





# Outlook Macroeconomic Mensile

Novembre 2025

*act differently*

IMPact SGR S.p.A.

 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano  +39.02.38.25.51.00  [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it)  [www.impactsgr.it](http://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](mailto: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](mailto:impact@impactsgr.it) [www.impactsgr.it](http://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 dell'ultimo mese, abbiamo assistito ad una interruzione della continua fase rialzista iniziata dopo i minimi dello scorso aprile. I mercati azionari globali sono scesi mediamente del 5% con una sottoperformance delle borse americane rispetto ai listini europei e giapponesi. Crescono tra gli investitori i timori di una nuova bolla speculativa sviluppata sul tema dell'intelligenza artificiale.
- A seguito di un anno finora molto positivo per il mercato azionario globale, il Bitcoin ha invece vissuto una fase decisamente ribassista. A penalizzare il settore tech e criptovalute, un generale sentimento di maggiore avversione ai rischi unito a importanti prese di profitto.
- A fine ottobre, la FED ha ridotto per la seconda volta nel 2025 il corridoio dei FED Funds come da aspettative, precisando tuttavia che un ulteriore taglio in dicembre non è affatto da ritenersi scontato. In Europa la Presidente Lagarde ha lasciato inalterato i tassi di interesse di riferimento, descrivendo i rischi sul fronte della stabilità dei prezzi e sull'andamento del ciclo economico come bilanciati. Nonostante l'incremento dei dazi da parte degli Stati Uniti, l'economia europea si è per il momento rivelata più resiliente delle aspettative.
- Il governo giapponese di Sanae Takaichi ha approvato recentemente il più grande piano di spesa supplementare dall'inizio della pandemia, una cifra pari al 3% del PIL giapponese. Il Governatore della Bank of Japan ha avvertito che la debolezza dello yen potrebbe esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione. Il mercato obbligazionario giapponese ha reagito portando i rendimenti dei bond trentennali indietro di oltre vent'anni, mentre lo yen continua a svalutarsi.
- Dopo tre anni di sottoperformance, i fondi dedicati alla transizione energetica hanno registrato una netta inversione di tendenza nel 2025, un'evoluzione che potrebbe trovare un supporto potenzialmente decisivo nella bozza di revisione del Sustainable Finance Disclosure Regulation. Una delle novità più rilevanti sarebbe l'introduzione esplicita della categoria "Transition", indirizzata a investimenti in società e progetti che seguono percorsi di transizione credibili o contribuiscono attivamente al perseguimento di obiettivi di mitigazione e decarbonizzazione.
- Il summit COP30 in corso a Belém sta affrontando negoziati complessi su questioni centrali per i flussi di investimento nella transizione energetica e nell'adattamento climatico. Nonostante le difficoltà di raggiungere consenso su temi chiave, emergono segnali concreti che suggeriscono che un approccio pragmatico incentrato sulla mobilitazione della finanza climatica sia possibile. I giorni finali saranno cruciali per definire la portata e la velocità di mobilitazione della finanza climatica a livello globale.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano    📞 +39.02.38.25.51.00    ✉ [impact@impactsgroup.it](mailto:impact@impactsgroup.it)    🌐 [www.impactsgroup.it](http://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

## Mercati azionari globali in leggera discesa

Nel corso dell'ultimo mese, abbiamo assistito ad una interruzione della continua fase rialzista iniziata dopo i minimi dello scorso aprile a seguito del Liberation Day. I mercati azionari globali sono scesi mediamente del 5% nel corso dell'ultimo mese, con una sottoperformance delle borse americane rispetto ai listini europei e giapponesi. Si è registrato un importante rialzo della volatilità, con l'indice VIX salito del 50% nell'ultimo mese. Le curve dei tassi di interesse hanno compiuto un leggero movimento parallelo al rialzo, mentre i premi al rischio di credito, pur dovendo fronteggiare un mese di novembre che ha avuto le settimane più intense dell'anno per volumi emessi sul mercato primario, hanno mostrato segni di resilienza, con allargamenti un po' più significativi solo sui segmenti subordinati del debito bancario.

