 2026; Jefferies, 2026). Sempre secondo il Kiel Institute, un mese con trenta giorni di siccità estrema riduce di circa un quarto il trasporto per vie d'acqua interne e di circa un punto percentuale la produzione industriale tedesca. L'episodio di siccità del 2018 costò all'incirca lo 0,4% del PIL tedesco, equivalente a circa 18 miliardi di euro odierni. Quest'anno i livelli idrometrici sono già inferiori a quelli del 2018 e la siccità è arrivata mesi prima.

Per l'area euro, data la dimensione dell'economia tedesca, Capital Economics attribuisce al solo shock del Reno un impatto temporaneo compreso fra 0,1 e 0,2 punti di PIL, in parte recuperabile a fine anno o nei primi mesi del 2027, ragione per cui le previsioni annuali per l'area non sono state ancora ridotte (FT, 2026). La cifra va però letta come un limite inferiore: isola il solo canale fluviale, esclude gli altri canali di trasmissione già in atto — generazione elettrica, penuria idrica e impatto agroalimentare, perdite di produttività da stress termico, distruzione di capitale da incendi — e assume un recupero dell'attività che presuppone il ritorno del fiume a livelli navigabili entro pochi mesi; le stime che includono gli altri canali collocano infatti il conto della stagione estiva secca su un ordine di grandezza superiore — da almeno 50 miliardi di euro a circa 180 miliardi, pari a un punto percentuale di PIL dell'Unione — e sono state definite conservative dagli istituti che le producono.

Il quarto canale è idrico e agroalimentare. Circa il 71% dell'Inghilterra si trova in condizioni di siccità a insorgenza rapida dopo il luglio più asciutto dal 1936, il Po resta sotto i minimi storici, con rischi per l'irrigazione e per l'intrusione salina nel delta, e negli Stati Uniti il piano federale sul fiume Colorado prevede per l'Arizona un taglio delle assegnazioni idriche del 27% (Jefferies, 2026; Bloomberg, 2026; S&P Global,

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

2026). La trasmissione ai prezzi è qui la più rapida, perché opera su beni a domanda rigida e scorte limitate: dall'inizio di giugno il cacao è salito del 37% e il caffè arabica del 26%, in anticipazione di raccolti compromessi (FT, 2026). Nella pianura padana l'effetto sulle rese è già misurabile: attorno a Vercelli, una delle principali aree risicole europee, l'acqua di irrigazione non ha raggiunto parte delle camere e alcune aziende perdono metà o più della produzione, con la prospettiva di sostituire il riso o di lasciare i terreni non seminati anziché rischiare un altro raccolto. Un working paper della BCE stima, in uno scenario estremo, perdite medie annue di 4,5 punti percentuali nella crescita del valore aggiunto reale per dipendente del settore agricolo, con l'impatto maggiore concentrato nell'Europa orientale (FT, 2026).

Alla riduzione dei flussi si aggiunge la distruzione dello stock di capitale: gli incendi europei di quest'estate valgono, secondo stime preliminari, tra 15,6 e 19,1 miliardi di euro di perdite economiche (Jefferies, 2026), e fuori dall'Europa il Canale di Panama ridurrà per siccità i transiti giornalieri da 36 a 32 entro il 15 settembre. Questi shock si sommano a quelli geopolitici anziché alternarsi ad essi: la chiusura dello Stretto di Hormuz, in atto dal febbraio 2026 a seguito dei bombardamenti su obiettivi iraniani, ha alterato i flussi di petrolio, di gas e di fertilizzanti, e questi ultimi condizionano a loro volta le rese agricole della stagione successiva (FT, 2026). Come sintetizza Ravi Menon, alla guida della banca centrale di Singapore, il cambiamento climatico è il fattore di rischio più rilevante per l'interruzione ricorrente delle catene di fornitura (Bloomberg, 2026).

Pericolo inassicurabilità: gli eventi estremi minacciano anche la stabilità finanziaria

Gli stessi impatti sono rilevanti anche per la stabilità finanziaria, trasmettendosi principalmente attraverso il canale assicurativo. Verisk stima in 450 miliardi di dollari la perdita media annua attesa da catastrofi naturali nei prossimi anni, di cui fino al 62% non assicurato: circa 279 miliardi l'anno ricadranno direttamente su famiglie, imprese e bilanci pubblici. In Europa il divario di protezione è più ampio, come illustra la stagione degli incendi spagnola del 2025: circa 5 miliardi di euro di perdite economiche, di cui soltanto il 20% coperto da assicurazione secondo il broker Marsh, con perdite climatiche che, secondo le stime, raddoppiano ogni otto-nove anni. Determinante, più del livello delle perdite, è la reazione dell'offerta: Aon descrive un settore che sta valutando attivamente in che misura l'aumento delle temperature rappresenti un cambiamento fondamentale del panorama del rischio catastrofale europeo, e negli Stati Uniti la ritirata è già nei portafogli, con State Farm che dal 2024 non rinnova 72.000 polizze in California (Bloomberg, 2026; FT, 2026).

Uno studio sui mancati rinnovi delle polizze casa statunitensi tra il 2018 e il 2023 ha rilevato che un punto percentuale in più nel tasso di non rinnovo si associa a 0,91 punti percentuali in più nel tasso di pignoramento — negli Stati Uniti la copertura assicurativa è condizione del mutuo — e, a valle, a cali significativi dei prezzi immobiliari e delle vendite a livello locale. L'allora presidente della Federal Reserve,

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Jerome Powell, ne aveva anticipato l'esito davanti al Congresso, sottolineando che tra dieci o quindici anni ci saranno regioni del Paese in cui non si potrà ottenere un mutuo (FT, 2026).

Per gli emittenti, il meccanismo è analogo e agisce su entrambi i lati del bilancio. Senza copertura assicurativa un asset fisico perde la propria funzione di garanzia: il finanziamento diventa più costoso o indisponibile e il valore di iscrizione va rivisto, ragione per cui il repricing degli asset fisici negli stati patrimoniali è il canale più diretto fra rischio fisico e valutazioni finanziarie. Sul conto economico gli effetti sono quelli documentati quest'estate: minore produttività del lavoro sotto stress termico, costi delle interruzioni operative — fermi produttivi, energia importata a prezzi maggiorati — e rincaro delle forniture per la minore reperibilità di input chiave, acqua e capacità logistica in primo luogo.

A questi effetti visibili se ne aggiunge uno che i bilanci non registrano ancora: il costo dell'acqua come input produttivo. FAIRR, network di investitori istituzionali che produce ricerca sul settore agroalimentare, stima che lo stress idrico cronico imponga già oggi 6,4 miliardi di dollari di costi nascosti annui alle diciotto maggiori società zootecniche quotate, attraverso il rincaro dei mangimi e l'approvvigionamento idrico alternativo. L'esposizione riguarda anche i settori percepiti come immateriali: oltre un terzo dei tremila data center europei si trova in aree ad alto o altissimo stress idrico secondo il World Resources Institute, e nelle annate siccitose la competizione per la risorsa aumenta il rischio di interruzioni industriali, blackout e perdite agricole; circa un terzo della capacità installata europea utilizza oggi raffreddamento non ad acqua, e i sistemi a circuito chiuso si stanno rapidamente diffondendo nel Sud dell'Europa (FT, 2026).

L'inassicurabilità non resta confinata ai bilanci privati, ma tende a trasferirsi su quelli pubblici. Il rischio incendio è oggi escluso dai regimi pubblico-privati di compensazione catastrofale di Spagna e Francia, e Fitch osserva che si porrà la questione di estenderli a questo e ad altri pericoli climatici; in California la ritirata degli assicuratori ha già spinto molte famiglie sul FAIR Plan, l'assicuratore pubblico di ultima istanza, che dagli incendi del gennaio 2025 fronteggia circa 4 miliardi di dollari di perdite stimate. Ogni ampliamento della garanzia pubblica equivale a una passività contingente che si somma a pressioni di spesa già in atto per invecchiamento e difesa. Con un rapporto medio fra debito pubblico e prodotto stabilmente sopra il 100% nelle economie avanzate, la dinamica climatica contribuisce ad accrescere la pressione sui rendimenti sovrani — rendendo più probabili episodi ricorrenti e disordinati di vendita sul mercato obbligazionario (Bloomberg, 2026; FT, 2026).

IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia