

Outlook Macroeconomico Mensile

Luglio 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

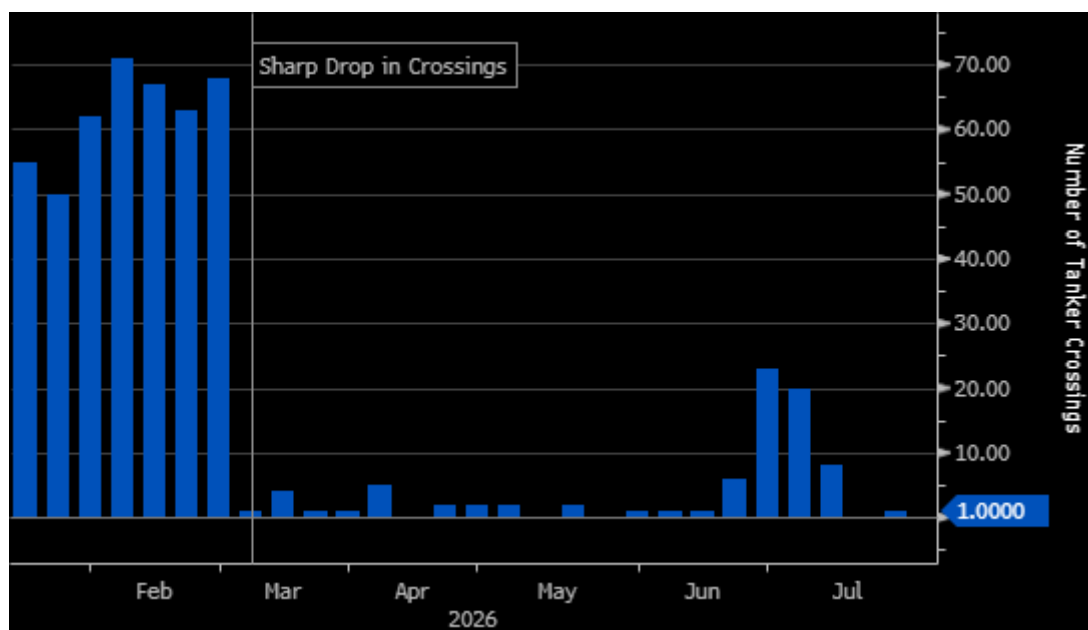
- La narrativa di sollievo che aveva caratterizzato il mese di giugno si è bruscamente rovesciata. Le quotazioni del prezzo del petrolio rimangono comunque “sotto controllo”, ma la relativa compostezza del prezzo non costringe le parti a una rapida composizione del conflitto e rende plausibile lo scenario più temuto: una lunga guerra di logoramento.
- La combinazione tra shock energetico e sua imprevedibilità riporta i tassi di interesse sotto pressione: negli Stati Uniti una lettura dei dati di inflazione in miglioramento hanno allontanato, per ora, l'ipotesi di un rialzo. Questi dati fotografano ancora la finestra di tregua e Kevin Warsh ha respinto qualsiasi lettura da “missione compiuta”.
- In Europa il tratto lungo della curva è destinato a restare sotto tensione anche per una ragione politica: il biennio 2026-2027 configura infatti un fitto calendario elettorale che alimenta l'incertezza e tende ad ampliare i premi al rischio sui titoli di Stato dei principali Paesi dell'area.
- Sui mercati azionari si è assistito nell'ultimo mese ad un passaggio sempre più evidente dalla prima alla seconda fase del ciclo dell'intelligenza artificiale: i capitali si stanno spostando dai semiconduttori verso settori caratterizzati da valutazioni più ragionevoli e da utili meno dipendenti da aspettative molto lontane nel tempo.
- In questo quadro, i modelli cinesi aprono lo scenario di un'IA più efficiente e meno costosa, facendo venire meno la necessità di una crescita infinita della spesa in hardware. Resta infine il tema del finanziamento del boom attraverso il canale del credito: una parte crescente degli investimenti in AI non è più coperta dagli utili delle grandi aziende tecnologiche, ma da debito di nuova emissione.
- Per due decenni gli investitori istituzionali hanno trattato cambiamento climatico e transizione demografica come marginali per i fondamentali di breve termine. Su entrambi i fronti gli orologi hanno accelerato: le ondate di calore, gli incendi e la siccità delle ultime settimane dimostrano nel concreto i rischi del superamento della soglia di 1,5°C, prevista per il 2045 e oggi anticipata a gennaio 2029.
- Sul fronte demografico, nei mercati sviluppati i pensionati crescono di circa 4 milioni l'anno, mentre i “consumatori di picco” caleranno di circa 3 milioni l'anno dal 2030: un'inversione strutturale della domanda. La pressione demografica comincia inoltre ad avere una correlazione con i risultati aziendali: negli ultimi tre anni le società con un mix di prodotti e servizi caratterizzato da un miglior profilo di domanda demografica hanno mostrato sistematicamente maggiori sorprese positive sui ricavi e minori delusioni sugli utili.

Riprende l'instabilità in Medio Oriente

A poco più di un mese di distanza dalla ratifica di Lucerna, la narrativa di sollievo che aveva caratterizzato il mese di giugno si è bruscamente rovesciata. Il fragile terreno su cui poggiava il memorandum di intenti tra Stati Uniti e Iran è rapidamente franato: Teheran ha dichiarato che il cessate il fuoco con Washington è da considerarsi concluso, gli Stati Uniti hanno ripreso i raid sul territorio iraniano e, soprattutto, hanno reintrodotta il blocco navale sullo Stretto di Hormuz, questa volta accompagnato dall'imposizione di un pedaggio pari al 20% del valore del carico per le navi in transito. Il traffico attraverso lo Stretto è tornato pressoché azzerato e il petrolio, che a giugno era scivolato per la prima volta sotto gli 80 dollari al barile dopo lo scoppio delle ostilità di fine febbraio, è rapidamente risalito, con il Brent che ha nuovamente superato quota 90 dollari, in rialzo di circa il 30% dai minimi di luglio. Ciò che a giugno appariva come l'avvio di un ritorno alla normalità si è rivelato, come si temeva, una tregua effimera.

Il fatto nuovo e più preoccupante di queste settimane è però l'apertura di un secondo fronte sulle rotte energetiche. I ribelli Houthi dello Yemen hanno annunciato un embargo marittimo nei confronti dell'Arabia Saudita, dichiarando l'intenzione di impedire il transito delle navi saudite attraverso lo Stretto di Bab al-Mandeb, un altro corridoio strategico che garantisce l'accesso all'Oceano Indiano dal Mar Rosso, attraverso il quale Riad esporta fino a circa 4,5 milioni di barili al giorno sfruttando l'oleodotto Est-Ovest fino al porto di Yanbu. La costruzione di tale infrastruttura e l'apertura della rotta del Mar Rosso fu storicamente utilizzata a partire dagli anni Ottanta proprio per aggirare Hormuz, ai tempi del conflitto tra Iran e Iraq e continuare ad esportare verso l'Asia. Qualora il blocco venisse effettivamente fatto rispettare, il mercato si troverebbe per la prima volta con entrambi i principali colli di bottiglia del petrolio mediorientale sotto pressione simultanea: Hormuz a est e Bab al-Mandeb a sud. Restano ancora incerte le modalità con cui gli Houthi intenderebbero far valere l'embargo e quale possa essere la risposta saudita e della coalizione internazionale, ma la sola prospettiva di una chiusura contestuale dei due passaggi è sufficiente a giustificare un innalzamento strutturale del premio geopolitico incorporato nei corsi delle materie prime.

Grafico 1: Attraversamento settimanale di tanker attraverso lo Stretto di Hormuz negli ultimi sei mesi.



Fonte: Bloomberg, 2026.

Nonostante il prezzo del petrolio sia, come è stato già sottolineato, salito rispetto ai minimi di fine giugno, le quotazioni rimangono storicamente in un'area "sotto controllo". Proprio questa relativa compostezza del prezzo, però, può rappresentare un elemento insidioso: un petrolio che non esplode non costringe le parti a una rapida composizione del conflitto e rende plausibile lo scenario più temuto, quello di una guerra di logoramento destinata a protrarsi nel tempo.

La lettura tranquillizzante del solo prezzo del barile è peraltro fuorviante. Se si osserva il prezzo della benzina statunitense, il quadro cambia radicalmente: la quotazione media è tornata ufficialmente sopra i 4 dollari al gallone per la prima volta dall'allentamento temporaneo di giugno, e diversi prodotti raffinati hanno registrato incrementi molto più marcati del greggio. È il tema del "crack spread", ossia il differenziale tra il prezzo dei prodotti raffinati e quello del greggio, a spiegare la reale trasmissione all'inflazione. Questo differenziale sta aggiornando quotidianamente nuovi massimi storici, superando anche il livello raggiunto a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina. Il margine di raffinazione si è ampliato per effetto di una capacità produttiva strutturalmente compromessa: alle raffinerie danneggiate nel Golfo tra marzo e aprile si sommano le migliaia di droni che ogni settimana colpiscono gli impianti russi, la cui capacità di raffinazione risulta ormai dimezzata. La Russia, non potendo più impiegare internamente tutto il greggio, lo esporta, contribuendo all'immagine di un mercato globale sovrabbondante di petrolio, mentre importa

dall'India i prodotti raffinati che non riesce più a produrre, contribuendo a tenere elevati i prezzi globali dei derivati. Il rischio inflazionistico, in altre parole, non passa oggi tanto dal barile quanto dal prodotto finito.

Grafico 2: Andamento del "crack spread" negli ultimi cinque anni.



Fonte: Bloomberg, 2026.

In questo contesto, come già appariva evidente allo scoppio delle ostilità lo scorso marzo, il timing diventa la variabile decisiva: una guerra lunga produce un consumo progressivo delle scorte di greggio, che l'Agenzia internazionale dell'energia segnalava già in riduzione al ritmo più rapido mai registrato, si trasmette sull'andamento dei prezzi anche di altre materie prime molto rilevanti come il gas naturale o i fertilizzanti con implicazioni che si dispiegano su più piani. Sul piano politico, un rialzo duraturo dei prezzi dell'energia rappresenta un pericolo concreto per l'Amministrazione Trump in vista delle elezioni di metà mandato, dal momento che l'elettorato americano è storicamente molto sensibile al prezzo della benzina alla pompa. Sul piano monetario, il protrarsi dello shock energetico rischia di costringere le banche centrali ad agire proprio nel momento in cui vorrebbero mantenere un atteggiamento attendista.

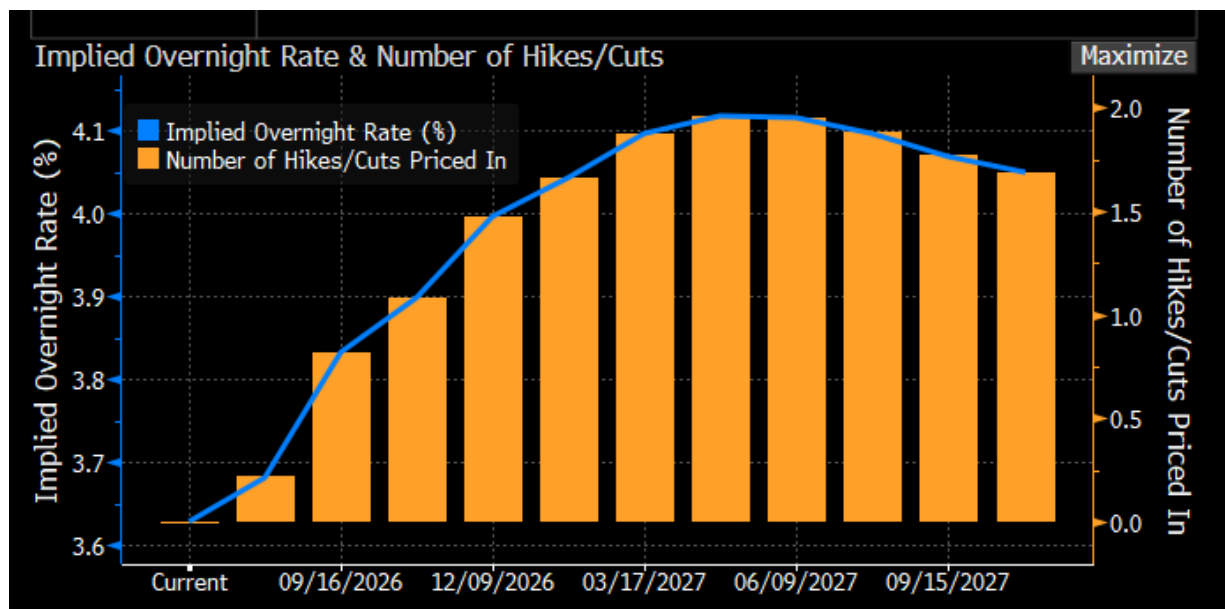
I dati allontanano la possibilità di un rialzo dei tassi negli USA

È proprio la combinazione tra shock energetico e sua imprevedibilità a riportare i tassi di interesse sotto pressione (il rendimento decennale su diverse curve dei tassi sovrani è tornato sui massimi degli scorsi mesi) e a restringere i margini di manovra delle banche centrali. Il paradosso del momento è che i dati di inflazione più recenti sono stati, sulla carta, sorprendentemente buoni. Negli Stati Uniti il CPI di giugno è sceso dello 0,4% su base mensile, il calo più marcato da aprile 2020, portando il tasso annuo al 3,5% dal

4,2% di maggio, con l'inflazione core piatta sul mese e in rallentamento al 2,6% annuo; anche i prezzi alla produzione hanno sorpreso al ribasso, con il PPI headline in flessione dello 0,3%. Due letture consecutive in miglioramento hanno favorito una discesa dei rendimenti e allontanato, almeno per la riunione del 29 luglio, l'ipotesi di un rialzo. Il punto critico è che questi dati sono per loro natura *backward looking*: la rilevazione di giugno fotografa ancora la finestra di tregua, con un indice energetico in calo del 5,7% sul mese ma pur sempre in aumento del 15,7% su base annua e con la benzina a +26,7% tendenziale. In altre parole, il miglioramento riflette il momento di distensione ormai superato dagli eventi di luglio, e rischia di essere smentito dalle prossime rilevazioni. Non a caso lo stesso Presidente della Fed, Kevin Warsh, alla sua prima audizione semestrale al Congresso, ha respinto con nettezza qualsiasi lettura da "missione compiuta", ribadendo che si tratta di un solo dato incoraggiante e che la priorità assoluta della Banca centrale resta la stabilità dei prezzi. Coerentemente con la sua nota avversione alla *forward guidance*, Warsh ha evitato in ogni caso di sbilanciarsi sul sentiero previsto per i tassi.

La Federal Reserve di Warsh si trova in una posizione scomoda: cercherà con ogni probabilità di evitare un rialzo dei tassi prima delle elezioni di metà mandato, ma un contesto di prezzi dell'energia nuovamente in tensione potrebbe non lasciarle scelta. A complicare il quadro contribuisce il vincolo del dominio fiscale: con un deficit atteso stabilmente intorno al 6% e una spesa per interessi netti destinata a superare i mille miliardi di dollari l'anno, ogni rialzo dei tassi aggrava il deficit, impone maggiori emissioni e incrementa la pressione sulla parte lunga della curva.

Grafico 3: Aspettativa di mercato sull'andamento dei FED Funds nei prossimi 18 mesi.



Fonte: Bloomberg, 2026.

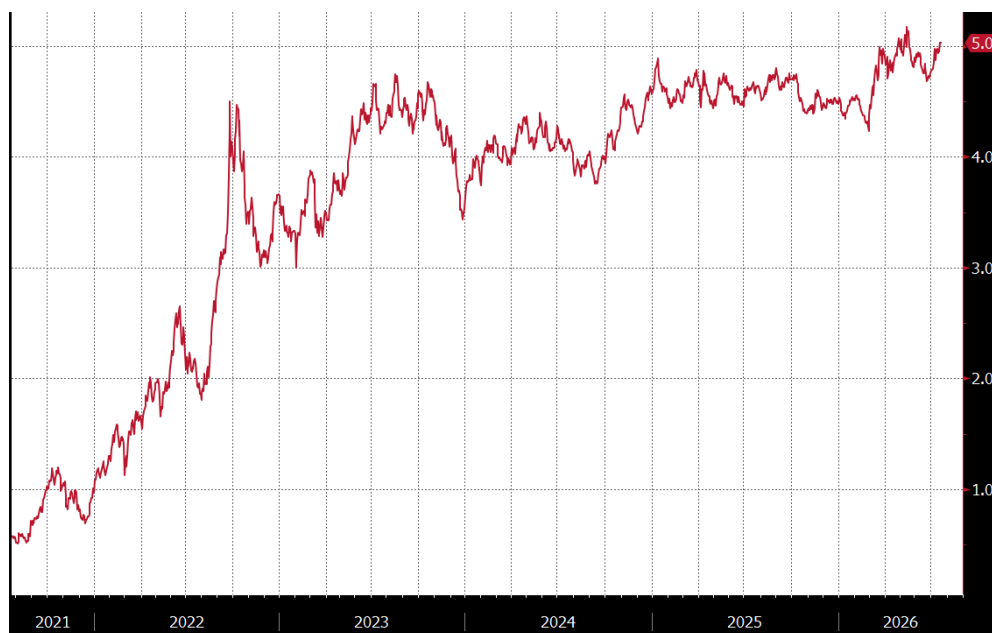
Incertezza politica all'orizzonte dell'Eurozona

Se negli Stati Uniti la pressione sui tassi nasce soprattutto dall'intreccio tra energia, dominio fiscale e credibilità della Banca centrale, in Europa il tratto lungo della curva è destinato a restare sotto tensione anche per una ragione più squisitamente politica. Il biennio 2026-2027 configura infatti un fitto calendario elettorale che alimenta l'incertezza e tende ad ampliare i premi al rischio sui titoli di Stato dei principali Paesi dell'area.

Il caso più delicato è quello francese. La recente decisione della corte d'appello sul caso Le Pen ha aperto uno scenario di elevata incertezza: Marine Le Pen ha confermato di volersi candidare alla Presidenza della Repubblica nonostante la condanna in appello, rendendo quindi meno probabile la candidatura di Jordan Bardella, percepito in politica economica maggiormente "pro-business" della storica presidente dell'estrema destra d'Oltralpe. La prospettiva promuove instabilità, potenziali fratture all'interno della destra e, per contrasto, un possibile rafforzamento della sinistra come alternativa per l'elettorato in cerca di discontinuità con il centrismo macronista: uno scenario, quest'ultimo, percepito dai mercati come il meno favorevole sul piano economico e tale da consolidare un quadro fiscale francese già preoccupante. La Francia, del resto, si avvia verso un deficit che nel 2027 potrebbe avvicinarsi o superare il 6% del PIL, e affronta dal 2028 una traiettoria strutturale particolarmente onerosa, con l'aumento più acuto del costo del servizio del debito tra le grandi economie avanzate, a fronte di una pressione fiscale già tra le più elevate dell'OCSE e di una spesa sociale pari a circa un terzo del prodotto interno lordo. Non sorprende che l'OAT abbia già reagito con un ampliamento dello spread e una moderata debolezza dell'euro.

Anche il Regno Unito è tornato al centro dell'attenzione. L'insediamento del nuovo Primo ministro Andy Burnham e il suo impegno a ricercare "ogni flessibilità" compatibile con le regole fiscali hanno inizialmente alimentato i timori di un ulteriore incremento del debito, provocando un iniziale arretramento dei Gilt.

Grafico 4: Andamento dei rendimenti decennali del gilt negli ultimi cinque anni



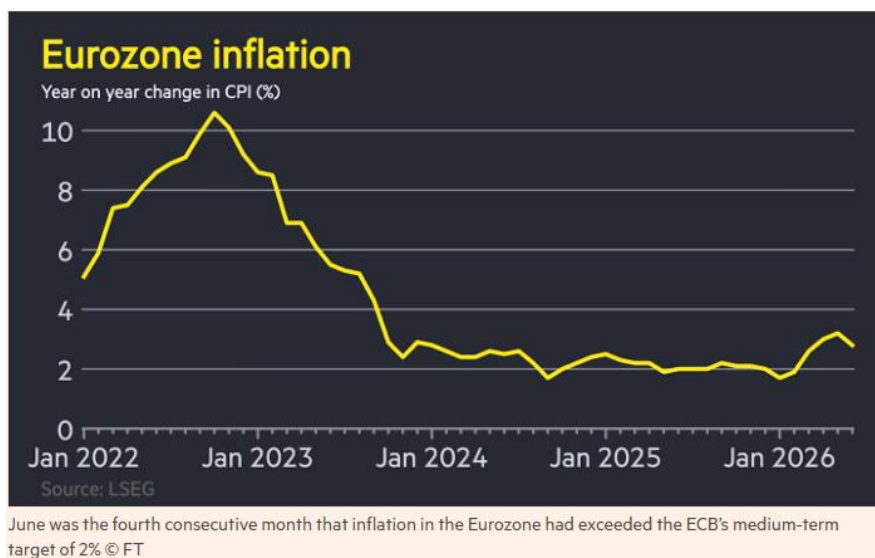
Fonte: Bloomberg, 2026.

La nomina di John Healey a Cancelliere dello Scacchiere, percepito come più attento ai mercati obbligazionari, ha solo in parte attenuato le pressioni. Il mercato resta comprensibilmente sensibile dopo la crisi dei Gilt del settembre 2022 durante il brevissimo gabinetto a guida Liz Truss: il debito pubblico britannico è oggi prossimo al 100% del PIL e i costi di finanziamento risultano attualmente i più elevati del G10. Gli investitori attendono ora il bilancio autunnale per valutare la compatibilità delle politiche di Burnham con i vincoli fiscali, monitorando in particolare il possibile ricorso a strumenti come il National Wealth Fund per ampliare gli investimenti pubblici senza incidere direttamente sul perimetro del debito.

Sullo sfondo, il rischio politico va progressivamente estendendosi all'intera Europa meridionale. Le elezioni del 2027 in Italia, Spagna e Grecia iniziano a delineare il rischio di parlamenti privi di una chiara maggioranza, mentre in Germania la tornata di elezioni regionali contribuisce ad alimentare il rumore politico di fondo. Va tuttavia osservato, con il necessario equilibrio, che i principali catalizzatori restano ancora lontani nel tempo, che elezioni anticipate appaiono poco probabili e che gli spread sovrani dell'area hanno in larga parte riassorbito l'ampliamento registrato nella fase più acuta della crisi iraniana; le traiettorie fiscali dei Paesi del Sud Europa, per di più, si mantengono relativamente ordinate, soprattutto su base comparativa. L'incertezza politica agisce quindi più come fattore di fondo, che mantiene strutturalmente sotto pressione il tratto lungo delle curve, che come detonatore di una crisi imminente.

A questo si aggiunge l'atteggiamento della Banca centrale europea, che pur in presenza di un'inflazione dell'Eurozona scesa oltre le attese al 2,8% a giugno, con la componente core al 2,4%, mantiene un orientamento restrittivo, anche alla luce dello scenario geopolitico in evoluzione avversa. Diversi esponenti del Consiglio, da Isabel Schnabel a Philip Lane, fino alla stessa Christine Lagarde, hanno assunto di recente toni interpretabili in senso restrittivo, e l'istituzione appare più a proprio agio quando il mercato incorpora almeno un ulteriore rialzo all'orizzonte.

Grafico 5: Eurozone inflation.



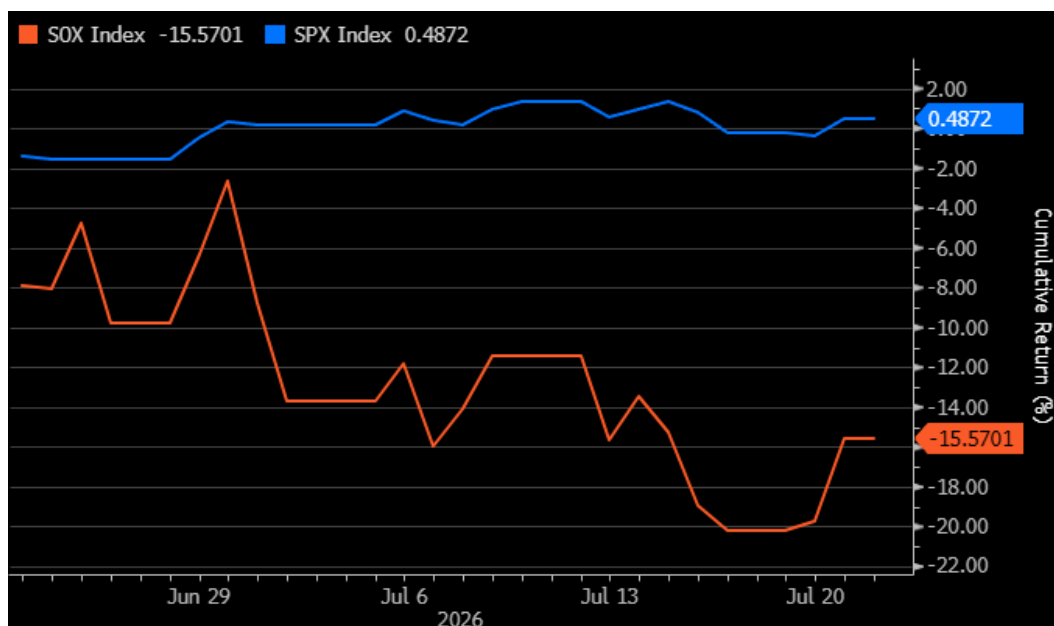
Fonte: LSEG, 2026;

Inizia una nuova fase del ciclo dell'intelligenza artificiale

Un elemento di novità di grande interesse, emerso con chiarezza dalle minute dell'ultimo FOMC, riguarda il ruolo ambivalente dell'intelligenza artificiale nella dinamica dei prezzi. I membri del Comitato appaiono divisi e impegnati a bilanciare due effetti di segno opposto: nel breve periodo l'AI rischia di rivelarsi potenzialmente inflazionistica, poiché la costruzione dei data center genera una domanda imponente di capacità di calcolo e soprattutto di energia; nel lungo periodo essa potrebbe invece rivelarsi disinflazionistica, attraverso i guadagni di produttività e il loro riflesso sui salari. Non è un caso che lo stesso Beige Book, che all'inizio del 2025 non menzionava quasi mai l'AI, ne sia oggi costellato, e che Warsh abbia dedicato al build-out dell'intelligenza artificiale, in audizione, più attenzione che a qualunque altro aspetto dell'economia, segnalando una spesa per investimenti che appare addirittura in accelerazione. Il dibattito su quale dei due effetti prevarrà, e su quale orizzonte temporale, è destinato a diventare centrale nelle scelte di politica monetaria.

Sui mercati azionari si è assistito nell'ultimo mese ad un passaggio sempre più evidente dalla prima alla seconda fase del ciclo dell'intelligenza artificiale. Dopo tre mesi di rialzi eccezionali, il momentum sui semiconduttori si è invertito con una violenza altrettanto impressionante. L'indice Philadelphia Semiconductor ha ceduto circa il 20% dai massimi di giugno, arrivando sull'orlo del mercato ribassista, con una sottoperformance rispetto all'S&P 500 che nel mese sfiora i venti punti percentuali: il divario più ampio dal 2001 e tra le peggiori sottoperformance mensili del settore dall'avvio delle serie storiche comparabili. Ancora più severo il movimento sui titoli legati alle memorie e sul mercato coreano, dove il KOSPI, miglior indice al mondo per gran parte dell'anno, ha perso circa il 30% dal picco del 19 giugno entrando in bear market tecnico, con Samsung Electronics e SK Hynix in flessione di oltre un terzo dai rispettivi massimi.

Grafico 6: SOX vs. SPX: Ritorni cumulativi nell'ultimo mese



Fonte: Bloomberg, 2026.

All'origine del movimento sul mercato coreano vi è in larga parte lo smontamento di posizioni costruite attraverso ETF a leva sui grandi nomi dei semiconduttori, che ha innescato liquidazioni forzate e una brusca impennata della volatilità, al punto da indurre le autorità di Seul a intervenire con misure di stabilizzazione, tra cui la sospensione dei nuovi ETF a leva su singoli titoli, un intervento che, di norma, non è un segnale particolarmente incoraggiante. Al netto degli eccessi tecnici, tuttavia, ciò a cui stiamo assistendo è soprattutto una rotazione: i capitali non stanno abbandonando il mercato, ma si stanno spostando dai semiconduttori verso le grandi piattaforme tecnologiche, i settori ciclici e i comparti rimasti

indietro, come sanità, finanziari, utilities e beni di prima necessità, caratterizzati da valutazioni più ragionevoli e da utili meno dipendenti da aspettative molto lontane nel tempo. Un allargamento della leadership di mercato di questo tipo è, in linea di principio, uno sviluppo salutare per la tenuta del trend rialzista; la vera domanda è se il fenomeno resterà circoscritto ai semiconduttori o se, al contrario, finirà per generare contagio verso il resto del mercato.

La ratio profonda di questa transizione è il mutamento delle attese degli investitori. Nella prima fase del ciclo il mercato premiava la spesa in conto capitale in quanto tale, remunerando generosamente chiunque annunciasse investimenti massicci in data center; nella seconda fase, nella quale stiamo entrando ora, gli investitori iniziano a chiedere risultati concreti: crescita dei ricavi, guadagni di produttività e ritorni sul capitale investito. La stagione delle trimestrali americane, che si apre con aspettative elevatissime (una crescita degli utili dell'S&P 500 stimata intorno al 26% su base annua e un contributo dei soli semiconduttori potenzialmente vicino a 150 punti percentuali di crescita settoriale) arriva con revisioni al rialzo del 3% negli ultimi tre mesi, in netta controtendenza rispetto al taglio del 4% storicamente osservato prima dell'avvio delle reporting season. Con un livello di attese tanto alto, il semplice superamento delle stime potrebbe non bastare: le società più costose dovranno battere le previsioni, confermare la solidità della domanda e alzare la guidance per scongiurare reazioni potenzialmente molto violente sui singoli titoli. Non a caso il vero punto di svolta è atteso proprio in questi giorni, con le trimestrali e soprattutto le indicazioni sul capex dei grandi hyperscaler.

A rendere il quadro più delicato è intervenuto un fattore di natura competitiva. Mentre i mercati erano concentrati sul petrolio, sulla Corea e sul crollo dei semiconduttori, la startup cinese Moonshot AI, sostenuta da Alibaba, ha presentato Kimi K3, un modello da circa 2.800 miliardi di parametri e tra i più grandi mai sviluppati in modalità open-weight, i cui pesi completi dovrebbero essere resi pubblici entro fine luglio. L'episodio, unito al lancio del nuovo modello di punta di Alibaba, ha riportato alla mente quanto accaduto con DeepSeek nel 2025: il timore, cioè, non è tanto che un singolo modello superi i concorrenti occidentali, quanto che la Cina continui a ridurre il divario tecnologico spendendo molto meno. È proprio questo il nodo che colpisce con maggiore violenza il comparto delle memorie e dei semiconduttori: se l'intelligenza artificiale diventa progressivamente più efficiente e meno costosa, viene meno la necessità di una crescita pressoché infinita della spesa in hardware su cui si fondano le valutazioni attuali del settore.

Resta infine il tema del finanziamento del boom attraverso il canale del credito. Una parte crescente degli investimenti in AI non è più coperta dagli utili delle grandi tecnologiche, ma da debito di nuova emissione, e qui iniziano a manifestarsi i primi segnali di affaticamento. Come evidenzia Goldman Sachs, la domanda per le obbligazioni degli hyperscaler si sta raffreddando: se a febbraio gli investitori presentavano ordini per quasi cinque dollari per ogni dollaro di bond emesso, oggi quel rapporto è sceso sotto le due volte. Il

mercato continua ad assorbire le emissioni — stimate in circa 550 miliardi di dollari l'anno da qui al 2030 — ma con entusiasmo decrescente, mentre il debito complessivamente emesso per finanziare l'AI ha già superato i 200 miliardi di dollari. Se i rendimenti risalissero o il sentiment sul credito peggiorasse, rialzando il costo del nuovo indebitamento, gli investitori chiederebbero spread più ampi e il mercato obbligazionario potrebbe finire per imporre agli hyperscaler la disciplina di bilancio che il mercato azionario, per ora, continua a non pretendere. Il mercato del credito comincia timidamente a interrogarsi sul costo della crescita degli utili, proprio per questo si conferma la necessità di non fermarsi alle prospettive di crescita senza osservare con altrettanta cura il free cash flow e la struttura del capitale.

Il futuro è diventato presente: l'accelerazione del cambiamento climatico e della transizione demografica escono dal lungo periodo ed entrano nei fondamentali

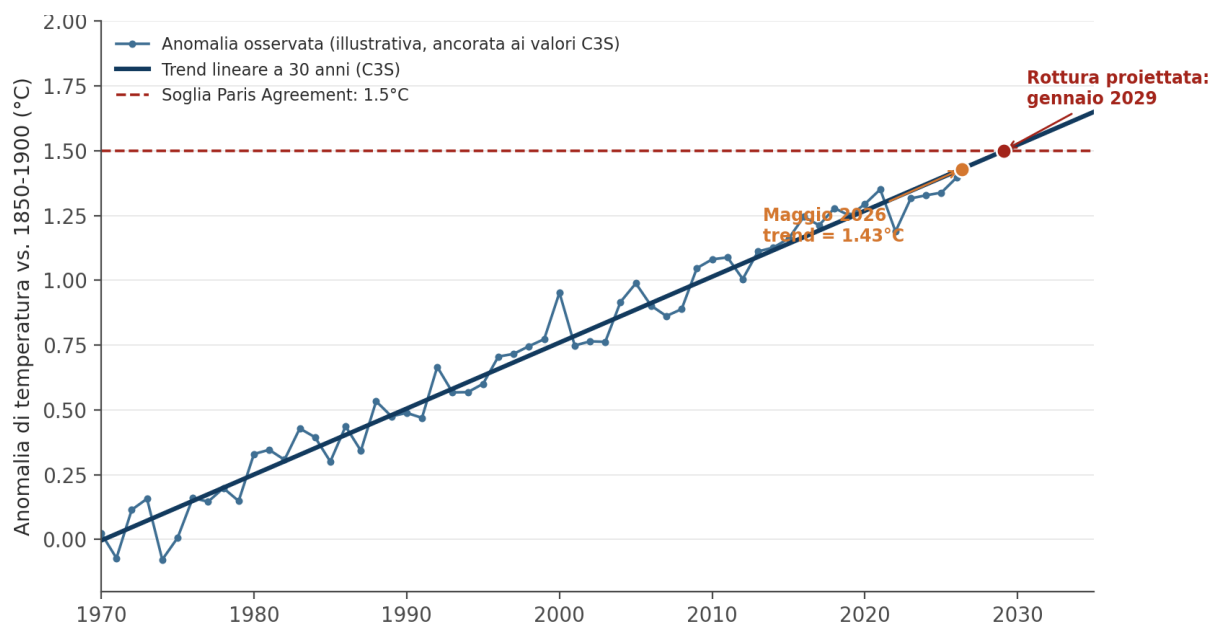
Per due decenni gli investitori istituzionali hanno trattato cambiamento climatico e transizione demografica come questioni di lungo periodo: forze reali ma lente, scontabili a tassi elevati, marginali per i fondamentali di breve termine. I dati del 2026 impongono di rivedere questa convinzione. Su entrambi i fronti gli orologi hanno accelerato: le ondate di calore senza precedenti, gli incendi e la siccità delle ultime settimane dimostrano nel concreto i rischi del superamento della soglia di 1,5°C, stimata al 2045 alla firma dell'Accordo di Parigi e oggi invece anticipata a gennaio 2029 (Copernicus Climate Change Service); in parallelo, l'inversione della curva dei consumi nei mercati sviluppati, a causa della pressione demografica, a lungo archiviata come tema post-2030, è già leggibile nei dati 2025-26 (Goldman Sachs, 2026).

L'ondata di calore europea di fine giugno è la più severa mai registrata per questo periodo dell'anno (Copernicus, 2026): il 24 giugno Parigi ha segnato +15,2°C di anomalia termica sulla media 1981-2010 e la Francia ha toccato i 43,8°C. Negli Stati Uniti, Washington ha raggiunto 39°C nel weekend del 4 luglio — un record per la data — e a metà mese circa 64 milioni di americani erano esposti simultaneamente a caldo estremo e fumo degli incendi canadesi, 13 milioni dei quali sotto doppio alert sanitario, mentre il Texas registrava nuove inondazioni (Bloomberg, 2026). Tutto questo accade a circa 1,3-1,4°C di riscaldamento. Gli scienziati descrivono la severità dei recenti eventi estremi come fuori dai range storici di variabilità. Il timore crescente nella comunità scientifica è che i modelli abbiano sottostimato la sensibilità climatica, ovvero l'aumento di temperatura previsto all'aumentare della concentrazione di CO₂ nell'atmosfera (Bloomberg, 2026).

A giugno la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) ha confermato l'arrivo di un nuovo El Niño, con una probabilità superiore al 60% di condizioni "very strong/super" tra novembre e dicembre; il Joint Research Centre (JRC) della Commissione europea, su dati C3S, stima al 68% la probabilità di un evento "unprecedented" — con anomalia superiore a +3°C, una categoria con un periodo di ritorno di circa 120 anni (BNP Paribas, 2026). Un singolo El Niño aggiunge storicamente 0,2-0,5°C alla temperatura globale:

quello del 2023/24, pur meno intenso, è bastato per rendere il 2024 il primo anno in media sopra 1,5°C. L'indicatore chiave definito a Parigi — da misurare su una serie storica di 30 anni — era a 1,43°C a maggio 2026: sull'attuale traiettoria, la soglia verrebbe superata a gennaio 2029, sedici anni prima rispetto a quanto previsto nel 2015. La World Meteorological Organization (WMO) attribuisce il 75% di probabilità al superamento di 1,5°C sulla media 2026-2030 (BNP Paribas, 2026). Il Super El Niño in atto richiama per intensità quello del 1877, alla base della Grande Carestia che costò la vita a circa 50 milioni di persone, ma si manifesta oggi su un pianeta con una popolazione cinque volte superiore e già 1,4°C più caldo (Bloomberg, 2026). Gli analisti climatici lo leggono non solo come fonte attesa di eventi estremi di eccezionale intensità nei prossimi trimestri, ma come un'anteprima delle condizioni che il solo cambiamento climatico, al netto degli effetti relativi a El Niño e La Niña, potrebbe produrre entro il 2035, in assenza di una decarbonizzazione più rapida.

Grafico 7: Trend di temperatura globale a 30 anni e proiezione superamento della soglia di 1,5°C.



Fonte: BNP Paribas su dati Copernicus, 2026.

Le tre ondate di calore senza precedenti in Europa tra maggio e luglio hanno aumentato il livello di attenzione al tema dell'adattamento, contribuendo a migliorare le valutazioni azionarie di alcuni titoli ben posizionati sul tema e già sostenuti dai venti favorevoli dell'AI. Nello specifico, gli investitori istituzionali hanno cominciato a vedere nell'esposizione a società attive nell'ambito HVAC (Heating, Ventilation and Air Conditioning) e idrico opportunità di investimento con fondamentali di crescita molto robusti — non solo in quanto attività sostenute dalla domanda legata all'intelligenza artificiale (AI), ma anche in quanto

opportunità di investimento nelle tecnologie necessarie per rispondere alla crescente severità delle ondate di calore, della siccità e dello stress idrico. Per il sottosettore HVAC, i driver di crescita appaiono strutturali: ciclo di upgrade tecnologico accelerato, domanda da data center per l'AI e ampio margine di crescita della domanda europea per la climatizzazione.

Germania, Regno Unito e Francia figurano tra i Paesi con la più bassa densità di climatizzazione pro capite al mondo, mentre Italia, Spagna e Grecia sono già sopra la media globale (Goldman Sachs, 2026b). La crescita potenziale dei sistemi di climatizzazione, alla luce di ondate di calore estreme sia per intensità che per durata, appare rilevante anche a livello macroeconomico: la sola convergenza di India e Bangladesh ai livelli di Thailandia e Vietnam varrebbe 46 terawattora (TWh) aggiuntivi di domanda elettrica annua — l'equivalente di una seconda Nuova Zelanda (Goldman Sachs, 2026b).

Ad accrescere l'attenzione sul tema dell'adattamento contribuisce inoltre anche il rapporto tra i rischi fisici e lo sviluppo dell'infrastruttura digitale. Secondo le stime disponibili, il 56% della nuova capacità globale di data center prevista per il periodo 2026–2035 dovrebbe sorgere in aree ad alto rischio fisico — il 100% in Medio Oriente, l'89% in Asia-Pacifico — il che potrebbe spingere il Power Usage Effectiveness (PUE) medio da circa 1,36 a circa 1,41 al 2035 e aggiungere, per i soli USA, 60–70 TWh di domanda elettrica. A Phoenix la domanda idrica di raffreddamento è proiettata verso +870%, in bacini idrici attualmente con meno del 40% della capienza (Goldman Sachs, 2026).

Nel breve periodo potrebbe essere l'acqua, più dell'elettricità, a costituire il principale vincolo ai permessi di costruzione dei data center, a maggior ragione considerando anche la sensibilità politica del tema idrico. Il recupero del calore di scarto — circa 260 TWh potenziali al 2030, pari al consumo elettrico dell'Australia — potrebbe contribuire a stringere ulteriormente il legame tra adattamento climatico e infrastruttura AI, facilitando di fatto la definizione di universi investibili simultaneamente esposti ad entrambi i temi (Goldman Sachs, 2026c). Va inoltre tenuto presente che, secondo le previsioni IEA, sia i consumi elettrici dei data center sia quelli per la climatizzazione sono previsti triplicare al 2035, ma con i secondi che partono da una base significativamente più ampia.

Sul fronte demografico, nei mercati sviluppati i pensionati crescono di circa 4 milioni l'anno, mentre i "consumatori di picco" (35–55 anni) caleranno di circa 3 milioni l'anno dal 2030: un'inversione strutturale della domanda. La Corea del Sud ha chiuso il 2025 con un tasso di fertilità pari a 0,80, Singapore al minimo storico di 0,87, la Cina ha perso 3,39 milioni di abitanti con nascite a -17% su base annuale. Il Congressional Budget Office (CBO) ha anticipato di nove anni — al 2030 — l'incrocio tra decessi e nascite negli USA e di ventiquattro anni — al 2056 — il picco della popolazione (Goldman Sachs, 2026a). La pressione demografica comincia ad avere una correlazione con i risultati aziendali: negli ultimi tre anni le società con un mix di prodotti e servizi caratterizzato da un miglior profilo di domanda demografica hanno mostrato

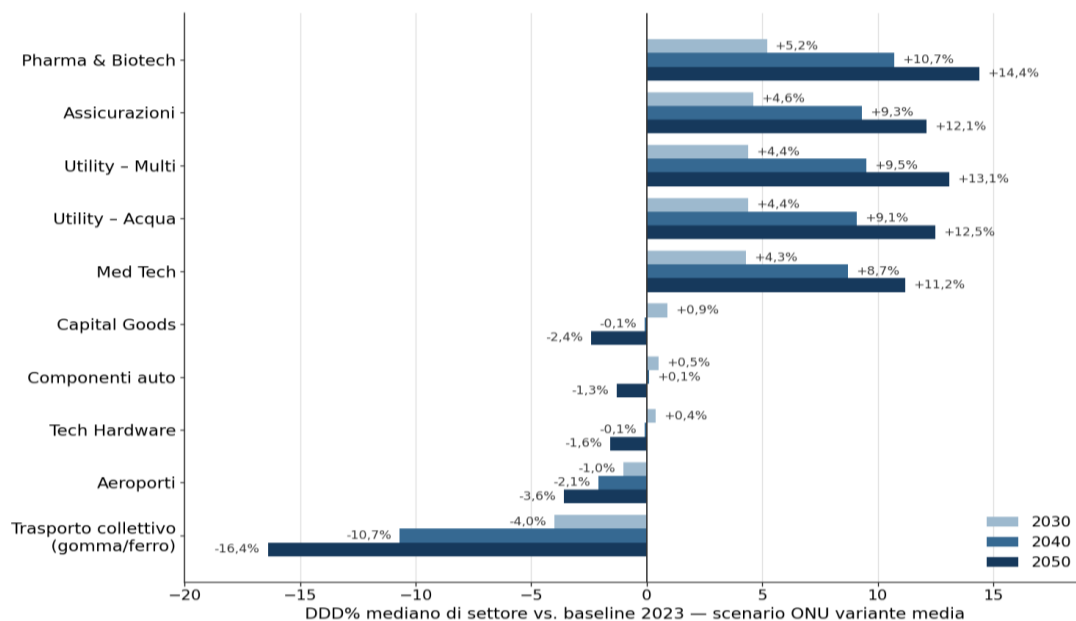
sistematicamente maggiori sorprese positive sui ricavi e minori delusioni sugli utili (Goldman Sachs, 2026).

Tra i primi cinque settori per venti demografici favorevoli — pharma & biotech (+5,2% di domanda demografica al 2030, +14,4% al 2050), assicurazioni, utility multiservizio e idriche, med tech — e gli ultimi cinque — capital goods, componenti auto, tech hardware, aeroporti, trasporto collettivo (–4,0% già al 2030) — si stima un differenziale di crescita annua della domanda di circa 0,6 punti percentuali (Goldman Sachs, 2026). Gli over 65 spendono 1,92 volte la mediana in ristrutturazione della casa, 1,54 in sanità e 1,34 in utenze elettriche, con consumi elettrici pro capite superiori del 55% rispetto agli under 45.

A livello di singolo emittente, l'esposizione geografica dei ricavi diventa un fattore determinante nella valutazione dei fondamentali finanziari. Per esempio, nell'ambito del settore automotive, una società come Maruti Suzuki mostra una domanda demografica a +5,6% al 2030, con l'85% dei ricavi in India, mentre per SAIC emerge un –0,9% sullo stesso orizzonte temporale, con l'82% dei ricavi derivanti dal mercato cinese (Goldman Sachs, 2026). Per gli emittenti sovrani le implicazioni demografiche sono chiaramente fiscali e di crescita economica: per gli USA, la Federal Reserve indica nella sola produttività il motore residuo della crescita, venendo meno il contributo demografico, con effetti su output potenziale, tassi terminali e finanza pubblica.

In questa prospettiva, diversamente dalla percezione ad oggi più diffusa, che vede nell'AI una grave minaccia occupazionale, gli aumenti attesi di produttività derivanti dall'intelligenza artificiale potrebbero essere un fattore di controbilanciamento della riduzione strutturale della produttività causata dalla crescente pressione demografica.

Grafico 8: DDD% mediano di settore vs. baseline 2023. DDD sta per Demographic-Driven Demand, framework di GS per misurare l'esposizione della domanda di un prodotto alla pressione demografica, in funzione della coorte di consumatori. Domanda demografica per settore: primi 5 venti favorevoli vs. ultimi 5 venti contrari secondo la metodologia di Goldman Sachs Demographic-Driven Demand.



Fonte: Goldman Sachs, 2026;

Il 2026 si sta pertanto rivelando “il canarino nella miniera” sia dal punto di vista climatico che demografico. La dinamica è simile su entrambi i fronti: gli orizzonti temporali si comprimono e i prezzi cominciano a incorporare uno scenario futuro che, forse più rapidamente del previsto, precipita nel presente, imponendo un rapido adeguamento dei framework valutativi, per i quali diventa molto complesso rimanere neutrali nelle proprie assunzioni.