Nel mese di novembre è finalmente terminato il periodo di shutdown del governo americano più lungo della storia degli Stati Uniti, con un'impasse durata 43 giorni. In fasi analoghe vissute dagli Stati Uniti nelle precedenti decadi, si erano spesso misurate lievi correzioni degli indici azionari, a causa soprattutto del clima di incertezza e della mancata diffusione di dati economici che possono aiutare ad interpretare la congiuntura, oltre che alle implicazioni economiche che lo shutdown provoca. Nell'episodio di quest'anno, per citare alcune conseguenze tangibili, più di un milione di dipendenti federali è stata messa in aspettativa (furlough), circa il 10% dei voli nazionali è stato cancellato per mancanza di controllori, non sono stati pubblicati importanti dati macroeconomici relativi, ad esempio, ad inflazione e mercato del lavoro. Secondo il Congressional Budget Office, una chiusura di sei settimane taglia 1,5 punti percentuali al PIL del trimestre, che sarà presumibilmente recuperata solo in parte.

Tuttavia, con l'annuncio della firma da parte di Trump che ha posto fine a questa chiusura, i mercati hanno vissuto solo un effimero rialzo. Infatti, ad aleggiare tra gli investitori sono stati i crescenti timori di trovarsi nel mezzo di una nuova bolla speculativa sviluppata sul tema dell'intelligenza artificiale. Sono stati infatti proprio i titoli del comparto tecnologico quelli che sono stati maggiormente colpiti dalle vendite delle ultime settimane.

## Cresce il timore verso il settore tech

Molti osservatori hanno tratto parallelismi con la bolla di Internet, scoppiata nei primi anni di questo secolo. Il timore è che, come all'epoca, l'ottimismo sulle potenzialità di una innovazione *disruptive* per il modo di vivere e produrre possa sfociare in un'irrazionale corsa ad acquistare le aziende percepite come ben posizionate sul tema, senza guardare alle reali prospettive in termini di generazione di utili di queste ultime. La mole incredibile di investimenti che le aziende tecnologiche stanno effettuando per essere percepite come "leader" nel settore è stata sostenuta quest'anno da un crescente livello di indebitamento. Solo nel 2025 abbiamo avuto 145 miliardi di dollari di nuove emissioni legate, direttamente o indirettamente, all'AI (+238% rispetto al 2024) e un capex atteso di 400 miliardi di dollari nel 2025, 491 miliardi di dollari nel 2026. Le big tech e gli hyperscaler stanno pianificando oltre tre trilioni di dollari di investimenti entro il 2030: è una cifra che supera,

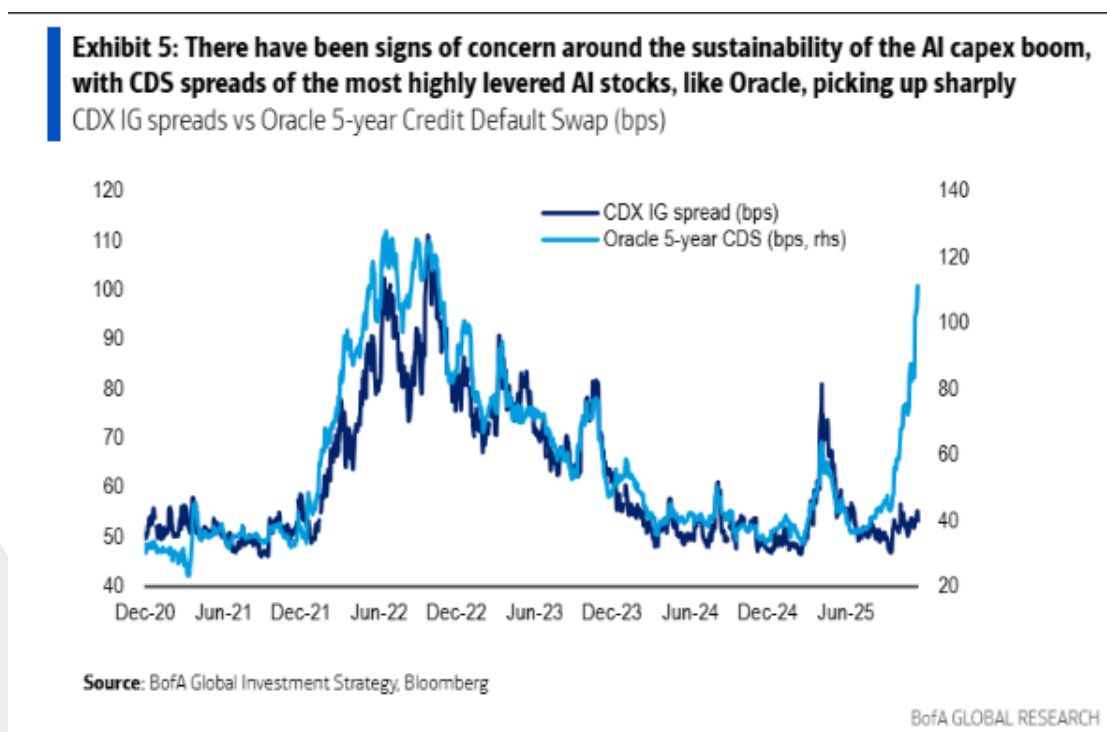
IMPact SGR S.p.A.

