





Outlook Macroeconomic Mensile

Settembre 2025

act differently

IMPact SGR S.p.A.

 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano  +39.02.38.25.51.00  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 Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
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 +39.02.38.25.51.00 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 Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Executive Summary

- Nel corso del mese di agosto, il braccio di ferro tra il Presidente Trump e la Federal Reserve si è intensificato, provocando una divisione del FOMC che va ampliandosi. Il mercato, nonostante sia testimone di questo tentativo di influenzare la FED da parte della Casa Bianca, non sta per ora prezzando la perdita di credibilità da parte dell’Autorità monetaria, ma si tratta di uno scenario estremamente pericoloso che non può essere ignorato.
- La situazione appare complessa per la FED: dopo aver abbassato i tassi, nel dot-plot ha segnalato altri due tagli attesi entro la fine dell’anno, ma contemporaneamente ha alzato le previsioni per inflazione e crescita. Molte sembrerebbero le ragioni per non abbandonarsi a politiche monetarie eccessivamente espansive, ma il raffreddamento del mercato del lavoro negli ultimi due mesi sembra effettivamente giustificare questa scelta.
- La corsa degli asset rischiosi sembra non fermarsi: i mercati azionari salgono spinti dall’euforia per gli sviluppi dell’intelligenza artificiale, nonostante le nuove politiche commerciali dell’amministrazione Trump si siano ormai concretizzate, con il dazio medio applicato dalle dogane americane passato dal 2% al 17% in poco più di sei mesi.
- La BCE si trova in un territorio meno impervio: il livello dei tassi di interesse rimane nell’intervallo di neutralità per l’economia dell’Eurozona. L’inflazione risulta vicina al 2% e la crescita si mantiene debole ma positiva. La crisi di governo in Francia rimane prettamente politica: il “rischio Francia” non ha per il momento contagiato il sistema produttivo francese o gli spread di credito degli emittenti francesi.
- I dati energetici del primo semestre 2025 confermano il consolidamento di tendenze strutturali già emerse negli anni precedenti: l’accelerazione della crescita delle fonti rinnovabili da un lato e le crescenti pressioni competitive sul settore petrolifero tradizionale dall’altro. La performance del solare fotovoltaico risulta particolarmente impressionante e continua a crescere la penetrazione delle rinnovabili nei sistemi energetici, mentre il settore petrolifero attraversa una fase di profonda ristrutturazione a livello globale.
- L’Unione Europea progredisce in linea con le aspettative verso i propri obiettivi di riduzione delle emissioni: i Piani Nazionali per l’Energia e il Clima (PNEC) rivelano che il futuro rinnovabile europeo sarà basato principalmente sul solare fotovoltaico. L’evoluzione del quadro di supporto alle rinnovabili nell’UE mostra una chiara tendenza verso strumenti di mercato più sofisticati e a lungo termine. Rimangono aspetti critici lo sviluppo di sistemi di accumulo a batterie e l’incremento della flessibilità di rete, così come la semplificazione del finanziamento delle reti elettriche.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d’Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Una FED sempre più politicizzata

Nel corso del mese di agosto, il braccio di ferro tra il Presidente Trump e la Federal Reserve si è intensificato. Com'è ormai evidente, Trump mal sopporta l'indipendenza dell'Autorità monetaria e la propria impossibilità di poter incidere sull'indirizzo dei tassi d'interesse. Scartate le opzioni giuridicamente più complesse, come il paventato licenziamento del governatore Powell a meno di un anno dalla conclusione naturale del suo mandato, Trump tenta di costruirsi pian piano una maggioranza all'interno del Board of Governors per influenzare in maniera più incisiva la politica monetaria.

Nella conferenza di fine luglio, la FED ha mantenuto i tassi invariati per la quinta volta consecutiva nell'anno, nonostante due membri del Comitato, Waller e Bowman hanno dissentito esplicitamente votando per un taglio di 25 punti base. Era la prima volta dal dicembre 1993 che non si registravano due distinguo rispetto alla decisione di politica monetaria: una esemplificazione plastica della divisione che pian piano si sta costruendo all'interno del FOMC. A inizio agosto, le dimissioni inattese di Adriana Kugler (il cui mandato era in scadenza a gennaio) hanno offerto al Presidente Trump la possibilità di nominare un nuovo membro votante a lui particolarmente vicino, Stephen Miran. Infine, a fine estate, una nuova inattesa mossa da parte della Casa Bianca ha occupato le prime pagine dei giornali: una lettera di licenziamento è stata recapitata a Lisa Cook, altro membro del Board vicino ai Democratici. Il Presidente degli Stati Uniti ha la facoltà di allontanare un membro del FOMC prima della scadenza naturale del proprio mandato solo per "giusta causa". Il motivo del licenziamento è, in questo caso, una presunta truffa su due mutui personali di Lisa Cook, sollevata dal direttore della Federal Housing Finance Agency, William Pulte. Stando alle accuse, la governatrice nel 2021 avrebbe indicato due proprietà contemporaneamente come "residenza principale" per ottenere tassi più vantaggiosi sul proprio mutuo. Lisa Cook ha sempre respinto come illecita la lettera di licenziamento di Trump, dal momento che quelle mosse dal Presidente sono semplicemente accuse e non costituiscono giusta causa. Nell'ultima riunione del FOMC di settembre, Lisa Cook ha comunque preso parte alla votazione in quanto un tribunale ha congelato il licenziamento di Trump, impendendo che diventasse effettivo senza che la governatrice potesse aver diritto a un giusto processo. L'amministrazione ha scelto in ogni caso di non arrendersi, facendo immediatamente appello alla Corte Suprema. Se Trump riuscisse effettivamente nell'intento di sostituire Lisa Cook con un governatore a lui affine, avrebbe di fatto messo in minoranza Powell all'interno del Board of Governors.

Questi fatti testimoniano come le velleità di Trump di influenzare la politica monetaria siano concrete e non si limitino a semplici slogan. L'intenzione, per altro più volte dichiarata dal Presidente, è quella di tagliare in misura sostanziale i tassi di interesse per ridurre il servizio sul debito sovrano. La storia, tuttavia, ci offre esempi catastrofici di scelte di questo tipo: la Germania degli anni Venti, l'Ungheria nel Dopoguerra, l'Argentina e la Turchia più recentemente. Gli Stati Uniti lo fecero durante la Seconda guerra mondiale, quando il Tesoro costrinse la FED a mantenere i tassi d'interesse bassi per finanziare le spese militari: il risultato fu un'alta

IMPact SGR S.p.A.

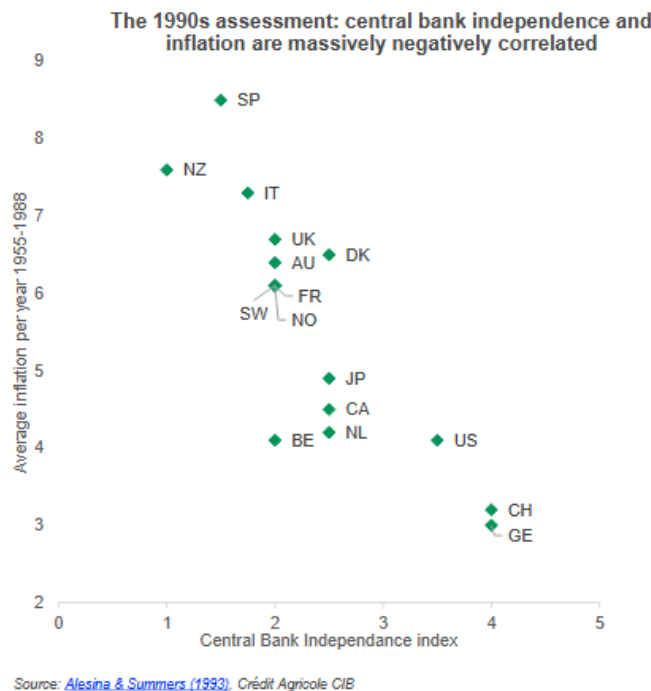
📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

inflazione nel Dopoguerra fino all'accordo tra Tesoro e FED nel 1951, che portò all'indipendenza della Banca Centrale.

La politicizzazione della Banca Centrale, la cosiddetta "dominanza fiscale", tipica delle economie emergenti, produce alta inflazione, crescita volatile e crisi valutarie. Il mercato, nonostante sia testimone di questo vigoroso tentativo di influenzare la FED da parte della Casa Bianca, non sta per ora prezzando la perdita di credibilità da parte dell'Autorità monetaria, ma si tratta di uno scenario estremamente pericoloso che non può essere ignorato per le sue implicazioni.

Grafico 1: The 1990s assessment: central bank independence and inflation are massively negatively correlated.



Fonte: Alesina & Summers (1993), Crédit Agricole CIB, 2025.

Verso una politica monetaria più espansiva

Nell'ultima riunione della FED di settembre, è stato infine abbassato il corridoio dei FED Funds di 25 punti base. Il voto è stato unanime, con la sola eccezione del neo-arrivato Miran che ha votato subito per un più vigoroso taglio di 50 bps. Già dal simposio di Jackson Hole di fine agosto, Powell aveva aperto la strada ad un primo taglio in settembre, cercando di guidare le aspettative dei mercati. Il Governatore ha giustificato la scelta come un "risk management cut": il rischio di un raffreddamento del mercato del lavoro è oggi più urgente della possibilità di nuove fiammate inflazionistiche indotte, ad esempio, dalle politiche commerciali protezionistiche. Per questo motivo, pur rimanendo ancora in territorio restrittivo, ci si sposta verso un tasso

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgri.it www.impactsgri.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

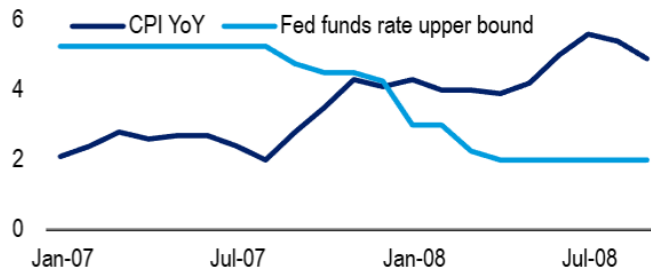
più neutrale, mantenendo tuttavia un approccio meeting-by-meeting per poter correggere la rotta qualora si rendesse necessario.

La situazione appare particolarmente complessa: la FED abbassa i tassi e nel dot-plot segnala altri due tagli attesi entro la fine dell'anno, ma contemporaneamente alza le previsioni per inflazione e crescita.

Grafico 2: H2 '07 to H1 '08 was the previous sustained period where Fed cuts occurred amid rising inflation.

Exhibit 5: H2 '07 to H1 '08 was the previous sustained period where Fed cuts occurred amid rising inflation

Inflation vs Fed funds rate 2007-2008



Source: BofA Global Research, Bloomberg

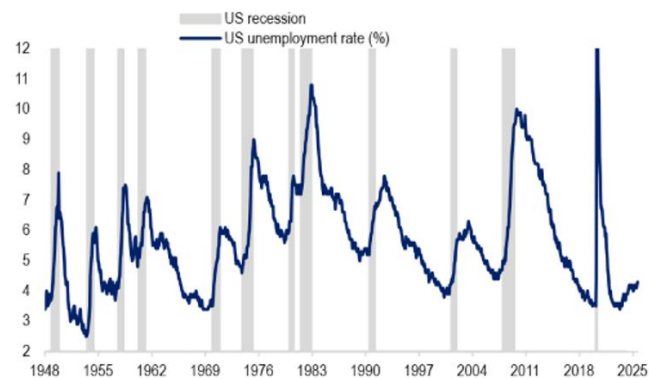
Fonte: BofA Global Research, Bloomberg, 2025.

Molte sembrerebbero le ragioni per non abbandonarsi a politiche monetarie eccessivamente espansive: le ultime letture dei dati di inflazione segnalano un, seppur leggero, rialzo, estendendo il periodo di crescita dei prezzi fuori dal target della banca centrale di oltre quattro anni; gli asset mobiliari e immobiliari sono vicini ai propri massimi storici; la profittabilità delle aziende è ben al di sopra delle medie storiche; il boom dell'intelligenza artificiale spinge l'acceleratore sugli investimenti; per quanto riguarda l'incertezza derivante dalle nuove politiche commerciali, rispetto alla scorsa primavera la situazione appare oggi più definita, con i vari accordi che sono stati conclusi tra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Infine, la politica fiscale continua ad essere espansiva. Tuttavia, il raffreddamento del mercato del lavoro testimoniato dai dati degli ultimi due mesi sembra effettivamente giustificare, stante la natura del duplice mandato della FED, la scelta di abbandonare con gradualità un territorio eccessivamente restrittivo.

Grafico 3: US unemployment rate.

Exhibit 4: US unemployment rate

The US unemployment rate continues to rise from multi-decade lows in 2023



Source: BofA Global Research, Haver

BofA GLOBAL RESEARCH

Fonte: BofA Global Research, Haver, 2025.

Molti osservatori si attendevano effettivamente un rallentamento del mercato del lavoro per la fine dell'estate, complice l'effetto ritardato dell'applicazione dei dazi, la netta riduzione delle assunzioni da parte del governo e dei flussi migratori e il fatto che molte aziende medio-piccole americane affrontano la necessità di rifinanziarsi a fine anno/inizio 2026, pertanto è sintomatico che circa 3/6 mesi prima della scadenza dei finanziamenti vengano rivisti i piani di assunzione. Il territorio insicuro in cui si muove la FED, tra inflazione vicina al target ma non ancora sotto controllo con sicurezza e mercato occupazionale in frenata, suggerisce di tentare di portarsi almeno più vicini al tasso di interesse neutrale, come ha di fatto raggiunto la BCE. Gli economisti hanno stimato che il tasso di interesse neutrale per l'economia americana si trova intorno il 3%-3.5% (circa 150 bps sopra il livello stimato per l'Eurozona): aggiungendo uno 0.25% sotto questo livello come "concessione" alle pressanti pressioni del Tesoro di crescente allentamento, si arriva a un livello di 2.75%, al quale il mercato sta attualmente prezzando che si dovrebbe arrivare entro la fine del prossimo anno. Anche il BofA Global Fund Manager Survey mostra che circa il 60% dei gestori di fondi si attende 3 o 4 tagli nell'arco dei prossimi dodici mesi: un processo graduale e senza eccessi dettati dall'assenza di vere e proprie emergenze chiare, quanto piuttosto dalla coesistenza di vari fattori potenzialmente destabilizzanti.

I mercati azionari continuano la propria corsa

Come già sottolineato, la corsa degli asset rischiosi sembra non fermarsi: i mercati azionari salgono spinti dall'euforia per gli sviluppi e le conseguenze in termini di produttività e profittabilità dell'intelligenza artificiale. Le aziende stanno investendo molto con la benedizione delle borse, che al contempo castigano le società che invece rimangono indietro su questo terreno. La tecnologia, dopo un inizio anno in sottotono, continua a

IMPact SGR S.p.A.

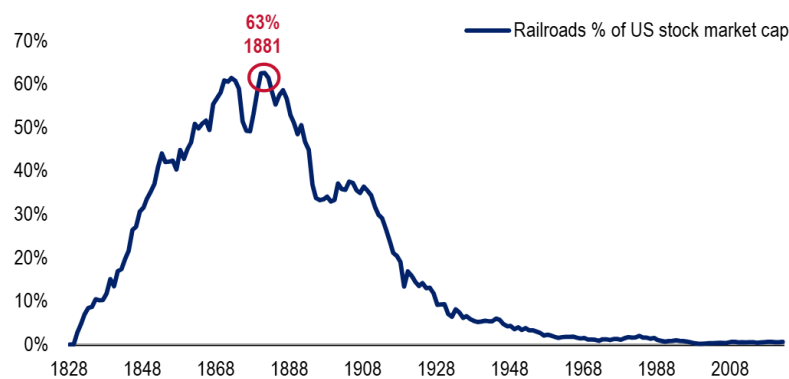
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgroup.it www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

trainare i rialzi. Le innovazioni che vengono percepite come “disruptive” per i business hanno sempre provocato effetti simili sui mercati finanziari nel corso della storia. Nella seconda metà del XIX secolo, ad esempio, lo sviluppo del settore ferroviario era riuscito ad attrarre talmente tanto capitale negli Stati Uniti da arrivare a costituire oltre il 60% del mercato azionario americano. Seppur gli indici ci appaiano oggi estremamente concentrati, ci troviamo ancora ben lontani da questi record.

Grafico 4: Railroads = 63% of US stock market in 1881... most dominant innovation setor ever.

Chart 2: Railroads = 63% of US stock market in 1881... most dominant innovation sector ever
Railroads as % of US stock market cap



Source: BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data

BofA GLOBAL RESEARCH

Fonte: BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data, 2025.

Se davvero l’intelligenza artificiale riuscisse a incrementare produttività e profitti come i mercati stimano, la disoccupazione dovrebbe tendere a salire in un contesto di economia in accelerazione, rendendo il lavoro della FED ancor più complesso in prospettiva.

La corsa degli asset rischiosi prosegue anche nonostante le nuove politiche commerciali dell’amministrazione Trump si siano ormai concretizzate: a gennaio il dazio medio presso le dogane americane era del 2.2%, mentre a inizio agosto era all’incirca del 17%. Paradossalmente, come l’annuncio del Liberation Day aveva innescato una profonda correzione nel corso del mese di aprile, molti analisti ritengono che, se i tribunali americani dovessero in autunno interrompere a sorpresa la validità degli accordi commerciali e quindi abbassare il livello tariffario, questo potrebbe nuovamente causare una correzione sui mercati azionari e obbligazionari.

Per il momento, infatti, l’inflazione rimane abbastanza elevata ma non sembra andare fuori controllo, la crescita rimane resiliente e il bilancio federale incassa i generosi introiti dalla raccolta dei dazi all’import: nel mese di luglio, il Tesoro ha raccolto circa 28 miliardi di dollari di tariffe doganali, circa il quadruplo della media mensile del 2024.

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgroup.it www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d’Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Il debito federale, appesantito da ulteriori 4.1 trilioni di dollari in dieci anni per effetto dei tagli fiscali dell’One Big Beautiful Bill Act, diventerebbe insostenibile senza il contributo delle entrate doganali, tanto che anche le agenzie di rating S&P e Fitch hanno segnalato come l’entità del gettito tariffario sia un fattore imprescindibile per non downgrade ulteriormente il debito sovrano americano.

Il livello dei rendimenti sul Treasury a dieci anni si sono infatti stabilizzati su una traiettoria in leggera discesa nel corso dell’estate, confortate dal gettito record sull’import, mentre sono rimasti elevati i tassi sul segmento di curva ultra-long che riflette le tendenze di rialzo del livello “naturale” dei tassi di interesse nel lungo periodo con un debito pubblico in crescita continua.

Grafico 5: Andamento del differenziale di rendimento tra Treasury 30y e Treasury 10y da inizio anno.



Fonte: Bloomberg, 2025.

Il “rischio Francia” non minaccia la stabilità economica dell’Eurozona

La BCE si trova in un territorio meno impervio. Il livello dei tassi di interesse rimane nell’intervallo che la maggioranza degli economisti definisce di neutralità per l’economia dell’Eurozona. L’inflazione risulta vicina al 2% e la crescita si mantiene debole ma positiva: i rischi del ciclo economico, stanti le parole della Presidente Lagarde, sono ora decisamente più bilanciati. Vista la scelta di lessico utilizzata dalla Presidente e le dichiarazioni degli ultimi mesi, l’impressione è che, a meno di uno shock importante all’economia dell’Eurozona, come un livello tariffario inaspettatamente molto elevato, un eccessivo rafforzamento dell’euro o una forza esogena, la BCE difficilmente taglierà ancora i tassi.

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgroup.it www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d’Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Il cambio euro/dollaro si è mosso verso l'alto durante l'estate ed ha superato nelle ultime settimane il livello di 1,18, che non toccava dal settembre 2021. Il movimento potrebbe avere ancora un po' di respiro, tuttavia, stante l'attuale situazione, è improbabile un forte movimento di ulteriore apprezzamento dell'euro da questi livelli, visto che ormai le mosse di riduzione dei Fed Funds e il mantenimento dei tassi al 2% in Eurozona sono già attese dagli investitori. Per il resto, l'economia europea non sembra avere una forza tale da portare troppo in alto la propria moneta unica: la Germania non riesce ancora a trovare la strada della crescita, l'Italia non desta preoccupazioni da un punto di vista di finanza pubblica, ma esprime ancora produttività estremamente bassa e crescita debole, mentre la Francia è vittima di una crisi politica con forti implicazioni economiche da cui difficilmente riuscirà ad uscire nei prossimi mesi.

La seconda economia dell'Eurozona è caratterizzata da forti squilibri di finanza pubblica: deficit oltre il 5% anche nel 2025, disavanzo primario, terzo debito pubblico per dimensione in rapporto al PIL d'Europa, dopo Grecia ed Italia, al 117%. Nonostante tale situazione e le procedure di infrazione comminate dalla Commissione europea, la politica francese appare completamente incapace di offrire soluzioni correttive.

L'8 settembre il governo di François Bayrou è stato sfiduciato dall'Assemblea Nazionale (come quello di Barnier meno di un anno fa) proprio per incapacità di raccogliere una maggioranza capace di approvare una manovra finanziaria efficace per correggere la rotta insostenibile delle finanze pubbliche. Il Presidente Macron si rifiuta di sciogliere il Parlamento ed indire nuove elezioni legislative per il concreto rischio che ottenga la maggioranza il partito di estrema destra Rassemblement National. Dopo la caduta di Bayrou, l'incarico di formare un nuovo governo è stato affidato ad un altro storico fedele macronista: Sébastien Lecornu. Tuttavia, le probabilità che il nuovo governo riesca in quello che i precedenti hanno fallito sono molto ridotte: non solo l'estrema destra, ma anche la forte compagine parlamentare di sinistra ed estrema sinistra è fortemente contraria a tagli importanti del bilancio pubblico, compreso lo storico partito socialista. L'opinione pubblica rimane fortemente contro la riduzione dello stato sociale, con continue e partecipate manifestazioni e scioperi che infiammano il Paese.

Il premio al rischio sovrano è cresciuto in seguito a questa inattesa crisi di governo arrivando persino allo storico sorpasso sull'Italia, i cui titoli decennali rendono oggi meno che gli OAT francesi, mentre solo tre anni fa il differenziale era di 200 punti base. La situazione non è tuttavia ancora percepita come eccessivamente pericolosa: gli spread sono contenuti anche e soprattutto sulle scadenze più brevi: tuttavia, l'agenzia di rating Fitch ha subito approfittato della prima finestra disponibile per downgrade il debito francese a A+ da AA-. Se la Francia dovesse perdere la doppia A anche da parte un'altra agenzia di rating, questo obbligherebbe molti conti asiatici a liquidare in maniera obbligata le proprie posizioni, provocando possibili ulteriori allargamenti. La crisi, tuttavia, rimane prettamente politica e non si estende, al momento, al sistema finanziario nel suo complesso: il "rischio Francia" non ha per il momento contagiato il sistema produttivo francese o gli spread di credito degli emittenti francesi, che nelle ultime settimane hanno mostrato un allargamento molto più contenuto rispetto ai titoli di stato.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ 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 Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

La riconfigurazione dei sistemi energetici accelera: investimenti record nelle rinnovabili a fronte della contrazione strutturale dell'industria petrolifera

I dati energetici del primo semestre 2025 confermano il consolidamento di tendenze strutturali già emerse negli anni precedenti: l'accelerazione della crescita delle fonti rinnovabili da un lato e le crescenti pressioni competitive sul settore petrolifero tradizionale dall'altro. A giugno 2025, la generazione elettrica netta totale nei paesi OCSE ha raggiunto i 922,6 TWh, registrando un incremento dell'1,4% rispetto a giugno 2024. Mentre la produzione da combustibili fossili è diminuita dell'1,8% su base annua, attestandosi a 416,8 TWh (45,2% del totale), la generazione da fonti rinnovabili ha registrato una crescita robusta del 7,3% (+24,4 TWh) raggiungendo 358,6 TWh, pari al 38,9% della produzione totale.

Particolarmente impressionante è stata la performance del solare fotovoltaico, la cui produzione è aumentata del 24,7% su base annua (+23,5 TWh), portando la generazione solare fotovoltaica totale dei Paesi dell'area OCSE a 118,7 TWh, equivalente al 12,9% della produzione complessiva. Nei paesi OCSE europei la generazione solare fotovoltaica è cresciuta del 25,0% su base annua (+10,8 TWh), attestandosi a 53,9 TWh. Anche l'eolico ha mostrato una crescita solida dell'8,8% (+7,3 TWh), raggiungendo 89,7 TWh (9,7% del totale). Al contrario, la generazione idroelettrica ha subito una contrazione del 2,7% (-3,8 TWh) a 135,2 TWh, riflettendo le crescenti pressioni climatiche sui bacini idrici. Analogamente, anche il nucleare mostra una tendenza di contrazione nell'area OCSE, con la generazione elettrica nucleare diminuita del 2,3% su base annua (-3,4 TWh) raggiungendo 143,2 TWh, pari al 15,5% della produzione totale. Questa tendenza è particolarmente pronunciata nei paesi OCSE europei, dove la produzione nucleare è calata del 2,7% (-1,4 TWh) su base annua.

Mentre la penetrazione delle rinnovabili nei sistemi energetici continua a crescere, il settore petrolifero sta attraversando una fase di profonda ristrutturazione a livello globale, a causa della diminuzione strutturale della domanda e la conseguente stagnazione del prezzo del petrolio intorno ai 60 dollari al barile. Le maggiori compagnie petrolifere e del gas stanno riducendo la forza lavoro, tagliando i costi e ridimensionando gli investimenti al ritmo più veloce dalla crisi pandemica del 2020. Questa dinamica riflette le aspettative per un periodo prolungato di prezzi petroliferi depressi.

I prezzi del greggio si sono dimezzati rispetto ai picchi raggiunti dopo l'invasione russa dell'Ucraina nel 2022. Negli ultimi cinque mesi, l'OPEC ha abbandonato la strategia di contenimento della produzione per sostenere i prezzi, nonostante le previsioni di un eccesso di offerta imminente, optando invece per riconquistare quote di mercato e mettere sotto pressione i produttori a costo più elevato negli Stati Uniti e in altre nazioni non-OPEC.

La società di consulenza e ricerca energetica Wood Mackenzie prevede che il prezzo del Brent scenderà sotto i 60 dollari al barile all'inizio del 2026 e con elevata probabilità rimarrà a questo livello per i prossimi anni, salvo ulteriori shock geopolitici. Con prezzi inferiori a 60 dollari, nessuna delle grandi compagnie petrolifere occidentali può coprire i propri piani di investimento, dividendi e buyback attesi dagli investitori. Morgan

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ 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 Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

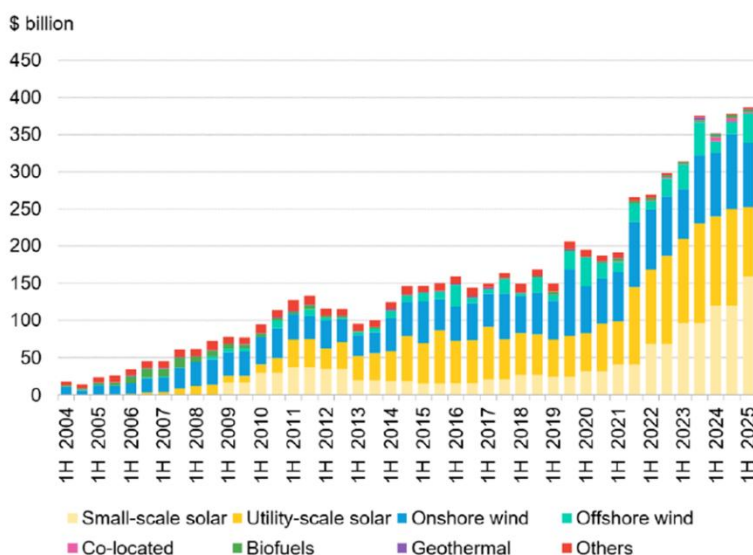
Stanley prevede una significativa riduzione dei buyback del settore petrolifero nei prossimi mesi, sulla scia di quanto già fatto da BP.

Le conseguenze occupazionali sono particolarmente acute in Texas, centro dell'industria statunitense. ConocoPhillips ha comunicato ai dipendenti che fino a uno su quattro, ovvero fino a 3.250 persone, sarà licenziato entro fine anno, mentre Chevron ha annunciato un taglio di 8.000 posti di lavoro. I produttori statunitensi sono particolarmente esposti all'economia dello shale oil, dove i perforatori necessitano di un prezzo di 65 dollari al barile per ottenere profitti, nettamente superiore rispetto ai giacimenti del Medio Oriente e offshore.

Mentre il settore petrolifero si contrae, gli investimenti globali in nuovi progetti di energia rinnovabile hanno raggiunto un record di 386 miliardi di dollari nella prima metà del 2025, in crescita del 10% rispetto all'anno precedente, secondo i dati di BNEF.

Il dato aggregato nasconde però una significativa ricomposizione degli investimenti: mentre il finanziamento di progetti solari utility-scale ed eolici onshore è diminuito del 13% rispetto al primo semestre 2024, raggiungendo la quota più bassa degli investimenti totali dal 2006, questa contrazione è stata più che compensata dalla forte espansione degli impianti fotovoltaici di piccole dimensioni.

Grafico 6: Nuovi investimenti annuali in energia rinnovabile tra H1 2004 e H1 2025.



Fonte: BNEF, 2025.

Il solare fotovoltaico ha infatti attirato complessivamente 252 miliardi di dollari nella prima metà del 2025, segnando il decimo periodo semestrale consecutivo di crescita e un +5% rispetto al primo semestre 2024. La

dinamica più rilevante è rappresentata dagli investimenti in solare di piccola scala, che ha raggiunto 159 miliardi di dollari - oltre il 63% del totale semestrale per il solare, evidenziando come gli investitori stiano privilegiando progetti più rapidi da implementare e meno esposti alle incertezze regolatorie. Al contrario, gli investimenti in impianti fotovoltaici utility-scale sono calati del 19% nella prima metà del 2025 rispetto allo stesso periodo del 2024.

Questa ricomposizione riflette preoccupazioni crescenti sui rischi di ricavo per i grandi impianti, dovuti all'aumento del curtailment - la riduzione forzata della produzione energetica quando l'offerta supera la domanda o per limitazioni della rete – alla maggiore esposizione a prezzi negativi dell'energia e ai cambiamenti normativi - particolarmente negli Stati Uniti e in Cina continentale.

L'Unione Europea avanza verso gli obiettivi di transizione

Coerentemente con la tendenza di crescita globale delle energie pulite e nonostante i venti politici, l'Unione Europea sta progredendo in linea con le aspettative verso i propri obiettivi di riduzione delle emissioni del 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990. I dati più recenti indicano che 16 Stati membri UE hanno già disaccoppiato le emissioni di CO₂ dalla crescita del PIL e che il solare fotovoltaico è diventato la più grande singola fonte di generazione elettrica nell'UE a giugno 2025, superando per la prima volta il carbone nel 2024.

I Piani Nazionali per l'Energia e il Clima (PNEC) rivelano che il futuro rinnovabile europeo sarà basato principalmente sul solare fotovoltaico. L'obiettivo del 2030 richiede alla Germania di ridurre le emissioni di quasi 4 volte più di Francia e Italia: circa 800 MtCO₂e contro circa i 268 MtCO₂e della Francia e 241 MtCO₂ dell'Italia, rispetto ai livelli del 1990. Questi dati indicano con chiarezza l'entità dell'opportunità di crescita per le tecnologie low-carbon soprattutto nel mercato tedesco e la misura in cui il successo della decarbonizzazione europea dipenda in realtà dalla decarbonizzazione tedesca.

L'evoluzione del quadro di supporto alle rinnovabili nell'UE mostra una chiara tendenza verso strumenti di mercato più sofisticati e a lungo termine. Universalmente, i paesi europei stanno abbandonando i tradizionali Feed-in-Tariff (FiT) in favore di Power Purchase Agreement (PPA) e Contract for Difference (CfD), che forniscono maggiore certezza sui ricavi a lungo termine, contestualmente riducendo il rischio di investimento e facilitando l'accesso al capitale per i progetti rinnovabili.

Al di fuori dell'elettricità, i progressi sono stati più gradualmente, ma ci sono segnali positivi, particolarmente per la decarbonizzazione dei trasporti. I veicoli elettrici sono destinati a raggiungere una quota di mercato del 16% nel 2025, in aumento del solo 2% dal 2019, con politiche UE, come gli obiettivi di emissioni delle flotte e il divieto di motori a combustione dal 2035, che si stanno rivelando efficaci. In Spagna il tasso di crescita annuale composto dei veicoli elettrici coerente con l'obiettivo fissato al 2030 è del 52%, il più alto dell'UE, seguito da quello dell'Italia (49%) e della Germania (30%). Le vendite di nuovi veicoli BEV e PHEV in Italia, Francia e Germania nel periodo 2022-2025 sono in linea con la traiettoria di crescita richiesta per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione al 2030.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



L'avanzamento della transizione energetica europea sta contribuendo ad accrescere il rischio di sovradimensionamento dell'infrastruttura del gas naturale: il consumo di gas nell'UE è diminuito del 20% dal 2021 ed è previsto in ulteriore calo con l'intensificazione dell'elettrificazione, particolarmente per trasporti, edifici e industria. Ciononostante, continua l'espansione dei terminal per l'importazione e conversione di LNG, configurando il rischio di asset sottoutilizzati nel medio termine.

Rimangono invece aspetti critici della transizione europea lo sviluppo di sistemi di accumulo a batterie e l'incremento della flessibilità di rete, così come la semplificazione del finanziamento delle reti elettriche, elementi imprescindibili per il raggiungimento dell'obiettivo di penetrazione delle rinnovabili al 70% nel 2030.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ 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 Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia