

Outlook Macroeconomico Mensile

Maggio 2026

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

IMPact SGR S.p.A.

Via Turati 25

20121, Milano

Contatti:

mail: impact@impactsgr.it

Tel: +39 02 38 25 51 00

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

Executive Summary

- Lo stretto di Hormuz continua a rimanere chiuso al transito del commercio internazionale e questo si ripercuote sulla volatilità dei prezzi del petrolio, le cui quotazioni restano elevate ed incorporano ormai un premio di instabilità geopolitica.
- Le banche centrali hanno mantenuto i tassi invariati in aprile e guardano con attenzione alla situazione geopolitica. In Europa, sono attesi almeno due rialzi dei tassi per il 2026 e molti osservatori ne indicano un terzo come probabile. Negli USA, la FED ha lasciato i tassi invariati con un voto diviso. L'inflazione inizia ad assorbire lo shock energetico, mentre il mercato del lavoro non sembra rallentare e il PIL americano segna un livello robusto, pur inferiore alle stime.
- Nonostante lo scenario geopolitico sempre più caotico e imprevedibile, le performance degli asset rischiosi nel mese di aprile sorprendono, con l'S&P 500 che ha registrato un rialzo di oltre dieci punti percentuali. Stupisce l'ottimismo dei mercati azionari di fronte al contesto, ma è opportuno sottolineare che uno dei motori principali del rally è stata l'eccezionale stagione degli utili che si è conclusa.
- Una parte crescente del boom AI non viene ormai finanziato solo dagli utili delle big tech, ma sempre più anche da banche, obbligazionisti e investitori istituzionali. Anche il mercato obbligazionario si concentra sempre di più su pochi grandi emittenti legati all'AI, il credito sta iniziando ad assomigliare al mercato azionario.
- La frammentazione geopolitica e l'accelerazione della crisi climatica influiscono sulla frequenza e la severità degli shock sulle catene globali del valore. La risposta strutturale agli shock energetici, i più rilevanti e immediati, passa attraverso la costruzione di una strategia di resilienza energetica, fondata sull'accoppiata tra capacità rinnovabile e sistemi di accumulo a batterie, insieme al potenziamento delle reti elettriche. La dipendenza europea dalle tecnologie pulite si rivela una questione fondamentale anche sul piano politico e di sicurezza economica.
- La strategia europea, descritta nei documenti della Commissione come Open Strategic Autonomy, è esplicitamente impostata su una logica di derisking, una riduzione mirata della dipendenza nei settori strategici, piuttosto che di decoupling generalizzato dai partner commerciali. Attraverso la lente del derisking, si può capire quale potrebbe essere il punto di atterraggio nella calibrazione degli strumenti normativi pensati a livello europeo per promuovere un reshoring delle catene del valore strategiche.

Lo stretto di Hormuz pone il problema delle scorte di petrolio globali

Lo scenario geopolitico continua ad essere irrisolto: nonostante il cessate-il-fuoco tra Stati Uniti e Iran e i continui tentativi negoziali tra le parti, in assenza di un accordo organico lo stretto di Hormuz continua a rimanere chiuso al transito del commercio internazionale. L'Iran ha annunciato a più riprese aperture temporanee dello Stretto, che appaiono tuttavia fragili e spesso seguite da nuove chiusure o restrizioni. Gli Stati Uniti, al contempo, applicano un blocco navale alla zona per impedire all'Iran di governare a propria discrezione il passaggio delle navi. Il traffico nello Stretto di Hormuz resta al centro delle negoziazioni tra le parti: l'Iran insiste per mantenere il controllo del traffico come elemento di leva, mentre gli Stati Uniti chiedono la riapertura e la liberalizzazione del passaggio al traffico navale come condizione necessaria a poter proseguire il dialogo di pace.

Grafico 1: Andamento dei prezzi del Brent negli ultimi sei mesi.



Fonte: Bloomberg, 2026.

La discontinuità nel transito attraverso lo Stretto perdura ormai da quasi tre mesi ed alimenta la volatilità dei prezzi del petrolio, che continuano a muoversi a seconda che si intraveda più o meno vicino un possibile accordo sull'apertura dell'ormai noto braccio di mare. Le quotazioni restano comunque decisamente elevate ed incorporano ormai un premio di instabilità geopolitica, che, secondo molti analisti,

sarà difficile da ridurre anche in caso di conclusione definitiva dello scenario bellico in Iran. Un mondo multipolare e instabile, con un bisogno crescente di approvvigionamento di energia e in competizione tecnologica tra blocchi contrapposti produce in maniera ineludibile maggiore incertezza che si riflette nei corsi delle materie prime.

Allo stesso tempo, ci si potrebbe fare la domanda opposta e chiedersi come sia possibile che, nonostante una situazione che ormai da molte settimane continua ad essere pericolosamente lontana da una risoluzione, il prezzo del petrolio rimanga fermo su livelli elevati ma non eccessivamente surriscaldati. Le possibili risposte sono molteplici. Anzitutto, si sta facendo ampio ricorso alle riserve di greggio, che erano molto ingenti all'alba dello scoppio della guerra in Iran: secondo l'Agenzia internazionale dell'energia (IEA), le scorte petrolifere globali stanno diminuendo al ritmo più rapido mai registrato e continueranno a ridursi nei prossimi mesi. Con il mese di maggio, gli Emirati Arabi Uniti hanno reso operativa la propria decisione di abbandonare l'OPEC dopo circa 60 anni di appartenenza. Gli Emirati hanno capacità produttiva in eccesso e hanno sempre vissuto con frustrazione l'imposizione di quote da parte del cartello: per questo motivo, la scelta di affrancarsi in questo momento consente a quello che era il terzo produttore di greggio dell'OPEC di massimizzare i ricavi sfruttando la propria capacità produttiva in eccesso e spingendo al ribasso i prezzi del petrolio. Anche gli Stati Uniti contribuiscono ad appesantire l'offerta, dal momento che stanno esportando petrolio come mai nella storia (producendo tra l'altro un miglioramento della bilancia commerciale). Inoltre, alcuni Paesi asiatici hanno intrapreso azioni di distruzione attiva della domanda per contenere la spinta rialzista dei corsi petroliferi (ad esempio Myanmar e Laos hanno imposto il lavoro da remoto per i dipendenti pubblici, le Filippine e il Pakistan hanno ridotto di un giorno la settimana lavorativa, Vietnam, Malesia, Thailandia e Sri Lanka hanno diffuso forti raccomandazioni a ridurre i consumi). Complessivamente, il consumo mondiale di petrolio è atteso in calo di 2,45 milioni di barili al giorno nel trimestre, la contrazione più ripida dalla pandemia del 2020. Pesanti riduzioni della domanda di petrolio sono arrivate anche dalla Cina, dove le importazioni di greggio sono scese del 20% su base annua, tornando al livello del luglio 2022: nel recente meeting a Pechino tra Xi e Trump, il Presidente cinese ha assicurato il proprio sostegno all'America per concludere la guerra in Iran, assicurando di non inviare armi alla Repubblica Islamica, per favorire la riapertura dello stretto Hormuz in modo tale da garantire il libero flusso di energia, come si legge nella nota ufficiale della Casa Bianca sull'incontro.

Grafico 2: Global Visible Total Oil Inventories

Exhibit 1: Global Visible Total Oil Inventories Have Declined by 255mb Since the Start of the Conflict and Are Likely to Reach All-Time Lows Even if the Strait Reopens by Late April



We assume the pace of visible inventory draws equals its April 1-15 -7.6mb/d average pace while the Strait remains effectively shut, and that this pace linearly converges to zero (i.e. stable global visible inventory levels) over an 8-week period starting when Hormuz flows start to recover.

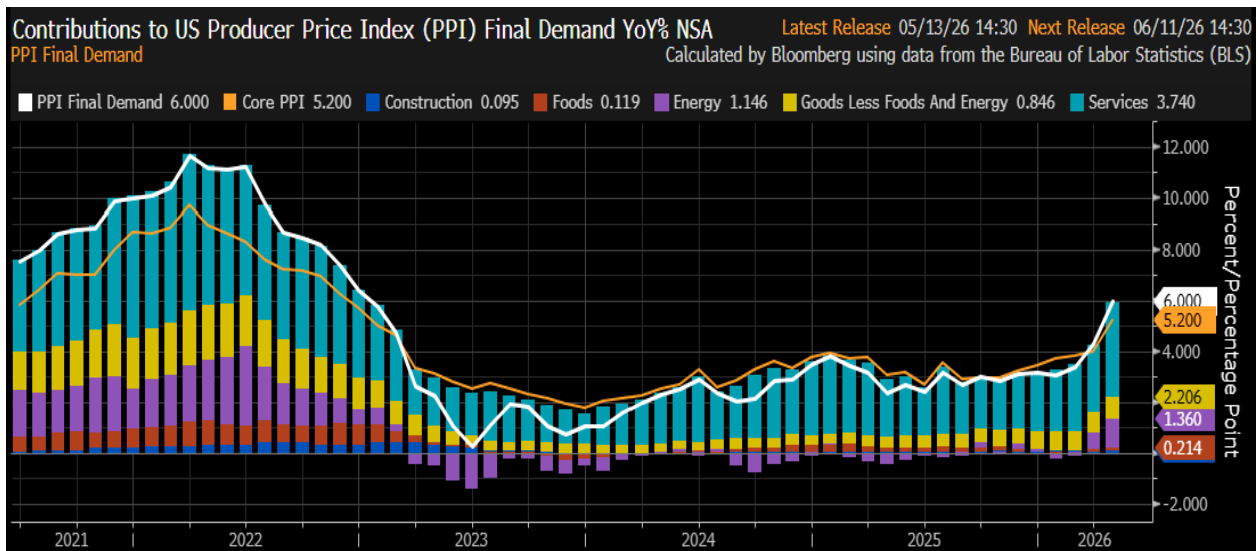
Source: IEA, Kpler, DOE, Euroilstocks, ARA PJK, PAJ, Haver, Goldman Sachs Global Investment Research

Fonte: IEA, Kpler, DOE, Euroilstocks, ARA PJK, PAJ, Haver, Goldman Sachs Global Investment Research, 2026.

Le pressioni inflazionistiche non sono limitate ai prezzi del petrolio che rimangono sotto pressione a causa dello stallo geopolitico, il problema è più esteso e riguarda anche il gas naturale (questo dovrebbe essere il momento dell'anno in cui si iniziano le scorte di gas in Europa a fronte in vista del prossimo inverno, fenomeno che quest'anno appare quasi assente), alcuni metalli industriali, i fertilizzanti e quindi il settore agroalimentare e in generale tutta l'industria energivora. I dati di inflazione iniziano a mostrare tensione anche in America: l'inflazione headline sale del +0,6% mese su mese, in linea con le attese, ma accelera al +3,8% annuo, sopra il consensus del +3,7% e in forte aumento rispetto al +3,3% precedente. Il core CPI sale oltre le attese dello +0,4% mese su mese contro +0,3% atteso, e +2,8% annuo contro +2,7% stimato: al netto di energia e alimentari, le pressioni sui prezzi restano vive. Dentro il dato, pesano ancora energia e servizi: carburante +5,85%, gasolio +5,44%, elettricità +2,14%, shelter +0,61% e food at home +0,68% su base mensile. Ancor più significativo il dato dell'indice mensile dei prezzi di produzione (PPI), che

normalmente si teme possa anticipare l'incremento dei prezzi al consumo: il dato di aprile sorprende fortemente al rialzo 1.4% mese su mese contro 0.5% atteso, 6% su base annua contro 4.8% previsto, mentre il dato core sale dell'1% mese su mese contro 0.3% atteso e 5.2% annuo contro 4.3%.

Grafico 3: Contributions to US Producer Price Index (PPI) Final Demand YoY% NSA.



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

Le banche centrali guardano con cautela lo scenario geopolitico

Le banche centrali hanno mantenuto i tassi invariati in aprile, pur chiarendo di guardare con attenzione al riverbero della crisi geopolitica sul ciclo economico. In Europa, ci si attende ormai con quasi certezza due rialzi dei tassi nel corso del 2026 e molti osservatori ne indicano anche un terzo come probabile. In aprile la BCE ha scelto di non agire per non zavorrare precocemente l'economia dell'Eurozona ancor prima di vedere il reale impatto nei dati dell'instabilità dei prezzi. Tuttavia, come ha chiarito il vicepresidente Luis de Guindos, la BCE alzerà i tassi nella riunione di giugno se i flussi di energia dal Medio Oriente non si saranno per tempo completamente ristabiliti.

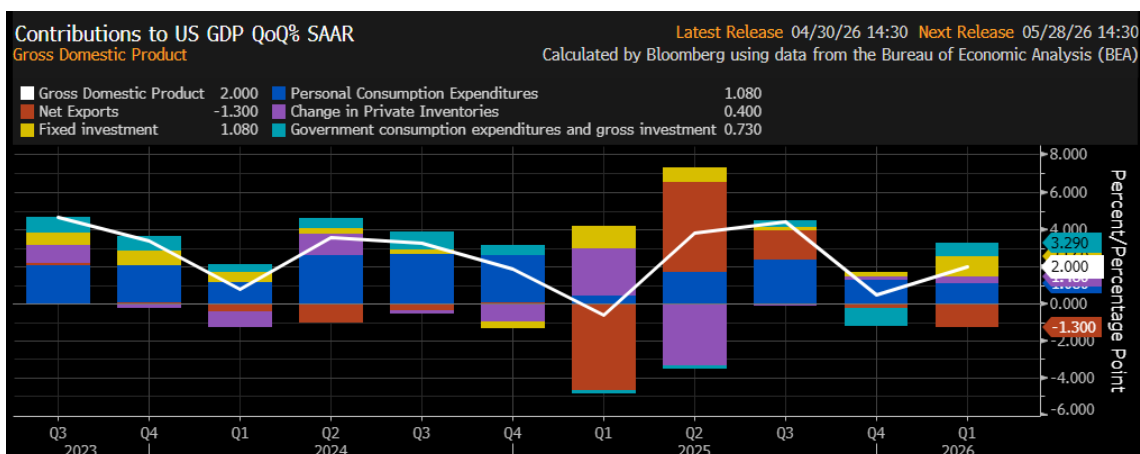
La FED ha lasciato i tassi invariati per la terza riunione consecutiva, mantenendo il range al 3,50%-3,75%. Il voto è molto diviso: quattro membri dissentono, un livello di opposizione interno che non si vedeva dal 1992. Il punto politico è ancora più interessante: tre membri non contestano la pausa, ma rifiutano l'inserimento di un riferimento a verso futuri tagli. L'inflazione passa dal venir definita "leggermente elevata" a "elevata", con riferimento esplicito al recente aumento dei prezzi globali dell'energia. Una parte della Fed vuole dunque mantenere aperta la porta a un futuro allentamento, mentre l'altra vuole un

linguaggio più neutrale, dove anche tassi più alti restano possibili se l'inflazione non scende. Powell ha definito l'attuale livello dei tassi "appropriato", ma ha anche riconosciuto che l'inflazione è tornata "elevata" e che il rialzo dell'energia sta complicando il quadro. Questa spaccatura pesa anche sul passaggio di consegne a Kevin Warsh. Il nuovo presidente erediterà una Fed molto meno facile da guidare, con membri già pronti a difendere una linea più dura sull'inflazione e con fazioni "politiche" maggiormente contrapposte. La stessa decisione irrituale di Powell di rimanere nel FOMC fino alla scadenza del proprio mandato anche dopo aver ceduto la Presidenza a Warsh per "difendere l'indipendenza dell'istituzione" sottolinea questo aspetto di contrapposizione che difficilmente si coniugherà con scelte particolarmente nette.

Nel frattempo, la nomina di Kevin Warsh come nuovo Governatore della FED ottiene il via libera dalla Commissione del Senato. Sono in tanti a descrivere Warsh come il più *hawkish* all'interno di quella che era la rosa dei candidati in mano a Trump per la guida della Banca centrale alla fine dello scorso anno. In effetti, nell'audizione al Senato, Warsh è apparso estremamente più focalizzato sulla stabilità dei prezzi rispetto al tema dell'equilibrio del mercato del lavoro, continuando a ribadire la necessità di riformare la Banca centrale attraverso un minor ricorso alla forward guidance, un bilancio di dimensioni decisamente inferiori a quelle attuali, un mandato più ridotto e più tecnico (che ne sarà della Fed Put?).

Se i prezzi iniziano a mostrare segni di instabilità crescente, il mercato del lavoro americano non dà segni concreti di rallentamento, mentre il PIL americano nel primo trimestre del 2026 fa segnare un +2% annualizzato: un livello ancora robusto, ma inferiore alle stime del +2.3%. La crescita è stata sostenuta da consumi migliori del previsto (+1,6%) e investimenti business molto forti (+10,4%), spinti anche dal boom AI.

Grafico 4: Contributions to US GDP QoQ% SAAR.



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA) via Bloomberg, 2026.

Sorprendono le ottime performance dei mercati azionari

Nonostante le prospettive di crescita economica ridotte, di tassi di interesse più alti, di inflazione crescente e di scarsa visibilità sulle conseguenze di uno scenario geopolitico sempre più caotico e con evoluzione imprevedibile, nel mese di aprile gli asset rischiosi hanno realizzato performance decisamente sorprendenti: l'S&P 500 ha registrato il suo miglior mese da novembre 2020, con un rialzo di oltre dieci punti percentuali, scandito da quindici sedute positive su ventuno e otto nuovi massimi storici consecutivi. La divergenza settoriale è stata il tratto più caratteristico del mese: le società tecnologiche dell'S&P 500 hanno segnato una performance media mensile del +18,4%, mentre le società energetiche si sono fermate a -0,1%, in netto contrasto con marzo. Nonostante i tassi elevati, i premi al rischio di credito sono tornati a livelli particolarmente compressi e questo ha scatenato una vera e propria inondazione di offerta di nuove emissioni nei mesi di aprile e maggio, dopo la sostanziale inattività di marzo. Addirittura, mercoledì 6 maggio, solo sul mercato denominato in euro si sono avute in una singola giornata il numero record di 43 nuove tranches obbligazionarie emesse da 34 società debitorie.

E' facile commentare che soprattutto i mercati azionari dimostrano irrazionale ottimismo e compiacenza ingiustificata di fronte al contesto. Tuttavia, è opportuno sottolineare che uno dei motori principali del rally è stata l'eccezionale stagione degli utili che si è conclusa. Negli Stati Uniti, il primo trimestre è stato il miglior trimestre dal 2021, spingendo le revisioni degli utili al livello più alto da cinque anni: l'80% delle aziende americane che hanno riportato i conti ha battuto le attese. I risultati delle grandi tecnologiche hanno ulteriormente alimentato l'entusiasmo sulla narrativa dell'intelligenza artificiale. In Europa il 47% delle aziende ha battuto le aspettative degli analisti, mentre solo il 20% le ha deluse, con una asimmetria tra le più forti dell'ultimo biennio. Gli hyperscalers e i produttori di memorie sono riusciti ad aumentare in maniera spettacolare la capacità produttiva, realizzando margini molto alti che per il momento il mercato non mette in discussione. Bisogna comunque sottolineare che nonostante l'S&P stia continuamente rompendo nuovi massimi storici, la partecipazione interna delle società dell'indice al rialzo è molto divergente: la fiducia degli investitori rimane concentrata su alcuni macrotemi che si continua a immaginare possano guidare le sorti complessive del mercato. Tuttavia, tassi più alti per più a lungo e una banca centrale che sulla carta sembra meno interventista potrebbero causare tensioni crescenti.

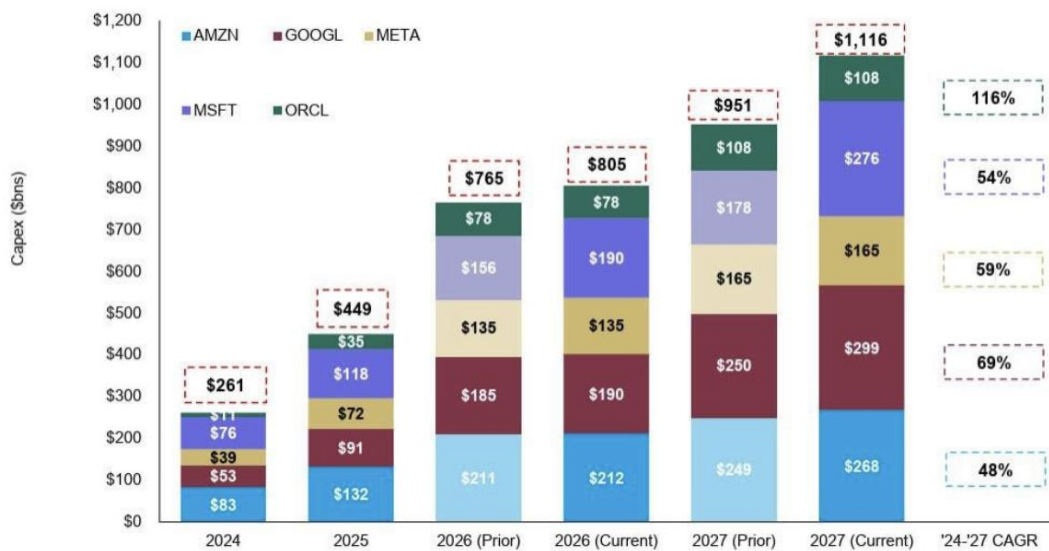
Gli investimenti in AI al centro dei mercati azionari e obbligazionari

Secondo Morgan Stanley, la spesa in conto capitale dei grandi hyperscaler potrebbe arrivare a circa 800 miliardi di dollari nel 2026 e superare 1.100 miliardi nel 2027: valori talmente alti da essere assorbiti con difficoltà anche dalle aziende con i bilanci più solidi. Nonostante, quindi, le aziende continuino a guadagnare molto, una quota crescente della cassa prodotta viene immediatamente riassorbita dagli investimenti necessari per restare competitive nell'AI e in alcuni casi il flusso di cassa libero si riduce

drasticamente. Una parte crescente del boom AI sta iniziando a passare dal mercato del credito: obbligazioni investment grade, prestiti bancari, credito privato, leasing, joint venture, SPV e strutture fuori bilancio. In pratica, l'AI non viene finanziata solo dagli utili delle big tech, ma sempre più anche da banche, obbligazionisti e investitori istituzionali.

Grafico 5: We now see Hyperscaler capex approaching \$800bn/\$1.1 trln in '26/'27 vs \$765/\$950bn prior.

Exhibit 1: We now see Hyperscaler capex approaching \$800bn/\$1.1trln in '26/'27 vs \$765bn/\$950bn prior



Source: Company data, Morgan Stanley Research estimates

Fonte: Morgan Stanley Research, 2026.

Le banche si trovano davanti richieste di finanziamento enormi, spesso concentrate su pochi grandi progetti e pochi grandi nomi: data center, operatori infrastrutturali, hyperscaler, utility, società legate alla filiera AI. Il problema è che questi prestiti occupano spazio nei bilanci bancari, aumentano la concentrazione del rischio e possono diventare difficili da distribuire se il mercato inizia a chiedere più rendimento o più protezione. Per questo molte banche stanno cercando di spostare parte del rischio ad altri investitori: fondi di credito privato, assicurazioni, investitori istituzionali o strutture di trasferimento del rischio.

Anche il mercato obbligazionario, come sottolinea un commento di Goldman Sachs, sta diventando sempre più concentrato su pochi grandi emittenti legati all'AI. In pratica, il credito sta iniziando ad assomigliare al mercato azionario: pochi nomi dominano l'intero mercato e gli indici di riferimento. La

differenza tra il mercato del credito e il mercato azionario sta, come è noto, nell'asimmetria dei pay-off: il rischio di downside sul mercato obbligazionario è molto più rilevante, soprattutto a questi livelli valutativi, di un upside decisamente limitato. Questo non preclude chiaramente il fatto che l'intelligenza artificiale possa continuare a trainare i mercati, ma l'attenzione non può fermarsi unicamente agli utili e alle prospettive di crescita se non si osserva anche il free cash flow e la struttura del capitale, soprattutto in un contesto di tassi in rialzo.

Economia circolare e resilienza energetica come risposte strutturali dell'Unione Europea alla frammentazione delle catene del valore

La frammentazione geopolitica e l'accelerazione della crisi climatica stanno trasformando la frequenza e la severità degli shock sulle catene globali del valore. Una recente ricerca di Goldman Sachs sull'economia circolare documenta come l'inflazione dei prezzi delle materie prime critiche degli ultimi due anni — oltre il 50% per il rame, oltre il 300% per l'argento, oltre il 400% per l'alluminio — non sia un fenomeno congiunturale ma il riflesso di tre dinamiche strutturali concorrenti: l'aumento delle tensioni geopolitiche, con conseguente esplosione delle restrizioni all'export, cresciute di 5,5 volte tra il 2009 e il 2023, la maturità geologica dei giacimenti esistenti e l'accelerazione della domanda da parte di settori strategici, quali data center per intelligenza artificiale, difesa e tecnologie energetiche. In questo contesto, le soluzioni circolari — riciclo di metalli, recupero da scarti minerari e da rifiuti elettronici, sostituzione di materiali — stanno passando da opzione complementare a priorità strategica per garantire la sicurezza degli approvvigionamenti delle filiere produttive ritenute fondamentali per la competitività economica.

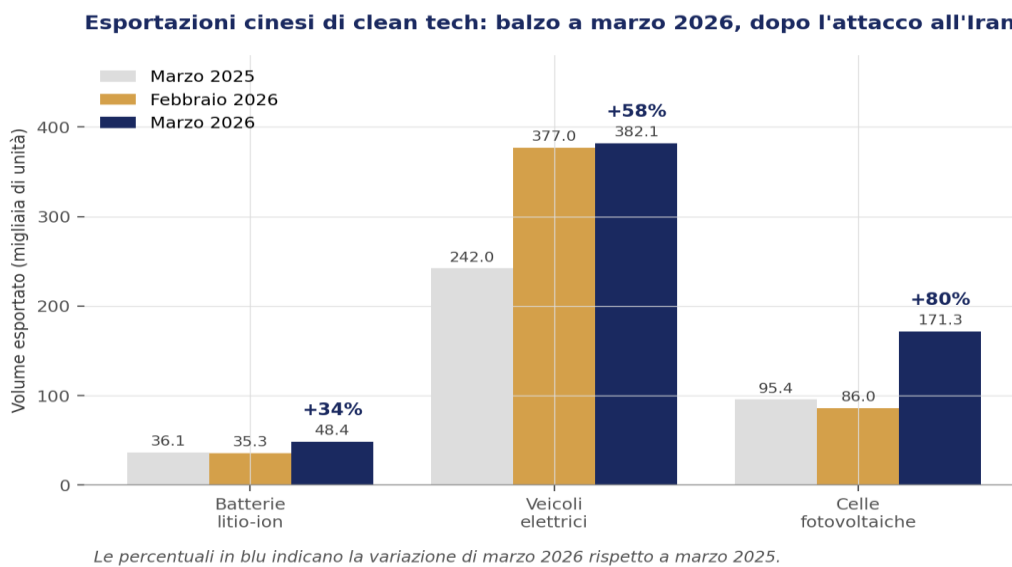
All'interno degli shock sulle catene del valore, quelli energetici si confermano oggi i più rilevanti e immediati. La risposta strutturale a tali shock passa, in misura significativa, attraverso la costruzione di una resilienza energetica fondata sull'accoppiata tra capacità rinnovabile e sistemi di accumulo a batterie, in parallelo al potenziamento delle interconnessioni delle reti elettriche. È in quest'ottica che la dipendenza europea dalle tecnologie pulite si sta rilevando una questione fondamentale anche sul piano politico, in quanto nodo critico di sicurezza economica.