📍 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

da sola, la costruzione combinata delle reti 4G, 5G e del cloud. Il tema vero non sono più i chip, ma la capacità elettrica: la pipeline dei datacenter ha superato 280 gigawatt, pari al 90% dell'intero fabbisogno elettrico dell'Unione Europea.

Grafico 1: Exhibit 5: There have been signs of concern around the sustainability of the AI capex boom, with CDS spreads of the most highly levered AI stocks, like Oracle, picking up sharply.



Fonte: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, 2025.

E' evidente che una tale intensità di capex non potrà durare per sempre, ma dovrà fisiologicamente decelerare nei prossimi anni. A questo punto sarà cruciale capire quali aziende sono state davvero in grado di stare davanti alla curva e quali invece sono state oggetto di flussi di capitale senza esser state in grado di convertirli in utili futuri.

Dopo un biennio di crescita esponenziale degli investimenti e delle capitalizzazioni del settore tech americano, il timore di aver corso troppo, di non essere stati sufficientemente selettivi e di aver lasciato lievitare eccessivamente le valutazioni è comprensibile. Per questo la pubblicazione della trimestrale di Nvidia è stata particolarmente osservata: la società americana pesa oltre il 10% del Nasdaq e oltre l'8% dell'S&P 500. La pubblicazione della trimestrale è stata all'altezza delle aspettative: ha battuto il consensus, fornito una solida previsione di utili e ha rassicurato sulla solidità della domanda di chip. Tuttavia, dopo un inizio in rialzo, il titolo (e il mercato) hanno chiuso la giornata post-pubblicazione dei risultati in rosso, a testimoniare che il generale

clima di prudenza e scetticismo che sta alimentando le attuali prese di profitto sul settore sia molto difficile da fugare.

Se l'anno è stato finora molto positivo per il mercato azionario globale, il Bitcoin ha invece vissuto una fase decisamente ribassista. Significativo il disaccoppiamento con il corso dell'oro (linea gialla nel grafico sottostante), a cui le criptovalute erano state per un certo periodo accostate come alternative alla moneta tradizionale come riserve di valore. L'accelerazione al ribasso avvenuta negli ultimi mesi è stata da molti legata a doppio filo con il raffreddamento del mercato verso il comparto tecnologico: un generale sentimento di maggiore avversione ai rischi, unito a importanti prese di profitto da parte di investitori istituzionali hanno penalizzato tech e criptovalute (anche se quest'ultime, data la componente esclusivamente speculativa, in misura molto maggiore). Alcuni sostengono che la cattiva performance del Bitcoin ha enfatizzato il pessimismo degli investitori retail americani, che negli ultimi anni hanno garantito continui flussi positivi verso le criptovalute. La correzione degli ultimi mesi ha contribuito a spingere gli investitori retail a maggior prudenza.

Grafico 2: Confronto andamento del Bitcoin e dell'oro.



Fonte: Bloomberg, 2025.

Infine, a seguito della riunione della FED di fine ottobre, le speranze di un ulteriore terzo taglio dei tassi d'interesse entro la fine dell'anno sono decisamente diminuite. Tassi che restano alti per più tempo

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it) 🌐 [www.impactsgr.it](http://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

scoraggiano gli investitori a cercare opportunità in strumenti speculativi come le criptovalute e rappresentano, allo stesso tempo, un ostacolo alle elevate valutazioni delle società tech a fronte soprattutto del crescente indebitamento per far fronte agli investimenti per lo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

### **La FED riduce il corridoio dei FED Funds ma frena l'entusiasmo su un ulteriore possibile taglio a dicembre, mentre la BCE non ritocca i tassi di interesse**

A fine ottobre, la FED ha ridotto per la seconda volta nel 2025 il corridoio dei FED Funds come da aspettative. La conferenza stampa è stata tuttavia percepita decisamente "hawkish" a causa del commento di Powell che ha esplicitato che un ulteriore ritocco al ribasso a dicembre è ben lungi dall'essere scontato e che l'approccio rimane rigorosamente dipendente dai dati, soprattutto in un contesto di peggiorata visibilità della congiuntura, causata dall'assenza di alcuni dati macro per effetto dello shutdown in essere al momento dell'ultima riunione della FED.

