Outlook Macroeconomico Mensile

Ottobre 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

- Il sell-off obbligazionario, l'allargamento dei differenziali sovrani europei e la crisi di credito delle società legate all'IA si sono mossi insieme, anche in direzione opposta all'andamento del mercato azionario.
- La Francia è l'epicentro europeo della crisi e guida l'allargamento degli spread nell'Eurozona. La difficoltà dell'aggiustamento è strutturale: la spesa pubblica francese supera di circa otto punti di PIL la media dell'Eurozona e lo scarto è quasi interamente protezione sociale. Complicano il clima le violente manifestazioni di piazza, mentre Le Pen ha presentato un piano di consolidamento fiscale più aggressivo rispetto alle posizioni del passato.
- Il rialzo dei tassi nel corso dell'anno ha avuto natura diversa sulle due sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti il movimento deriva quasi interamente dai tassi reali, in Europa il motore è opposto: l'inflazione a settembre ha superato il 3,7% atteso, il mercato europeo non chiede un rendimento reale più alto, ma teme che l'inflazione non rientri perché giudica poco efficace l'azione della Banca centrale.
- Sul mercato del credito, è cresciuto lo scetticismo per i grandi finanziamenti degli hyperscaler, il costo della protezione ha toccato massimi storici non solo sui nomi più rischiosi ma anche su emittenti considerati sicuri. Il CDS è diventato il principale termometro del sentiment e il mercato si concentra sul suo livello e sul flusso di cassa libero.
- Lo scetticismo sull'IA è diventato in ottobre una questione di bilancio, trasmettendosi al mercato del credito. Con i rendimenti in salita, il mercato ha iniziato a distinguere, premiando cassa, margini e basso indebitamento. Un problema crescente è anche l'opposizione bipartisan della cittadinanza alla costruzione di nuovi data center.
- La stagione degli utili si apre in questi giorni con attese per il terzo trimestre che indicano una crescita degli utili dell'S&P 500 intorno al 30% annuo. L'energia contribuisce per circa il 120% e la tecnologia per il 60%, con industriali e materiali a doppia cifra. L'osservazione più interessante è che la robustezza degli utili ha prodotto un derating significativo della tecnologia americana e dei Magnifici Sette.
- Sulle materie prime, proseguono le tensioni sui prodotti raffinati e sul gas europeo: le importazioni di gasolio e le scorte sono sui minimi dal 2012. La tensione sul diesel cresce dopo sette mesi consecutivi di calo della produzione mondiale, le forniture russe sbloccate dalla sospensione delle sanzioni non sposteranno sensibilmente i prezzi. Sul greggio, il traffico attraverso Hormuz ha recuperato buona parte dei flussi prebellici, ma i costi sono cambiati e resta il nodo della capacità di raffinazione distrutta.

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 componente persistente dell'inflazione dei beni alimentari del 2026 è di natura climatica, condizionata da temperature, siccità o precipitazioni senza precedenti. C'è quindi da attendersi shock climatici e geopolitici di offerta ricorrenti sulle catene del valore strategiche, tra cui quelle alimentari ed energetiche, tali da condizionare in modo sistematico le aspettative di inflazione. Al crescere della probabilità di interruzione delle catene del valore, cresce anche l'incentivo a prezzare in modo esplicito la sicurezza degli approvvigionamenti. Il prezzo del cibo, inoltre, è un tema sensibile politicamente, al centro del confronto elettorale su entrambe le sponde dell'Atlantico.
- I dati BloombergNEF descrivono i capitali per la transizione energetica in crescita ma insufficienti. Negli Stati Uniti, gli investimenti nelle tecnologie pulite continuano a crescere, nonostante le forti resistenze politiche, mentre sul mercato delle obbligazioni verdi, Europa e Cina compensano il ritiro statunitense. Nel primo semestre 2026, le emissioni europee hanno toccato il record di 242 miliardi di dollari, avviandosi a coprire quasi due terzi del totale globale, con un valore aggregato atteso oltre il record del 2024.

Sul prezzo del denaro convergono tre shock diversi: la Francia è l'epicentro europeo della crisi

La crisi in Francia, il finanziamento degli hyperscaler e la mancata risoluzione delle tensioni geopolitiche: nel mese di ottobre, questi tre shock di natura completamente diversa convergono tutti sullo stesso punto, ossia il prezzo del denaro a lunga scadenza. Il sell-off obbligazionario, l'allargamento dei differenziali sovrani europei e la crisi di credito che ha colpito le società dell'intelligenza artificiale si sono mossi insieme e nell'ultima settimana si sono mossi anche in direzione opposta all'andamento del mercato azionario, riportando una dinamica di mercato che non si osservava da mesi.

Il quadro dei prezzi dà la misura. Il decennale americano ha toccato il 5,34% il 1° ottobre, massimo dal 2002, con il trentennale al 5,68% e il trentennale britannico sopra il 6% per la prima volta dal 1998. In Europa il decennale francese si è avvicinato al 5%, livello che non si vedeva dal 2002, con lo spread contro Bund a quota 150 punti base: il differenziale più ampio dal 2012. Il Brent è intorno ai 110 dollari, massimo da cinque mesi e in rialzo di circa l'80% da inizio anno, mentre l'inflazione dell'Eurozona ha accelerato al 3,8% a settembre dal 3,2% di agosto e il CPI core americano ha sorpreso al rialzo.

La Francia è indubbiamente l'epicentro europeo della crisi, guidando l'allargamento degli spread sovrani all'interno dell'Eurozona. La meccanica di mercato si è deteriorata: secondo Allianz Research la profondità del mercato degli OAT è inferiore di oltre il 50% rispetto alla norma e la volatilità realizzata dello spread si colloca al novantesimo percentile storico. Il quadro fiscale è altrettanto severo: debito a 3.600 miliardi di

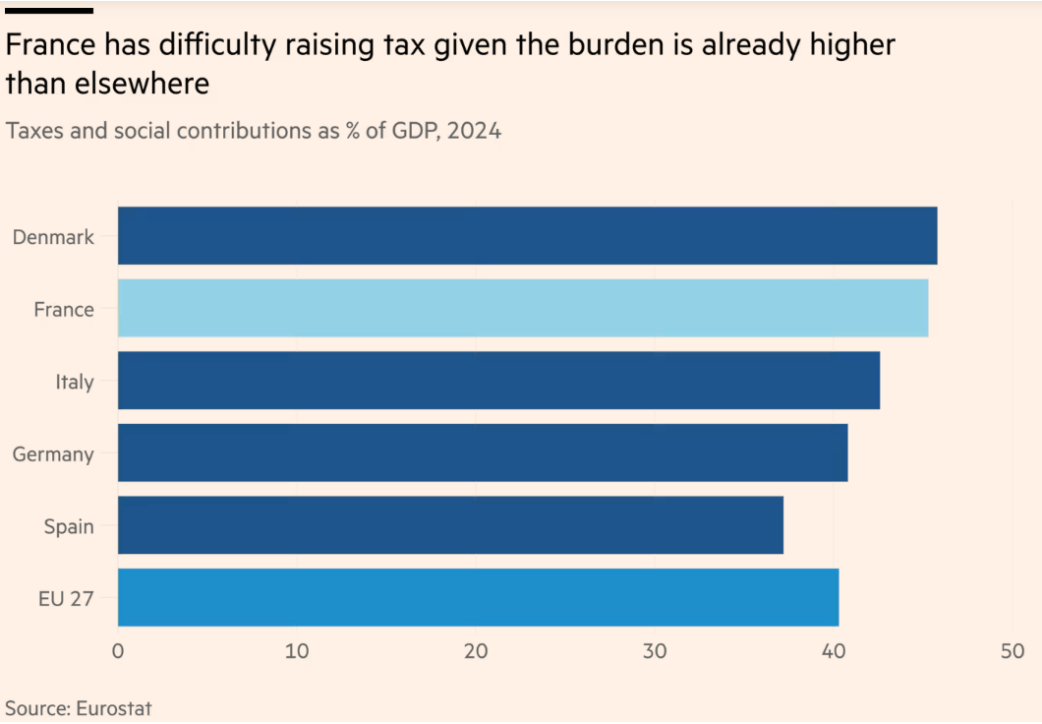
IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

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

euro, pari al 119% del prodotto e atteso verso il 122% nel 2027, disavanzo 2026 al 5,4%, fabbisogno dello Stato a un record di 339,7 miliardi e servizio del debito in salita a 72,9 miliardi.

La difficoltà dell'aggiustamento è strutturale, e questo spiega perché il mercato dubiti della soluzione politica. La spesa pubblica francese supera di circa otto punti di prodotto la media dell'Eurozona, e lo scarto è quasi interamente protezione sociale: le sole pensioni valgono il 14,8% del PIL contro il 12,2% medio e la sanità l'11,8% contro il 10,2%, cui si aggiungono sussidi per disoccupazione, abitazione e reddito minimo più generosi della norma europea. Il punto scomodo è che l'eccesso di spesa pubblica persiste nonostante una pressione fiscale già tra le più alte dell'area: impossibile quindi portare il bilancio dello Stato verso il consolidamento senza una rigorosa politica di taglio della spesa.

Grafico 1



Fonte: Eurostat, 2026.

Il governo Lecornu ha presentato il 1° ottobre un bilancio 2027 che punta a ridurre il disavanzo al 5,0% con una correzione di circa 54 miliardi, di cui 43 di nuovi risparmi, basata sul tetto all'indicizzazione delle pensioni, sul congelamento delle retribuzioni pubbliche e sulla stretta sulle indennità di malattia; senza questi interventi il deficit salirebbe verso il 6,5%, tenendo uno scenario di crescita all'1% per il 2027, che,

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

tuttavia, l'Alto Consiglio delle Finanze Pubbliche ha giudicato un'ipotesi particolarmente ottimistica. Lecornu guida un governo di minoranza e, dal momento che il Partito Socialista contesta i tagli alla sanità e il limite all'indicizzazione delle pensioni sopra i 1.260 euro mensili, resta l'ipotesi del ricorso all'articolo 49.3, che trasforma il bilancio in un voto di fiducia. Il precedente è istruttivo: nel dicembre 2024 Barnier lo utilizzò sulla previdenza, sinistra e Rassemblement National conversero, la mozione di sfiducia passò e il governo cadde, con la Francia che entrò nel 2025 senza bilancio.

A complicare il clima, la Francia è stata oggetto di violentissime manifestazioni di piazza, iniziate con scioperi studenteschi contro i tagli nella spesa per l'istruzione e fomentate dai partiti politici estremisti. Le proteste dello scorso fine settimana hanno raccolto tra 550 e 800 mila persone secondo le stime di Ministero dell'Interno e sindacati, contro un picco precedente di 250-440 mila, con violenze diffuse e 2.397 arresti; una nuova mobilitazione è convocata per il 5 novembre. Il CAC 40 ha ceduto l'1,4%, con Société Générale a -2,7%, BNP Paribas e Crédit Agricole intorno a -2,5% e LVMH a -2,2% dopo i saccheggi; dai massimi di agosto le tre grandi banche francesi perdono tra il 18% e il 23% contro l'8% dell'indice bancario europeo. A prescindere dalle conseguenze sull'ordine pubblico, l'effetto di un tale surriscaldamento sociale pesa sulla capacità del Parlamento di approvare una manovra restrittiva: è poco credibile che un governo che si prepara ad una dura campagna elettorale corra il rischio di accelerare i tagli, seppur decisamente necessari, alla spesa sociale.

Sul piano politico, l'elemento nuovo è la conversione fiscale del Rassemblement National. Marine Le Pen ha presentato un piano di consolidamento nettamente più aggressivo rispetto alle posizioni del passato, con 140 miliardi di risparmi netti annunciati entro il 2032 contro i 125 precedentemente ipotizzati, gran parte concentrati nei primi tre anni, l'obiettivo di riportare il disavanzo sotto il 3% entro il 2030 e istituire una regola d'oro costituzionale, sul modello dello *Schuldenbremse* tedesco. Il documento presentato da Marine Le Pen indica il 3,7% di disavanzo per il 2027, cioè una correzione draconiana da 1,3 punti di prodotto, da realizzare mantenendo quasi tutti i tagli fiscali immediati e compensandoli con 141 miliardi di nuove entrate, alcune stimate molto generosamente. Poiché inoltre, anche con una maggioranza assoluta, il bilancio non potrebbe essere rettificato prima dell'estate 2027, il piano appare oggettivamente poco realistico.

Sulla possibilità di un intervento della BCE per raffreddare le tensioni sugli spread la risposta è negativa nel breve termine. Gli strumenti esistono: l'OMT, che richiede però un programma ESM politicamente tossico per un Paese delle dimensioni della Francia e il Transmission Protection Instrument, illimitato ma subordinato al rispetto del quadro fiscale europeo. L'intervento della BCE deve avvenire nell'ambito dei trattati europei (in particolare dell'articolo 123 che esplicita il divieto di finanziamento monetario dei Paesi membri e la sentenza della Corte di giustizia europea sul caso Gauweiler che limita la legalità degli acquisti

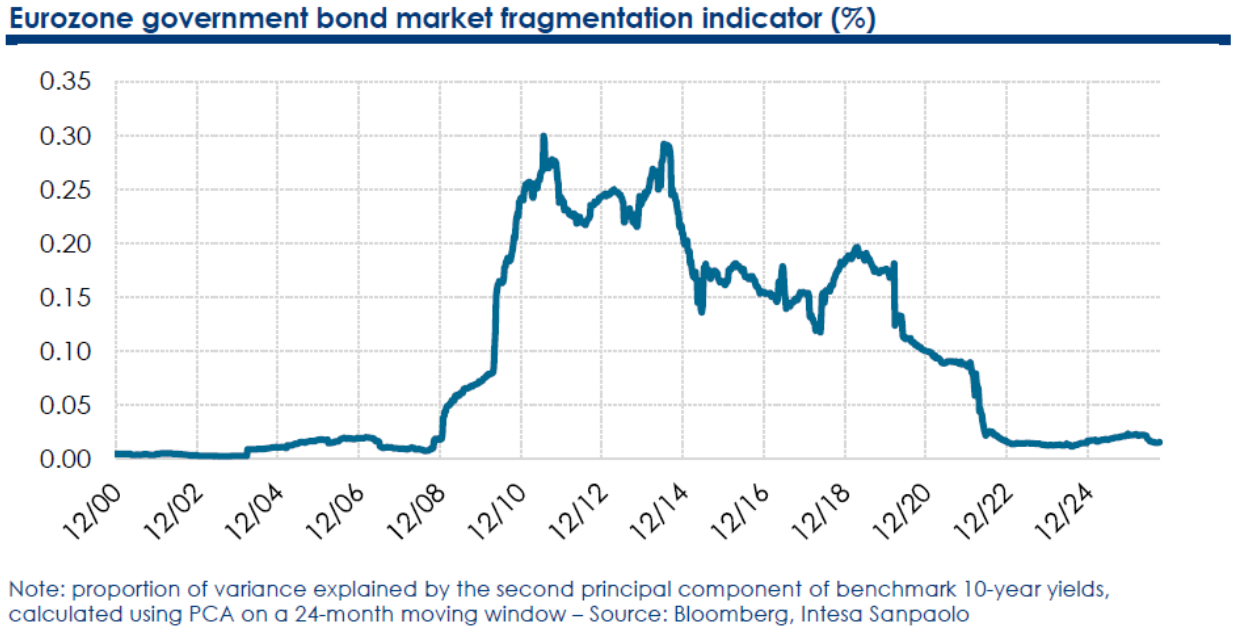
IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

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

di titoli di stato di Paesi membri da parte della BCE se questi rientrano nell'obiettivo di politica monetaria, sono proporzionali ed esistono concrete salvaguardie contro l'azzardo fiscale).

Storicamente la BCE non ha mai attivato né l'OMT né il TPI, pur avendo fatto ricorso in passato ad altri strumenti — dal Securities Market Programme del 2010-11 ai due rifinanziamenti trentaseimensili del dicembre 2011 e del febbraio 2012, fino alla flessibilità del PEPP nel 2020 e nel 2022 — ed è intervenuta con annunci-chiave solo con spread mediamente superiori ai 400 punti base, con le sole eccezioni del 2020 e del 2022, e dopo che il Paese assistito aveva assunto impegni correttivi credibili. La Francia è inoltre sotto procedura per disavanzo eccessivo dal 2024, sospesa in giugno ma verosimilmente destinata a essere riattivata alla luce del bilancio 2027, il che ne comprometterebbe l'ammissibilità al TPI. Joachim Nagel ha ribadito il 1° ottobre che gli strumenti della BCE tutelano la stabilità dei prezzi e non determinati livelli di spread, e il Governatore della Banque de France Moulin il 7 ottobre ha definito seria la situazione francese ma non tale da giustificare un intervento. Il precedente più calzante non è il 2011-12 ma l'Italia del 2018, quando lo spread superò i 330 punti base senza alcun intervento e rientrò solo quando il governo corresse la rotta: in altre parole, prima di essere aiutata, la Francia dovrà aiutarsi da sola.

Grafico 2



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, 2026.

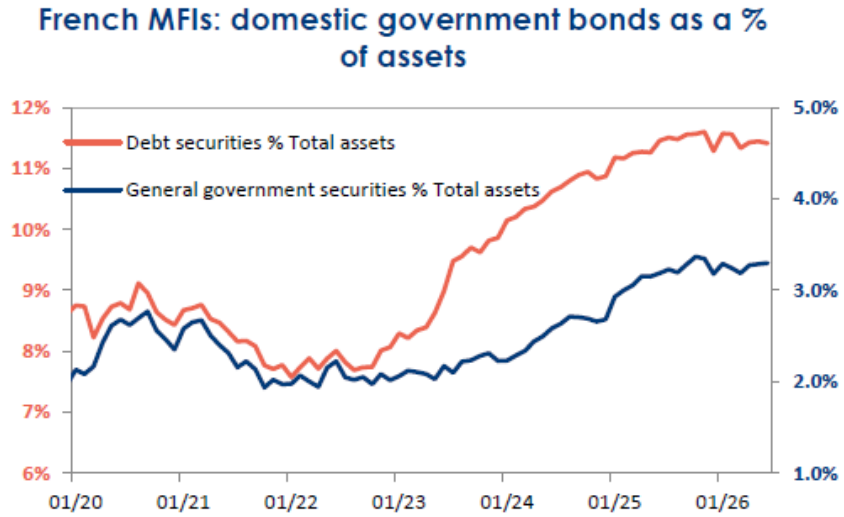
Un potenziale punto di forza relativo della Francia è la bassa allocazione al debito domestico relativamente agli asset totali del sistema finanziario: nei portafogli delle banche francesi c'è in media solo il 3,3%

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

investito in OAT contro il 12% di allocazione in BTP delle banche italiane. Negli ultimi due anni, a partire dalla crisi politica dell'estate del 2024, le banche francesi hanno iniziato ad incrementare la quota di governativo domestico, comprando 62 miliardi di euro tra giugno 2024 e agosto 2026.

Grafico 3



Fonte: Bloomberg, 2026.

Un fenomeno interessante riguarda però la diversa percezione del mercato di Stato e imprese. Circa 215 miliardi di obbligazioni societarie francesi, il 38% dell'intero investment grade nazionale, trattano oggi a rendimenti inferiori a quelli dei titoli di Stato di pari scadenza, con un aumento di quasi diciotto volte da inizio anno; Santander arriva a calcolare che quasi la metà del credito francese abbia trattato dentro la curva OAT nel corso delle ultime settimane, con Sanofi a sessantotto punti base sotto lo Stato e L'Oréal, Air Liquide e Airbus su livelli analoghi. Il caso emblematico è quello di Air Liquide, che ha raccolto circa 12,5 miliardi di ordini per un'emissione da 2 miliardi collocata a rendimenti inferiori a quelli dei titoli sovrani.

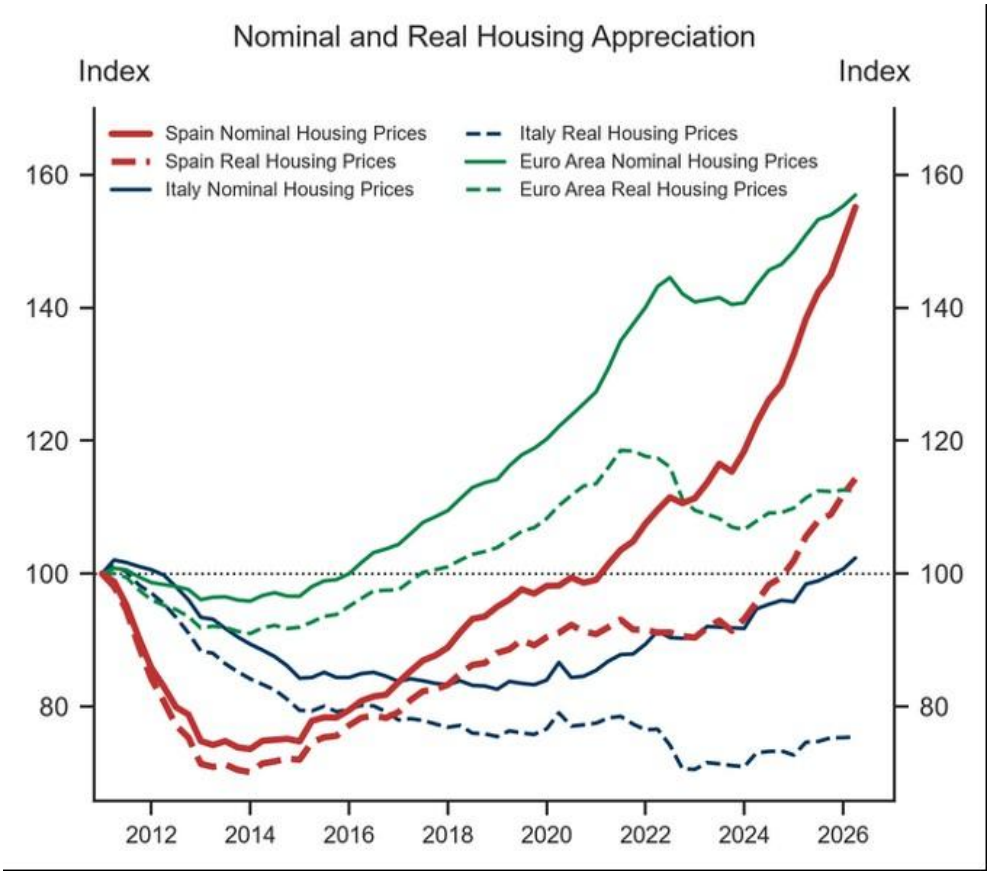
Il contrasto con la Spagna è istruttivo e dimostra che il mercato sta discriminando anziché vendere l'Europa in blocco. Sánchez ha convocato elezioni anticipate per il 29 novembre dopo la bocciatura dei provvedimenti sulla casa, eppure i Bonos non hanno registrato una sottoperformance significativa, anche perché la mossa era attesa. La ragione di fondo è che la Spagna arriva da anni di crescita superiore alla media nonostante gli shock energetici e tre anni senza bilancio approvato, con uno dei profili fiscali più solidi tra i grandi mercati sviluppati e un debito atteso in discesa verso il 95% del prodotto entro il 2030. La crisi nasce dall'incremento dei prezzi degli immobili e degli affitti, anche a causa di una migrazione netta molto forte che ha accelerato la domanda a fronte di un'offerta ferma, e i sondaggi indicano un probabile

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

governo di centrodestra orientato al consolidamento. Dopo quattro anni di governo di minoranza, una maggioranza chiara potrebbe addirittura favorire un re-rating del debito spagnolo: l'esatto opposto del caso francese, dove la politica peggiora il quadro fiscale anziché migliorarlo.

Grafico 4



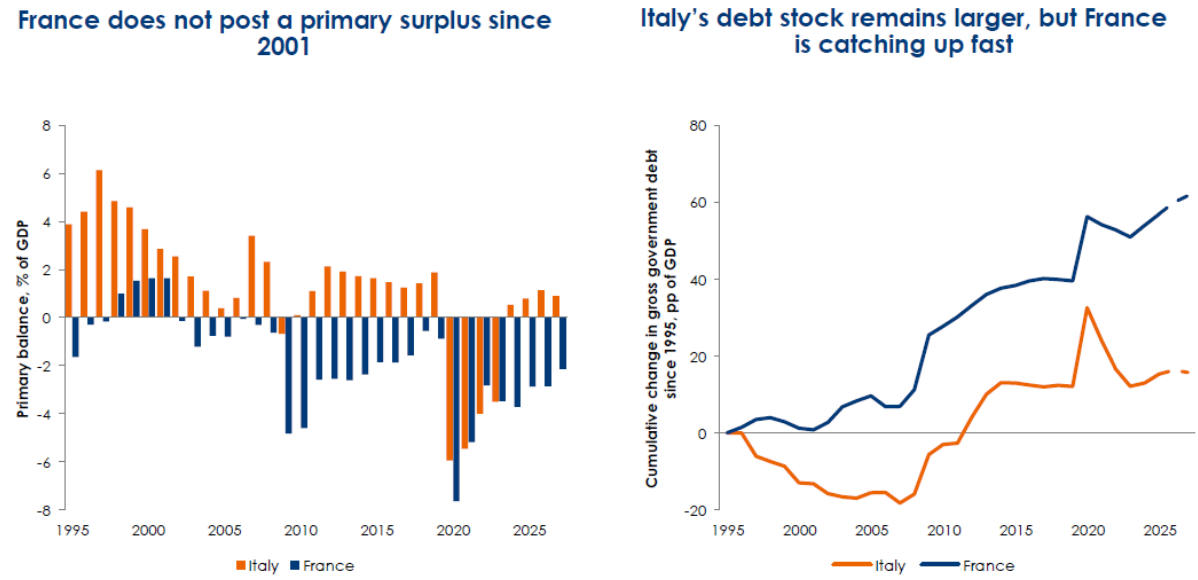
Fonte: Bloomberg, 2026.

Anche l'Italia si colloca dal lato favorevole del confronto. Il Ministro dell'Economia ha annunciato un disavanzo in discesa al 2,9% nel 2026, in risalita al 3,4% nel 2027 per il ricorso alla clausola nazionale su energia e difesa, con il governo che punta comunque a uscire dalla procedura per disavanzo eccessivo il prossimo anno poiché il saldo al netto di tali spese resterebbe sotto il 3%; il debito è però atteso in calo solo dal 2028. Rimane ovviamente il fatto che l'allargamento degli spread si è mosso in maniera ben correlata al rapporto debito/PIL di partenza e la curva italiana ha vissuto un contagio significativo a seguito dell'avvitamento della crisi francese, tornando su livelli di differenziale superiori a 100-110 punti base sul decennale tedesco.

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: Intesa Sanpaolo, Eurostat, 2026.

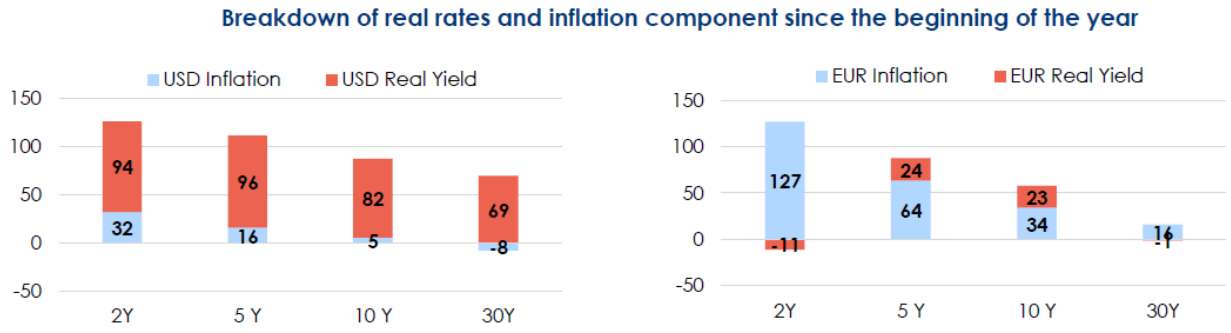
Inflazione nell'Eurozona e in USA: due dinamiche diverse

Il rialzo dei tassi che si è avuto nel corso dell'anno ha avuto natura diversa sulle due sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti il movimento è quasi interamente derivante dal rialzo dei tassi reali: tra il 2 gennaio e il 9 ottobre il decennale è salito di 1,05 punti percentuali, di cui 0,97 attribuibili al rendimento reale dei TIPS e appena 0,08 al breakeven di inflazione, con il reale passato dall'1,94% al 2,91% mentre il breakeven si muoveva dal 2,25% al 2,33%; sulle scadenze a cinque e venti anni i tassi reali spiegano tra il 93% e il 95% del movimento. L'interpretazione prevalente è che si tratti di un riprezzamento dei tassi di policy reali attesi più che di un aumento del premio a termine, sospinto da due forze: la competizione per il capitale, che alza il tasso neutrale, e l'economia in accelerazione sostenuta da consumi, corporate profits ed espansione fiscale. Infine, la percezione di una FED più hawkish delle attese contribuisce a tener fermi i breakeven di inflazione. In Europa il motore è opposto. L'inflazione dell'Eurozona ha accelerato al 3,8% a settembre dal 3,2% di agosto, sopra il 3,7% atteso, con i servizi al 3,2% dal 3,0% e il core al 2,5%; le aspettative di inflazione dei consumatori rilevate dalla BCE sono salite al 3,0% in agosto e il consenso attende un ulteriore incremento al 3,2% nella rilevazione del 23 ottobre. Il mercato europeo, in altre parole, non chiede un rendimento reale più alto, ma teme che l'inflazione non rientri in quanto, essendo principalmente indotta da shock di offerta, si giudica poco efficace l'azione della Banca centrale.

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 6



Source: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo, 2026.

Nel suo intervento a Bangkok, la Presidente Lagarde ha dichiarato che il sell-off obbligazionario sta rendendo il credito più costoso nell'area euro, e questo rallenterà la crescita e ridurrà la trasmissione dei rincari energetici più di quanto proiettato a settembre. Si tratta di un riconoscimento esplicito che il mercato sta svolgendo parte del lavoro della banca centrale. Il mercato ha di conseguenza ridimensionato le attese a tre ulteriori rialzi entro fine 2027, dai quattro precedentemente prezzati.

Negli Stati Uniti il quadro è più ambiguo. Warsh, alle riunioni del Fondo Monetario a Bangkok il 16 ottobre, non ha dato alcun segnale sulla riunione di ottobre e le probabilità implicite per un rialzo sono scese sotto il 15% da circa il 27%, mentre dicembre resta sopra il 90%. Le minute del FOMC hanno però restituito un tono assai più restrittivo di quanto il mercato avesse assunto, con tutti e diciannove i partecipanti a sostegno del rialzo di settembre e la maggioranza a giudicare appropriato un ulteriore aumento entro l'anno. I dati divergono: i nuovi occupati di settembre si sono fermati a 29 mila contro i 90 mila attesi, con disoccupazione al 4,2%, ma il CPI core è salito dello 0,3% mensile contro lo 0,2% atteso, con l'inflazione core trimestrale annualizzata accelerata al 3,41% dall'1,97%. Il rischio maggiore sembra essere non quando avverrà effettivamente il prossimo rialzo ma quanto sarà il tempo necessario prima di poter davvero abbassare i tassi.

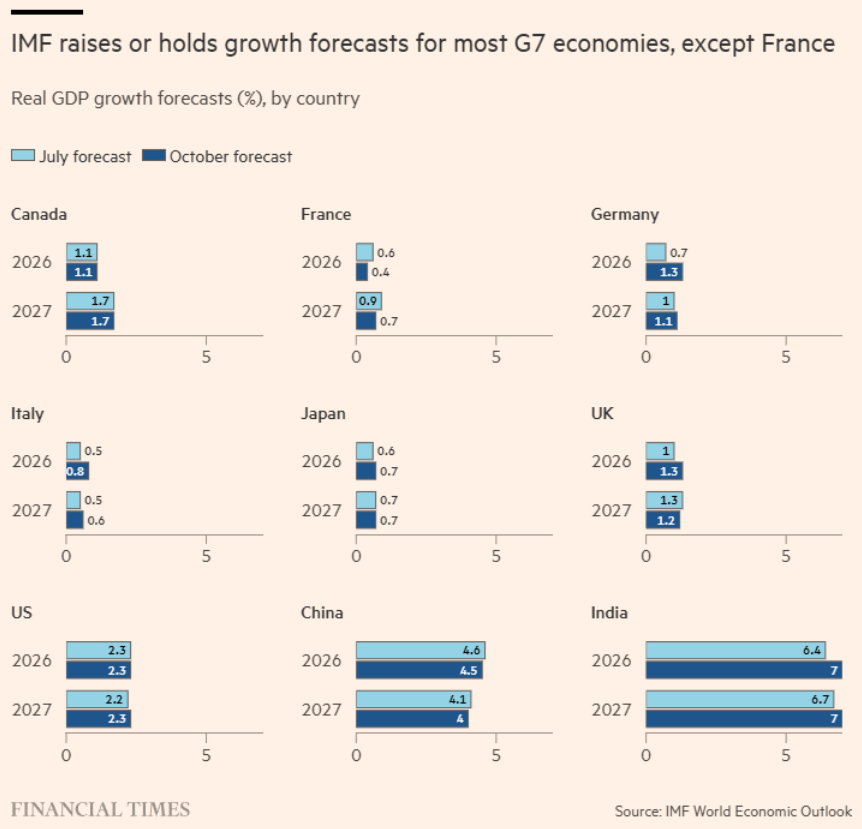
Il Fondo Monetario, nel World Economic Outlook, descrive un'economia mondiale tirata simultaneamente in due direzioni: uno shock negativo di offerta energetica prodotto dalla guerra nel Golfo, ormai all'ottavo mese, e uno shock positivo di domanda generato dagli investimenti in intelligenza artificiale, con effetto combinato molto disomogeneo tra Paesi. Sul lato positivo, gli investimenti globali in AI come quota del prodotto supereranno probabilmente quanto a suo tempo destinato a ferrovie, rete elettrica e telecomunicazioni, l'hardware e i prodotti collegati valgono già oltre un decimo del commercio mondiale

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

di merci, e il Fondo stima che l'AI possa aggiungere fino a mezzo punto alla crescita mondiale annua. Sul lato fiscale il messaggio è severo: l'indebitamento netto delle economie avanzate raggiungerà il 5,2% del prodotto quest'anno, massimo dal 2021, con i disavanzi di Stati Uniti e Cina all'8% o oltre, in deterioramento rispetto ad aprile. La frase che più ci ha colpito è che per diciassette anni i governi hanno avuto vita facile perché i tassi restavano sotto il tasso di crescita, e che i tassi più alti hanno posto fine a quella stagione. In controtendenza, il WTO ha alzato la stima di crescita del commercio mondiale di merci al 3,9% dall'1,9% di marzo, proprio grazie all'intelligenza artificiale.

Grafico 7



Fonte: IMF World Economic Outlook, 2026.

Crisi di fiducia verso hyperscaler ed intelligenza artificiale

Sul mercato del credito, nel mese è cresciuto lo scetticismo per i grandi finanziamenti degli hyperscaler e dell'ecosistema AI nel suo complesso: il dato più significativo non è il livello degli spread ma il volume dei derivati di protezione: oltre 9 miliardi di dollari di credit default swap legati alle obbligazioni di Oracle,

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

SpaceX, Alphabet, Amazon, Meta, Broadcom e Nvidia scambiati in media ogni settimana a settembre, contro meno di 2 miliardi a luglio, con i volumi sugli indici CDS corporate americani che hanno già superato l'intero 2025. Il costo della protezione ha toccato massimi storici non solo sui nomi più rischiosi ma anche su emittenti considerati sicuri come Microsoft. Il CDS è diventato il principale termometro del sentiment verso il finanziamento degli hyperscaler e il mercato sembra concentrarsi in maniera sempre più esclusiva su livello dei CDS e flusso di cassa libero.

Grafico 8



Fonte: Morgan Stanley Research, 2026.

Il caso limite è CoreWeave, società che costruisce e affitta capacità di calcolo. Il suo CDS quinquennale ha raggiunto quota 1.117-1.194 punti base, livello che il mercato associa a una situazione di dissesto, mentre le obbligazioni con scadenza 2032 sono arrivate a rendere circa il 15%. I conti spiegano perché: nel secondo trimestre la società ha sostenuto 640 milioni di dollari di interessi netti contro 267 dell'anno precedente, registrando una perdita netta di 626 milioni. Il titolo ha ceduto circa un quarto del proprio valore in una settimana, trascinando gli altri operatori del segmento — Nebius, IREN, TeraWulf, Applied Digital — e anche Oracle, il cui CDS a cinque anni è salito in area 282-300 punti base dai 144 di inizio anno.

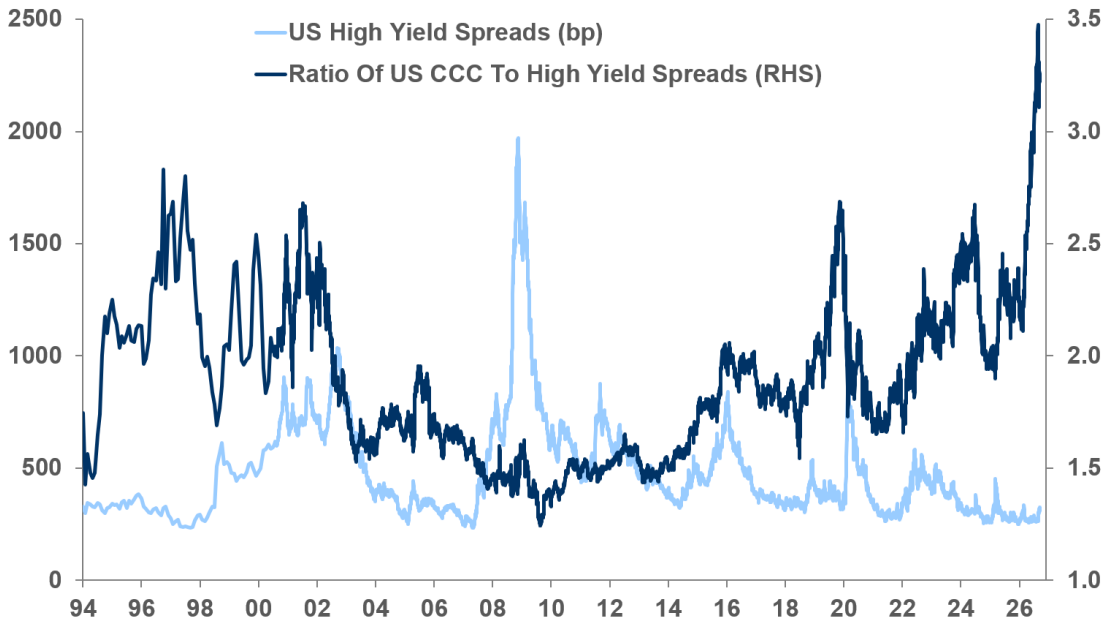
IMPact SGR S.p.A.
Via Filippo Turati 25, 20121 Milano
+39 02 38255100
impact@impactsgr.it
www.impactsgr.it

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

Il mercato del credito, storicamente più sensibile ai problemi di finanziamento rispetto a quello azionario, ha iniziato a porre domande più difficili, proprio perché, se è vero che un portafoglio ordini miliardario rappresenta promesse di ricavi futuri, gli interessi passivi sono un problema del presente.

In aggregato il credito tiene ancora, con gli spread high yield americani appena al sedicesimo percentile storico; ma nei segmenti più deboli la storia cambia, perché i CCC hanno chiuso sopra i 1.000 punti base, massimo dal 2023 e settantasettesimo percentile, con il rapporto tra CCC e high yield complessivo su un record assoluto. Inoltre, il peso della componente di credito nel rendimento all-in è sceso ai minimi storici sia in euro sia in dollari e i rendimenti totali risultano negativi da inizio anno su entrambe le valute. Esiste inoltre un rischio tecnico europeo legato ai fondi a scadenza definita, cosiddetti "*fixed-maturity*", la cui crescita netta si è fermata nonostante 156 nuovi lanci nel primo semestre: una mancata ripresa della raccolta metterebbe sotto pressione soprattutto la parte breve e il tratto intermedio delle curve di credito.

Grafico 9



Fonte: Morgan Stanley

Lo scetticismo sull'intelligenza artificiale, che fino all'estate riguardava le valutazioni, è diventato in ottobre una questione di bilancio, trasmettendosi al mercato del credito. Finora il tema era trattato quasi come

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 unico blocco: con i rendimenti in salita il mercato ha iniziato a distinguere, premiando cassa, margini e basso indebitamento.

Morgan Stanley ha rilevato 466 miliardi di dollari di emissioni legate all'intelligenza artificiale nei primi nove mesi del 2026, contro 216 miliardi nell'intero 2025. Gartner stima che oltre l'80% delle neocloud possa cessare di operare in modo indipendente entro il 2030 e calcola che i proprietari delle infrastrutture dovrebbero generare circa 8.500 miliardi di ricavi cumulati entro quella data per coprire investimenti, costi finanziari e un rendimento del 12%, contro ricavi attribuibili stimati in 3.600 miliardi.

Va infine segnalato un elemento di circolarità: società che investono nei laboratori di intelligenza artificiale, laboratori che acquistano capacità di calcolo dagli hyperscaler, hyperscaler che contrattualizzano i fornitori di chip e fornitori che finanziano direttamente alcuni clienti, con Nvidia contemporaneamente fornitore e investitore di CoreWeave. Sono rapporti comprensibili in un settore in rapida espansione, ma pongono la domanda su quanta della crescita osservata derivi dalla domanda finale e quanta dagli impegni reciproci tra i protagonisti. Nel prossimo futuro sarà importante monitorare quanta capacità costruita inizierà effettivamente a generare ricavi, quanta crescita sarà finalmente sostenuta da cassa anziché da nuovo debito e se i contratti annunciati si tradurranno in margini stabili e sostenibili.

Un problema crescente è anche l'opposizione bipartisan della cittadinanza alla costruzione di nuovi data center. Nextdc, uno dei principali operatori australiani di data center, è crollata fino al 45% alla Borsa di Sydney il 21 ottobre, dopo aver tagliato drasticamente le previsioni per il 2027. Il problema riguarda il progetto M3 di Melbourne, dove l'opposizione dei residenti ha bloccato i lavori necessari per portare energia elettrica alla struttura. Il potenziamento della capacità è ora rinviato all'esercizio 2028, nonostante la presenza di clienti già contrattualizzati. L'impatto finanziario è pesante: i ricavi attesi per il 2027 scendono da 615-640 a 475-500 milioni di dollari australiani, mentre l'EBITDA previsto passa da 385-410 a 245-265 milioni, un taglio di circa il 36%. Nextdc ha sospeso nuovi progetti e acquisizioni di terreni, sta rivalutando il piano di investimenti e considera la possibilità di invocare clausole di forza maggiore nei contratti interessati. Il caso evidenzia un problema sempre più diffuso nel settore AI: costruire un data center richiede generalmente due o tre anni, mentre ottenere una connessione alla rete elettrica può richiederne oltre sette. Secondo i dati citati da Bloomberg, negli Stati Uniti almeno 106 progetti, per circa 198 miliardi di dollari, sarebbero stati bloccati o ritardati dall'opposizione locale nella prima metà del 2026. La vicenda offre una riflessione importante sull'intero ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale. La domanda di capacità computazionale rimane elevata, ma energia, autorizzazioni, infrastrutture e finanziamenti stanno diventando vincoli sempre più importanti.

Nell'analizzare come il peso dell'intelligenza artificiale sia ormai diventato preponderante per l'economia americana, il Chief Economist di Apollo, Torsten Slok, ha evidenziato il rischio che l'economia americana

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

soffra della cosiddetta “Dutch disease”, la dinamica per cui il boom di un singolo settore (spesso una materia prima) drena risorse dal resto dell’economia e ne rafforza la valuta, finendo per indebolire tutti gli altri comparti.

Nell’ambito di un maggiore scetticismo dei mercati azionari sullo sviluppo tecnologico, si è visto un ritorno della correlazione negativa tra azioni e obbligazioni. Nella settimana centrale di ottobre il Nasdaq ha perso circa il 4,5%, la peggiore da giugno, con il comparto tecnologico in calo di oltre il 6% — la performance settimanale più debole da aprile 2025 — e gli hedge fund che secondo Goldman Sachs hanno venduto la maggiore percentuale di tecnologia mai registrata; l'indice dei semiconduttori ha ceduto l'11,4% e il KOSPI il 14%, mentre i rendimenti obbligazionari scendevano. La circostanza è notevole perché il rally dei Treasury si è prodotto mentre l'inflazione sorprendeva al rialzo, configurazione che suggerisce che il mercato stia iniziando a leggere le tensioni sul credito dell'AI come uno shock di crescita anziché come un tema inflazionistico.

Si apre la stagione degli utili tra crisi energetica, elezioni midterm e reddito fisso

La stagione degli utili si apre in questi giorni con attese per il terzo trimestre che indicano una crescita degli utili dell'S&P 500 intorno al 30% annuo, con l'energia a contribuire per circa il 120% e la tecnologia per il 60%, e industriali e materiali a doppia cifra; per lo STOXX 600 la stima è di circa il 21%, mentre le attese di consenso per il 2027 continuano a essere riviste al rialzo negli Stati Uniti, con un incremento atteso del 14,5%. L'osservazione più interessante è che la robustezza degli utili ha prodotto un derating significativo della tecnologia americana e dei Magnifici Sette: i multipli si sono compressi non perché i prezzi siano crollati, ma perché gli utili sono cresciuti più rapidamente. Resta però il tema dell’ampiezza del mercato. Pur con gli indici in prossimità dei massimi, il 37% dei titoli dell'S&P 500 si colloca almeno il 20% sotto i massimi a dodici mesi, e in Europa la quota è del 34% a fronte di un indice sceso soltanto del 3,6%.

Sul fronte delle materie prime, proseguono le tensioni sui prodotti raffinati e sul gas europeo. Le importazioni europee di gasolio e le scorte nell'area di Amsterdam-Rotterdam-Anversa sono sui minimi dal 2012, il divario tra greggio e gasolio quotato all'ICE è sui massimi storici, e al 28 settembre si registravano carenze di carburante nel 14% dei distributori francesi. Macron ha avvertito sul rischio di penuria di gas, mentre Germania e Paesi Bassi procedono lentamente nella ricostituzione degli stoccaggi e dove il gas fissa il prezzo marginale dell'elettricità i rincari sono forti. Il G7 ha concordato il rilascio fino a 100 milioni di barili di riserve strategiche di greggio e diesel in quattro mesi, dopo i 400 milioni già rilasciati a marzo, su pressione americana.

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 tensione sul diesel si intensifica dopo sette mesi consecutivi di calo della produzione mondiale, con le esportazioni via mare in flessione di 1,4 milioni di barili al giorno, pari al 20% annuo; secondo Goldman Sachs le forniture russe sbloccate dalla sospensione temporanea delle sanzioni da parte dell'Amministrazione americana non sposteranno sensibilmente i prezzi. Sul greggio il traffico attraverso Hormuz ha recuperato buona parte dei flussi prebellici, ma i costi si sono trasformati: il nolo di una petroliera dal Golfo all'Asia è passato da 30 mila a oltre 1,3 milioni di dollari. Resta il nodo della capacità di raffinazione distrutta, ragione per cui il prodotto finito continua a muoversi più del barile.

Il 3 novembre si vota per il rinnovo della Camera e per un terzo del Senato e il tema incrocia direttamente energia e reddito fisso. Alla Camera i mercati predittivi assegnano ai Democratici circa il 90% di probabilità: soltanto 22 seggi sono realmente in bilico, in prevalenza in distretti oggi repubblicani, e con un'approvazione presidenziale intorno al 30% ai Democratici basterebbe vincerne circa la metà; il generic ballot li vede avanti di 8,5 punti, uno spostamento di circa undici punti rispetto al 2024. Il Senato è più combattuto: i Democratici partono da 47 seggi e devono guadagnarne quattro, con margini tra due e quattro punti e mezzo nei principali Stati di svolta, quindi dentro o vicino al margine di errore.

Per il reddito fisso il messaggio potrebbe essere controintuitivo: lo stallo legislativo è generalmente gradito ai mercati obbligazionari, perché la spesa pubblica resta sostanzialmente invariata e il disavanzo non cresce in modo significativo; il veto presidenziale richiede i due terzi di entrambe le camere per essere superato, soglia politicamente irraggiungibile. I rischi veri sono altri due: il tetto del debito, con la data di esaurimento delle risorse del Tesoro collocata tra luglio e settembre 2027, accompagnato dalla sospensione delle statistiche ufficiali in caso di shutdown che lascerebbe anche la Fed con meno informazioni; e il Senato, che conferma i governatori della Federal Reserve, per cui una maggioranza ostile chiuderebbe a Trump la possibilità di orientarla verso tassi più bassi.

In conclusione, si può dire che nel mese il mercato ha ricominciato a mettere un prezzo alla qualità, dopo anni in cui la politica monetaria aveva appiattito quasi tutto. Lo fa sui debiti sovrani, tornando a distinguere in maniera marcata la periferia (vecchia e nuova) e i Paesi "core" e sul credito, separando i CCC dal resto dell'high yield e gli hyperscaler capitalizzati dalle neocloud indebitate.

Oltre la geopolitica: la componente climatica dell'inflazione alimentare è qui per restare

La narrazione prevalente attribuisce i rincari alimentari del 2026 alla geopolitica. La chiusura dello Stretto di Hormuz ha portato il Brent a 108 dollari al barile un mese dopo l'inizio della guerra (+48%) e ha interrotto i flussi di input per i fertilizzanti (JPMorganChase, 2026). Il diesel statunitense è più che raddoppiato da inizio anno e il fosfato è salito del 25-30% da gennaio, ma si tratta di pressioni cicliche e reversibili in caso di cessazione delle ostilità o per via diplomatica: l'urea, salita di quasi l'80% ad aprile, è già tornata ai livelli

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

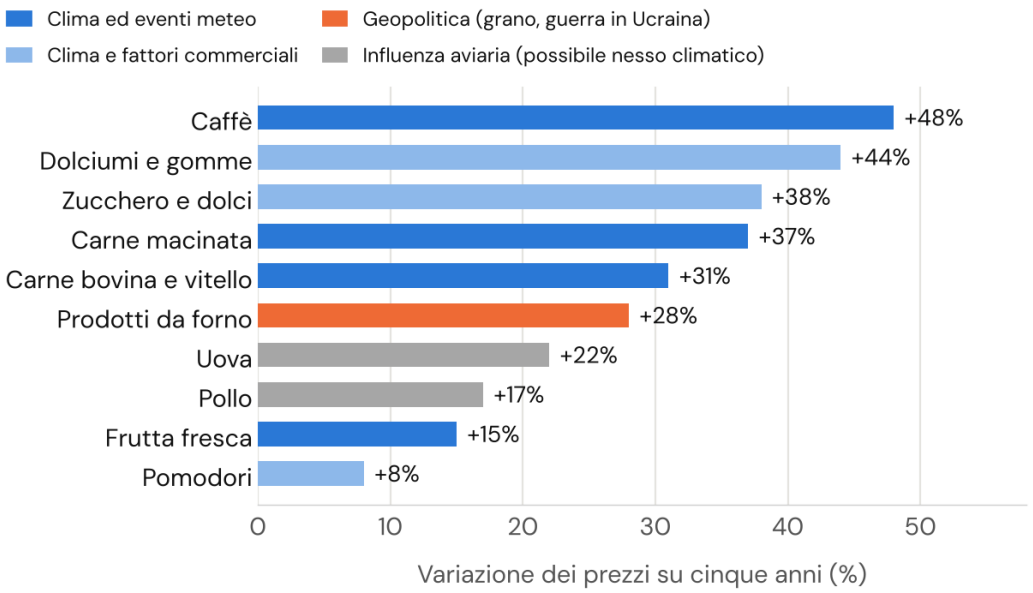
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v.
Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961
Numero REA: MI-2506116 Iscritta all' Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 -
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

di gennaio e i fertilizzanti valgono appena 3 centesimi per ogni dollaro di spesa alimentare statunitense (SMS, 2026). La componente persistente è un'altra, ed è climatica.

Il cambiamento climatico sta accelerando oltre le attese. Ad agosto la temperatura media globale ha toccato 1,65°C sopra il livello preindustriale e l'Europa occidentale ha vissuto l'estate più calda mai registrata (FT, 2026a). Il rapporto Limiting Overshoot delle Nazioni Unite colloca il picco del riscaldamento a 1,8°C anche nello scenario più ottimistico e stima, senza un adattamento efficace, cali fino al 14% della produzione alimentare globale al 2050 (UNEP, 2026). Su questa tendenza si innesta El Niño 2026-27, che secondo quattordici modelli climatici potrebbe superare i precedenti "con un margine sbalorditivo" (Jefferies, 2026): gli scienziati non escludono il primo mese con un'anomalia superiore a 2°C (FT, 2026a).

Gli effetti sui prezzi sono già visibili. Secondo Zero Carbon Analytics, tutti i rincari alimentari documentati nel 2026 tranne uno sono riconducibili a temperature, siccità o precipitazioni senza precedenti: in Francia il mais è rincarato del 16%, le zucchine del 32% e i pomodori del 31%; negli Stati Uniti la carne bovina è salita di quasi il 15% in un anno (Bloomberg, 2026a). Sull'orizzonte quinquennale dei prezzi al consumo statunitensi, tra le voci con i rincari maggiori soltanto i prodotti da forno sono riconducibili in via prevalente a uno shock geopolitico (SMS, 2026).

Grafico 10: Stati Uniti: rincari quinquennali delle principali voci alimentari, per fattore prevalente



Fonte: elaborazione su SMS, dati BLS, 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

El Niño amplificherà la dinamica nel 2027. La BCE stima un aumento fino al 9% dei prezzi delle materie prime alimentari in caso di El Niño forte, con stime più recenti vicine al 15%. Il picco degli effetti su inflazione e crescita è atteso nel 2027, con perdite stimate dal Peterson Institute in circa 686 miliardi di dollari (0,6% del PIL globale), mentre le crisi in Iran e Ucraina hanno già ridotto la resilienza dei sistemi alimentari (Jefferies, 2026). Al 2035 il riscaldamento potrebbe aggiungere fino a 3,23 punti percentuali l'anno all'inflazione alimentare e 1,18 punti a quella complessiva (Bloomberg, 2026a). Clima e geopolitica non sono spiegazioni alternative: la seconda impatta, in modo strutturale e sistemico, un sistema che il primo ha già reso fragile.

Questa dinamica contribuisce a mantenere l'inflazione elevata, senza possibilità di attenuazione, tenuto conto che l'inasprimento degli impatti climatici è determinato da fattori geofisici non reversibili su orizzonti temporali almeno decennali. A settembre l'inflazione dell'area euro è salita al 3,8% dal 3,2%, massimo da tre anni, con la componente core al 2,5% (FT, 2026b); negli Stati Uniti è salita al 3,7% dal 3,4%, con l'inflazione core al 2,6% dal 2,4% e pressioni estese a quasi tutto il paniere (FT, 2026c), mentre l'inflazione PCE, il riferimento della Federal Reserve, resta sopra l'obiettivo del 2% da oltre cinque anni, da marzo 2021 (Fed di St. Louis, 2026). La BCE ha alzato i tassi a giugno e a settembre e il mercato prezza all'85% un ulteriore rialzo a dicembre; la Federal Reserve li ha alzati a settembre per la prima volta in tre anni (FT, 2026b; FT, 2026c).

Se una quota crescente dello shock di offerta è climatica, e dunque ricorrente, le aspettative di inflazione headline e core dovranno tendere ad allinearsi verso l'alto, riducendo lo spazio per trattare gli shock come transitori, approccio che molte banche centrali adottano ancora verso fenomeni climatici ed eventi estremi, come l'attuale El Niño (Jefferies, 2026).

Un tasso di inflazione strutturalmente più alto ha riflessi sui rendimenti governativi: il decennale francese ha toccato il 4,96%, massimo dal 2002 (FT, 2026b), e il FMI, che stima per le economie avanzate un indebitamento netto del 5,2% del PIL nel 2026, avverte che inflazione o timori fiscali potrebbero innescare un brusco rialzo dei rendimenti sovrani (FT, 2026d).

Il prezzo del cibo, come quello dei carburanti, è caratterizzato da un'elevata sensibilità politica. In una prospettiva storica, ci sono innumerevoli esempi del legame tra prezzi alimentari ed energetici ed eventi politici: il rincaro del pane alla vigilia della Rivoluzione francese, le proteste in decine di paesi durante la crisi alimentare del 2007-08, l'impennata dei cereali che ha preceduto le primavere arabe del 2010-11 e, sul fronte dei carburanti, le crisi petrolifere del 1973, quando l'embargo arabo quasi quadruplicò il prezzo del greggio (Federal Reserve History, 2013a), e del 1979, quando la rivoluzione iraniana ne innescò un nuovo raddoppio (Federal Reserve History, 2013b), fino ai gilet gialli del 2018. La guerra in Ucraina del 2022 ha unito i due fronti, con il più ampio shock sulle materie prime dagli anni Settanta, concentrato su energia,

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

cereali e fertilizzanti (Banca Mondiale, 2022), e l'inflazione dell'area euro salita al 10,6% a ottobre (Eurostat, 2022). A fare da innesco, più del livello, è stata la rapidità dei rincari.

Le recenti mobilitazioni contro il carovita in Francia, Italia e Spagna si inseriscono in questa sequenza e il costo della spesa è tornato al centro del confronto elettorale su entrambe le sponde dell'Atlantico: negli Stati Uniti l'opposizione fa leva sul carovita in vista delle elezioni di medio termine, con i salari reali in calo da sei mesi (FT, 2026c). Dove il cibo assorbe circa il 40% del reddito familiare, come in Indonesia e nelle Filippine, la risposta passa per sussidi in deficit e restrizioni all'export (Jefferies, 2026). Il FMI avverte che le pressioni elettorali potrebbero spingere le banche centrali a tollerare un'inflazione sopra l'obiettivo (FT, 2026d), ma i rialzi dei tassi non potranno invertire il calo delle rese agricole indotto da El Niño e dagli impatti del cambiamento climatico sugli shock di offerta e sulla maggior ricorrenza di interruzione delle catene di fornitura di prodotti e servizi ad elevata sensibilità politica.

Al crescere della probabilità che shock climatici e geopolitici interrompano catene del valore politicamente sensibili cresce anche l'incentivo a prezzare in modo esplicito la sicurezza degli approvvigionamenti. Per i minerali critici, l'IEA propone a questo fine la logica del mineral security premium: il costo aggiuntivo della diversificazione, con costi operativi in molti casi superiori di circa il 50% rispetto alle filiere consolidate, va letto come un premio assicurativo contro le interruzioni di offerta. L'ordine di grandezza è contenuto: coprire con fonti diversificate il fabbisogno extra-cinese di terre rare per magneti al 2035 richiederebbe circa 60 miliardi di dollari in dieci anni, e triplicarne il prezzo aumenterebbe il costo di un'auto di appena lo 0,1%. Prezzi minimi, contratti per differenza e requisiti di approvvigionamento diversificato vanno però legati a traguardi produttivi, per non sussidiare progetti non competitivi (IEA, 2026). La stessa logica è estendibile alle altre catene del valore strategiche, a partire da quelle alimentari ed energetiche: quando l'interruzione di una filiera si traduce in rincari rapidi, tensioni sociali e costi fiscali per sussidi e restrizioni all'export, il premio pagato per diversificare fonti, fornitori e rotte logistiche può risultare inferiore al costo atteso dello shock evitato. Per gli investitori significa integrare un premio di sicurezza nei modelli di pricing e di valutazione, giudicando le filiere sulla resilienza e non solo sul costo: una scelta tanto più razionale quanto più gli shock di offerta assumono, come quelli climatici, natura strutturale e ricorrente.

Transizione energetica: i capitali crescono, ma restano insufficienti rispetto agli obiettivi climatici e divergono significativamente tra aree

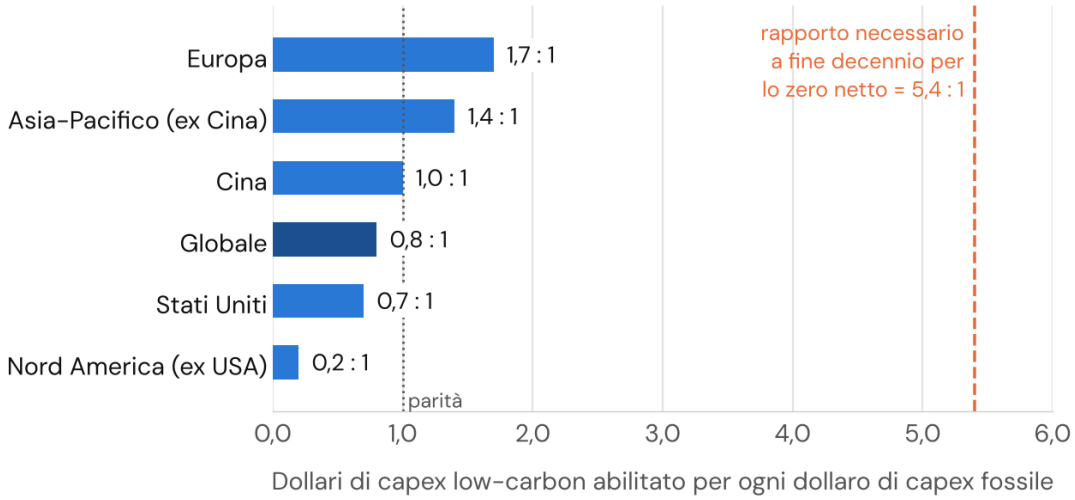
I dati BloombergNEF descrivono capitali in crescita ma insufficienti, destinati a finanziare la transizione energetica. Nel 2025 le banche hanno erogato 0,97 dollari di finanziamenti per l'offerta di energia low-carbon per ogni dollaro destinato ai fossili, a fronte di un rapporto di 4 a 1 necessario in questo decennio; i volumi low-carbon sono cresciuti del 16%, trainati dalle reti elettriche (circa 287 miliardi di dollari) e

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

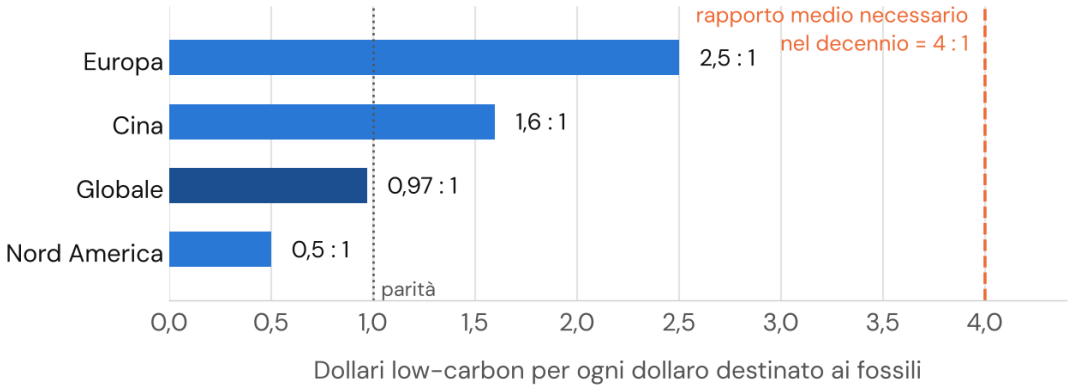
dall'eolico. Il dato aggregato nasconde una forte divergenza: negli Stati Uniti i finanziamenti fossili hanno raggiunto 538 miliardi, quasi il doppio di quelli low-carbon, mentre la Cina ha toccato il record di 288 miliardi low-carbon, +56% (BNEF, 2026a). Anche il rapporto tra capex low-carbon e fossile abilitato da ETF e fondi comuni, al massimo storico di 0,8, resta lontano dal 5,4 a 1 coerente con l'obiettivo di net zero al 2050 (BNEF, 2026b).

Grafico 11: ETF e fondi comuni: rapporto tra capex low-carbon e fossile abilitato, 2025



Fonte: elaborazione su BNEF, 2026b.

Grafico 12: Finanziamenti bancari all'offerta di energia: rapporto low-carbon/fossili, 2025



Fonte: elaborazione su BNEF, 2026a.

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

Anche negli Stati Uniti gli investimenti nelle tecnologie pulite continuano a spingere, nonostante le forti resistenze politiche: BNEF prevede l'installazione record di 89 GW di capacità pulita nel 2026 e ha alzato del 35% la previsione di accumuli al 2036, a 383 GW. A sostenere la corsa sono la scadenza dei crediti d'imposta e la domanda dei data center, che però alimenta anche 67,8 GW di nuova capacità a gas; Meta e Google rappresentano quasi tre quarti degli oltre 15 GW di contratti di fornitura pulita annunciati fino ad agosto (Bloomberg, 2026b).

Sul mercato delle obbligazioni verdi, Europa e Cina compensano il ritiro statunitense. Nel primo semestre 2026 le emissioni europee hanno toccato il record di 242 miliardi di dollari e l'Europa è avviata a coprire quasi due terzi del totale globale, con un valore aggregato atteso oltre il record di 673 miliardi del 2024; negli Stati Uniti, in un contesto di greenhushing, le emissioni sono scese dai 94 miliardi del 2021 ai 34 del primo semestre 2026, mentre già nel 2025 erano state le emissioni cinesi a sostenere i volumi globali, compensando la riduzione di emissioni verdi americane (FT, 2026e).

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