La guerra in Iran e la conseguente chiusura dello Stretto di Hormuz hanno prodotto effetti sostanzialmente immediati sulle dinamiche di mercato delle tecnologie pulite. In questo contesto, la dinamica sui mercati finanziari registra un netto disaccoppiamento tra il comparto delle energie pulite e quello fossile: l'S&P Global Clean Energy Transition Index ha sovraperformato l'S&P Global Oil Index dall'inizio del conflitto, ed in aprile gli ETF globali sulla transizione energetica hanno raccolto oltre tre miliardi di dollari, il massimo flusso netto mensile da gennaio 2021. L'accelerazione si manifesta in modo ancora più evidente sui flussi reali. A marzo 2026, primo mese intero successivo all'attacco contro l'Iran, le esportazioni cinesi di tecnologie pulite hanno registrato incrementi su base annua del 34% per le batterie agli ioni di litio, del

53% per i veicoli elettrici – con un balzo del 140% considerando sia EV e ibridi e un nuovo record assoluto di 349.000 unità esportate – e dell'80% per le celle fotovoltaiche.

Le vendite di EV in Francia, Germania e Regno Unito sono cresciute del 44% su base annua, in Corea del Sud sono più che raddoppiate, in Italia hanno segnato un più 67% e in Australia un più 68%. Il meccanismo è strutturale: in un contesto in cui la parità di costo totale tra EV e veicoli a combustione interna è stata raggiunta o è prossima in molti segmenti, lo shock sui prezzi dei carburanti accelera la sostituzione del parco circolante e amplifica la domanda di tecnologie pulite proprio nei mercati più esposti alla volatilità delle importazioni fossili.

Grafico 7: Esportazioni cinesi di clean tech.



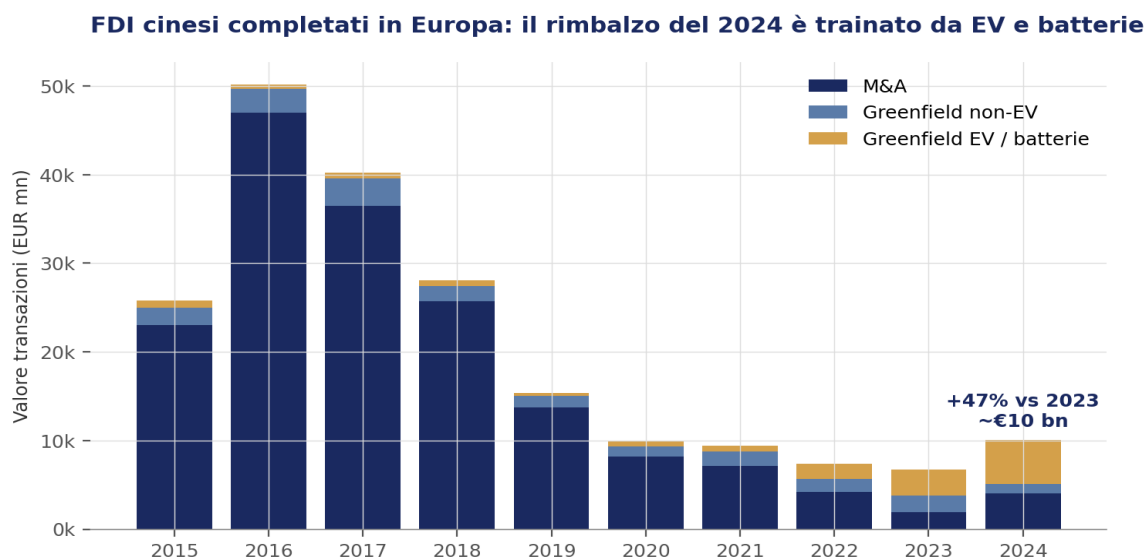
Fonte: General Administration of Customs of China, China Passenger Car Association (via Bloomberg, 18 aprile 2026).

La strategia e gli strumenti normativi dell'Unione Europea

L'Unione Europea si trova in una corsa contro il tempo per guadagnare autonomia strategica sulle catene del valore considerate fondamentali per la propria crescita economica, in primis quelle delle tecnologie pulite e dell'economia circolare. La strategia europea, descritta nei documenti della Commissione come Open Strategic Autonomy, è esplicitamente impostata su una logica di derisking – riduzione mirata della dipendenza nei settori strategici – e non di decoupling generalizzato dai partner commerciali. I dati sembrano confermare la coerenza tra affermazioni e azione: nel 2024, ultimo anno per cui sono disponibili dati completi e aggregati su Foreign Direct Investments (FDI), la Cina è stata il terzo investitore in Europa con il 9% dei FDI in entrata (dal 6% del 2023), e gli investimenti diretti cinesi sono cresciuti del 47% rispetto

all'anno precedente, con la componente greenfield legata a EV e batterie che ha rappresentato circa metà del totale, pari a circa 5 miliardi di euro. CATL ha investito 7,3 miliardi di euro nel proprio stabilimento di Debrecen in Ungheria e ne sta costruendo uno da 4 miliardi in Spagna in partnership con Stellantis; BYD ha avviato la produzione di EV in Ungheria con un investimento da 4 miliardi di euro.

Grafico 8: FDI cinesi completati in Europa.



Fonte: ricostruzione su grafico Rhodium Group China Cross-Border Monitor (via Jefferies, maggio 2026).

La lente del derisking serve a capire anche quale potrebbe essere il punto di atterraggio nella calibrazione degli strumenti normativi pensati a livello europeo per promuovere un reshoring delle catene del valore strategiche. L'Industrial Accelerator Act propone condizioni stringenti per FDI superiori a 100 milioni di euro nei settori strategici — batterie, EV, solare e materie prime critiche — qualora provenienti da Paesi che controllano oltre il 40% della capacità manifatturiera globale, soglia duale che restringe sostanzialmente l'applicazione della norma ai grandi player cinesi. Le condizioni di approvazione per questa categoria di FDI prevedono il soddisfacimento di almeno quattro criteri su sei, tra cui il limite del 49% sulla proprietà o sul controllo, accordi di licensing di tecnologia e know-how a beneficio dei target europei, allocazione di almeno l'1% del fatturato a R&D in Europa e — requisito non negoziabile — almeno il 50% di forza lavoro composta da dipendenti europei. Tali requisiti rivelano somiglianze sostanziali con i requisiti storicamente imposti dalla Cina per permettere l'accesso al mercato nazionale a player occidentali.

Parallelamente, il regime di FDI Screening europeo, attivo in 26 Stati membri su 27, ha quasi quadruplicato i casi formalmente valutati dal 2020 al 2024, pur mantenendo la regola generale dell'apertura: solo l'1%

degli investimenti valutati nel 2024 è stato effettivamente bloccato, mentre l'86% ha ricevuto autorizzazione incondizionata. L'IAA va letto pertanto non come misura protezionistica volta a chiudere l'economia europea, ma come strumento di derisking selettivo delle catene del valore strategiche.

La revisione del sistema europeo di scambio delle quote di emissione (ETS), la cui proposta è attesa per il 15 luglio 2026 con obiettivo di accordo nel primo trimestre 2027 e implementazione nel 2028, si inserisce in questa stessa cornice di equilibrio tra competitività e accelerazione della transizione. Il pacchetto di misure in preparazione presso la Commissione Europea punta a bilanciare da un lato la protezione della competitività industriale, tramite la possibile estensione di quote gratuite anche oltre il 2030 e l'introduzione di un Temporary Decarbonisation Fund per i settori CBAM e dall'altro il mantenimento di adeguati incentivi allo sviluppo delle tecnologie pulite, fondamentali per la sicurezza energetica e competitività europee, attraverso il nuovo Investment Booster, che avrà una dotazione iniziale di 400 milioni di tonnellate di quote di CO2 a sostegno dell'innovazione clean tech, e la Industrial Decarbonisation Bank, che invece è maggiormente focalizzata sulle industrie energivore.

Le entrate dalle aste di carbon allowances dell'ETS sono attese superare i 100 miliardi di euro l'anno nei prossimi anni: una loro maggiore destinazione a decarbonizzazione industriale e clean tech manufacturing rappresenterebbe una leva finanziaria decisiva per l'autonomia strategica europea, alimentando proprio quelle filiere su cui l'IAA agisce dal lato della domanda.

L'autonomia strategica dell'Unione si gioca sulla capacità di tenere insieme tre obiettivi: ridurre selettivamente le dipendenze critiche senza chiudere l'economia, mantenere il segnale di prezzo del carbonio come incentivo agli investimenti senza erodere la competitività industriale, e accelerare il dispiegamento di rinnovabili, batterie e tecnologie circolari per trasformare la dipendenza di flusso dai combustibili fossili in una dipendenza di stock progressivamente internalizzabile.

L'orizzonte di mercato dei prossimi trimestri rispetto alla transizione energetica si caratterizzerà in misura crescente attraverso l'individuazione di società in grado di posizionarsi in modo competitivo su questi assi strategici, in un contesto in cui la sicurezza energetica e il reshoring selettivo delle catene del valore per tecnologie pulite e circolari si pongono come driver rilevanti di innovazione e allocazione di capitale a livello sia europeo che globale.