Nelle minute del meeting, diffuse tre settimane dopo la riunione, è stato riportato che "molti" membri del FOMC hanno ritenuto eccessivo un ulteriore taglio dei tassi a dicembre, temendo che possa causare un'accelerazione della dinamica inflazionistica. I membri del FOMC si aspettano in generale un certo allentamento del mercato del lavoro, senza che tuttavia sussistano prove di un pericolo di rapido deterioramento dello stesso.

A fine ottobre, Powell ha inoltre annunciato la fine del Quantitative Tightening. Anche questa mossa era data per scontata dagli osservatori a causa delle crescenti preoccupazioni che il finanziamento a breve termine di alcune banche potesse finire sotto stress. La Fed di New York inizierà dal 1° dicembre a reinvestire tutti i Treasury in scadenza in portafoglio in nuovi titoli di debito sovrano. Inoltre, la FED inizierà a reinvestire 35 miliardi di dollari al mese da MBS in scadenza nel mercato dei Treasury. Molti osservatori si aspettano che dall'anno nuovo la Banca centrale americana sarà costretta a incrementare l'acquisto dei Treasury, realizzando una sorta di QE in tono minore, per scongiurare la volatilità dei tassi a brevissimo termine sul mercato interbancario e quindi assicurare incisività alle proprie azioni di politica monetaria (assicurandosi insomma di guidare in maniera indiscutibile la dinamica dei tassi a breve termine).

In Europa, il Quantitative Tightening non è al momento in discussione e la BCE continua a ridurre gradualmente la dimensione del proprio bilancio, con un minore intervento sul mercato del debito sovrano in un momento storico di generalizzato incremento dei deficit pubblici.

Nell'ultima riunione, la Presidente Lagarde ha lasciato inalterato i tassi di interesse di riferimento, descrivendo i rischi sul fronte della stabilità dei prezzi e sull'andamento del ciclo economico come bilanciati. Il tasso d'interesse dei depositi si trova in territorio neutrale in Europa e vicino a quello che molti economisti hanno stimato come il livello del tasso d'interesse naturale per l'Eurozona. Il PIL del terzo trimestre ha sorpreso al rialzo le aspettative e nonostante l'incremento dei dazi negli Stati Uniti, l'economia europea si è per il momento rivelata maggiormente resiliente delle aspettative. Il traino è venuto soprattutto da Spagna e

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano    📞 +39.02.38.25.51.00    ✉ [impact@impactsgroup.it](mailto:impact@impactsgroup.it)    🌐 [www.impactsgroup.it](http://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

Francia, mentre le economie più legate alla manifattura come Italia e Germania hanno mostrato maggiori difficoltà.

Grafico 3: Andamento degli asset nel bilancio della BCE negli ultimi 10 anni.



Fonte: Bloomberg, 2025.

### Il 2026 si preannuncia un anno estremamente accomodante sul fronte della politica fiscale

Le aspettative sugli asset rischiosi restano piuttosto ottimiste per il 2026: l'anno venturo si preannuncia estremamente espansivo sul fronte della politica fiscale (nonostante non ci sia recessione né in America, né in Europa, né in Asia). Negli Stati Uniti l'anno prossimo si dispiegheranno gli effetti espansivi dell'One Big Beautiful Big Act con 400 miliardi di dollari di spesa pubblica aggiuntiva, che si uniranno agli investimenti privati, che, per sostenere lo sviluppo dell'AI, si prevedono elevatissimi. In Europa verrà dispiegata l'ultima "gamba" del PNRR e si vedranno gli effetti del piano Merz e dell'espansione fiscale senza precedenti del governo tedesco, unito al piano di spesa pubblica per sostenere la difesa europea lanciato dalla Commissione europea. Secondo un sondaggio di Merrill Lynch, il 77% degli investitori europei pensano che la crescita europea sia destinata ad accelerare nei prossimi dodici mesi, con un livello di ottimismo ai massimi da oltre quattro anni.

In Giappone, il governo della Prima Ministra Sanae Takaichi ha recentemente approvato il più grande piano di spesa supplementare dall'inizio della pandemia. Il piano prevede 17.700 miliardi di yen (112 miliardi di USD,

IMPact SGR S.p.A.

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

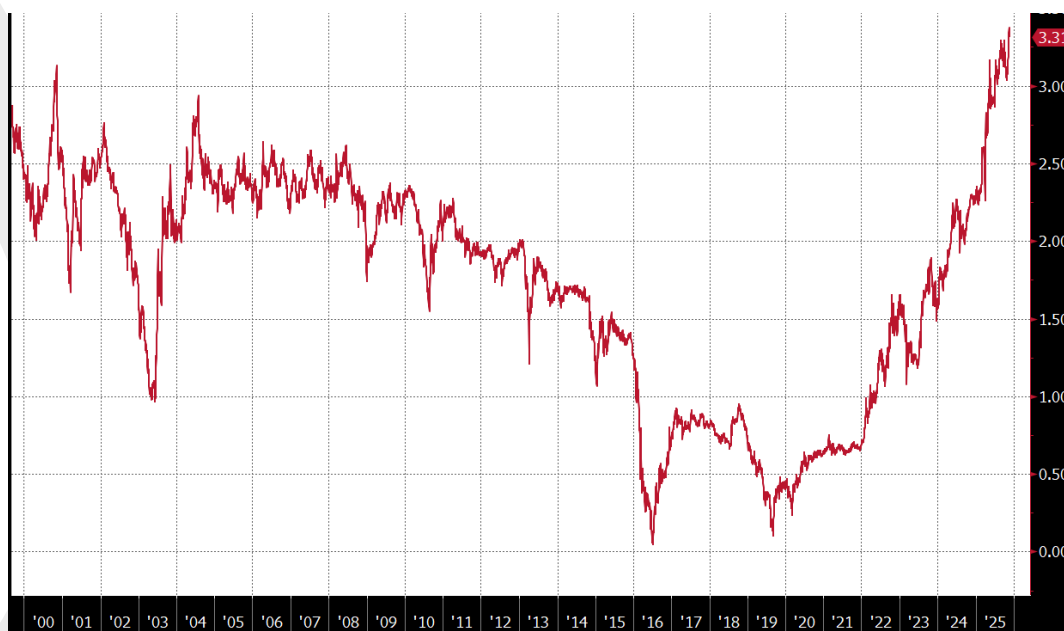
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

pari al 3% del PIL giapponese!) di spesa pubblica, in aumento del 27% rispetto al pacchetto già introdotto un anno fa dal suo predecessore. Il totale tra i due pacchetti di espansione fiscale raggiunge 21.300 miliardi di yen, con la maggior parte delle misure dedicate a contrastare gli effetti dell'inflazione: sono incluse sovvenzioni di 7.000 yen per famiglia sulle bollette di gas ed elettricità per tre mesi, fino a marzo, un contributo eccezionale di 20.000 yen per bambino e 2.000 miliardi di yen destinati al sostegno delle regioni.

Il Governatore della Bank of Japan, Kazuo Ueda, ha avvertito che la debolezza dello yen potrebbe incrementare i costi di importazione e i prezzi interni, esercitando pressioni al rialzo sull'inflazione. Attualmente l'inflazione core giapponese è salita al 3% su base annua in ottobre, rispetto al 2,9% di settembre, in linea con le attese. L'aumento è stato trainato dai prezzi dei beni durevoli per la casa, mentre quelli alimentari (escluse le categorie deperibili) hanno mostrato un rallentamento.

Nonostante l'inflazione in Giappone sia sopra il target della Banca centrale ormai da due anni e mezzo, la Banca centrale continua a tenere i tassi d'interesse ad un livello bassissimo dello 0.5%. Nel Paese con il più elevato debito pubblico al mondo in rapporto al PIL, anche un leggerissimo incremento del costo del denaro può causare effetti pesantissimi sul servizio del debito per lo Stato. Per questo la BoJ si muove con estrema cautela, anche se i mercati non ignorano che, seppure lentamente, dovrà reagire ad una dinamica dei prezzi che rischia di finire fuori controllo soprattutto dal momento che si accompagna ad una politica fiscale così accomodante e per nulla interessata a controllare il bilancio pubblico.

Grafico 4: Rendimento storico del titolo sovrano trentennale giapponese.



Fonte: Bloomberg, 2025.

IMPact SGR S.p.A.

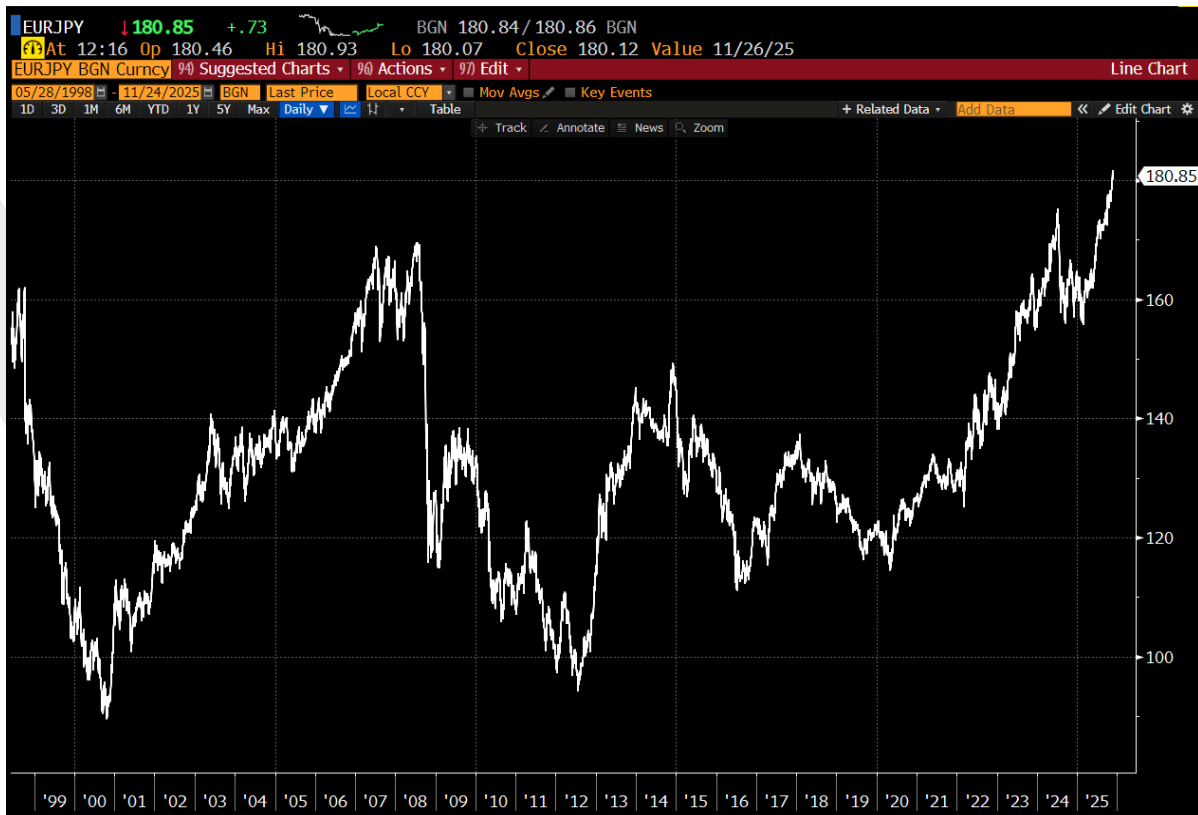
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ [impact@impactsgri.it](mailto:impact@impactsgri.it) 🌐 [www.impactsgri.it](http://www.impactsgri.it)

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

Il mercato obbligazionario giapponese ha reagito portando i rendimenti dei bond trentennali indietro di oltre vent'anni. La premier è conosciuta per essere una forte sostenitrice dell'intervento della Banca centrale nell'economia e del resto, nonostante un'inflazione salariale del 5%, qualora la curva dei rendimenti continuasse ad irripidirsi portando i tassi a lungo termine su livelli molto elevati, un intervento dell'Autorità potrebbe effettivamente rendersi necessario.

Lo yen giapponese per altro, in tale scenario di "repressione finanziaria", non ha smesso di svalutarsi, arrivando nelle ultime settimane al livello di oltre 180 yen contro un euro, livello mai toccato da quando esiste la moneta unica europea. Il Ministro delle Finanze Katsunobu Kato ha dichiarato che il governo "monitorerà a fondo" le fluttuazioni e i movimenti disordinati nel mercato dei cambi, anche per le implicazioni che uno yen così debole può portare sulla stabilità dei prezzi.

Grafico 5: Andamento storico del cambio euro/yen.



Fonte: Bloomberg, 2025.

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ [impact@impactsgri.it](mailto:impact@impactsgri.it) 🌐 [www.impactsgri.it](http://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

## Finanza di transizione al punto di svolta: flussi di capitale e nuova regolamentazione in convergenza verso un cambio di paradigma

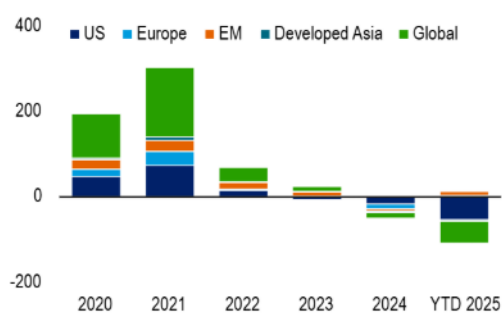
Dopo tre anni di sottoperformance, i fondi dedicati alla transizione energetica hanno registrato una netta inversione di tendenza nel 2025. Secondo l'analisi di Bank of America, i clean energy funds hanno guidato le strategie di sostenibilità con un rendimento medio del +24%, con alcuni fondi che hanno superato il +70%. Ancora più significativa è la performance degli ETF tematici legati alla transizione: nucleare, idrogeno e metalli di transizione hanno sovraperformato il mercato di oltre il 50% da inizio anno.

Ciò che distingue il 2025 dai precedenti cicli di entusiasmo per gli investimenti in clean tech è la natura dei flussi di capitale. Secondo un recente report di Bank of America, i dati mostrano come gli ETF tematici globali abbiano attratto oltre 50 miliardi di dollari di nuovi flussi, di cui una quota rilevante concentrati su infrastrutture per la transizione. Quest'ultimi provengono sempre più da mandati mainstream e da investitori che non si identificano necessariamente con l'etichetta ESG, ma che hanno cominciato a riconoscere la natura strutturale e trasformativa della transizione energetica come driver di crescita economica e rendimenti a lungo termine, rendendo di fatto la transizione un tema di investimento mainstream, a prescindere da considerazioni generaliste di natura ESG.

Grafico 6: Exhibit 2: Global sustainable equity funds saw \$96bn in outflows in 2025, driven by U.S. redemptions. - Exhibit 3: Global sustainability AUMs climbed to \$2.2trn, 6% YoY.

**Exhibit 2: Global sustainable equity funds saw \$96bn in outflows in 2025, driven by U.S. redemptions**

Global SRI equity funds flows (US\$bn), 1/20- 10/25

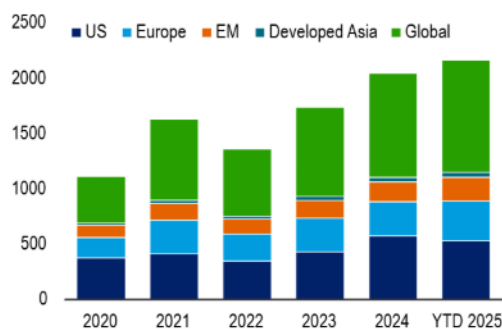


Source: BofA Global Research, EPFR

BofA GLOBAL RESEARCH

**Exhibit 3: Global sustainability AUMs climbed to \$2.2trn, 6% YoY**

Assets under management in Global SRI equity fund (US\$bn), 1/20- 10/25



Source: BofA Global Research, EPFR

BofA GLOBAL RESEARCH

Fonte: BofA Global Research, EPFR, 2025.

L'elemento più interessante è la rotazione settoriale in atto all'interno dei fondi sostenibili europei. L'analisi di Bank of America su 1.685 fondi ESG domiciliati in UK e Eurozona rivela dinamiche precise: gli asset under management in energia tradizionale sono scesi al 66% dei livelli 2024, con una riduzione del 7% nel numero di

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

fondi che mantengono posizioni nel settore, dal 30% al 23%. I dati mostrano come i capitali si stiano progressivamente allontanando dalle major petrolifere tradizionali, con le società del settore che vedono ridursi sia il numero di fondi che le detengono in portafoglio sia l'ammontare complessivo di investimenti allocati. Tale rotazione sembra mostrare caratteristiche strutturali più che tattiche, essendo guidata dalla consapevolezza che il picco di domanda per i combustibili fossili si sta avvicinando e che i modelli di business basati sull'estrazione tradizionale affrontano rischi crescenti di stranded assets.

Questa evoluzione potrebbe trovare un supporto normativo potenzialmente decisivo nella bozza della revisione del Sustainable Finance Disclosure Regulation, pubblicata lo scorso 6 novembre, che rappresenta il cambiamento regolamentare più significativo per il mercato europeo dei fondi sostenibili dal 2021. La riforma propone infatti di sostituire l'attuale framework basato sugli Articoli 6/8/9 con tre nuove categorie di prodotto: "Transition" (Articolo 7), "Sustainability Integration" (Articolo 8) e "Sustainability-related Objective" (Articolo 9).

Una delle novità più rilevanti della SFDR 2.0 sarebbe l'introduzione esplicita della categoria "Transition", che mira a superare le ambiguità dell'attuale Articolo 8, sotto il quale sono classificati fondi con caratteristiche di sostenibilità estremamente diverse tra loro. La nuova categoria Transition si concentrerebbe su investimenti in società e progetti che, pur non essendo ancora pienamente sostenibili, seguono percorsi di transizione credibili o contribuiscono attivamente al perseguimento di obiettivi di mitigazione e decarbonizzazione attraverso i prodotti e servizi venduti. I criteri proposti includono una soglia minima del 70% del portafoglio allineato alla strategia di transizione, oppure almeno il 15% di investimenti allineati alla Tassonomia climatica UE, la possibilità di includere investimenti in società con piani di transizione credibili o science-based targets, l'allineamento con benchmark climatici UE ed esclusioni obbligatorie per società coinvolte in armi controverse, tabacco, carbone o espansione di attività fossili.

Questa struttura offrirebbe un quadro normativo coerente per i fondi focalizzati sulla finanza di transizione, un segmento che aveva faticato a trovare collocazione nell'attuale SFDR a causa della mancanza di chiarezza su come gli investimenti in società "in transizione" potessero essere conformi ai criteri esistenti. L'impatto sui flussi di capitale potrebbe essere significativo. Bank of America ha identificato circa 1,2 trilioni di euro di capitalizzazione di mercato nello STOXX 600 in società con elevate revenue verdi, allineamento ai Paris Aligned Benchmarks (PAB) ed esposizione a soluzioni di transizione. Questi nomi, concentrati in utility, infrastrutture, rinnovabili ed equipaggiamenti industriali, potrebbero trovarsi ben posizionati per beneficiare della riclassificazione dei fondi verso le nuove categorie e dei conseguenti flussi d'investimento che ne deriverebbero. Al contrario, circa 38 miliardi di euro di masse in gestione attualmente detenuti da fondi Articolo 9 senza mandato di transizione potrebbero essere esposti a pressioni di disinvestimento se tali fondi cercassero di riclassificarsi nella categoria "Sustainable" più stringente, che applicherebbe esclusioni PAB più severe in relazione all'esposizione significativa a petrolio, gas o generazione elettrica ad alta intensità carbonica.

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

L'implementazione della riforma non sarà in ogni caso immediata e potrebbe essere ancora soggetta a modifiche anche sostanziali. Si stima che le nuove regole potrebbero entrare in vigore non prima della fine del 2027 o inizio 2028, dopo il completamento del processo legislativo UE e la pubblicazione degli atti delegati della Commissione.

I benefici netti positivi che potrebbero derivare dalla revisione della SFDR rispetto alla mobilitazione della finanza climatica europea rischiano tuttavia di essere gravemente compromessi da sviluppi normativi recenti che vanno nella direzione opposta. Il 13 novembre 2025, il Parlamento Europeo ha approvato modifiche sostanziali al cosiddetto "omnibus package" sulla sostenibilità aziendale, indebolendo significativamente la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e la Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD), oltre a impattare indirettamente la EU Taxonomy. La decisione indebolisce la capacità degli investitori di valutare la performance di sostenibilità anche rispetto a quelle dimensioni con un'elevata rilevanza finanziaria.

### **La COP30 tra difficoltà e segnali concreti**

Mentre l'Europa avvia un processo di riforma del proprio impianto normativo sulla finanza sostenibile, il summit COP30 in corso a Belém sta affrontando negoziati complessi su questioni centrali per i flussi di investimento nella transizione energetica e nell'adattamento climatico. L'intervento personale del presidente brasiliano Lula nei negoziati, inusuale per un leader del paese ospitante, sottolinea la difficoltà di raggiungere consenso su temi chiave, ma anche la determinazione a chiudere la conferenza con risultati concreti e pragmatici sulla mobilitazione di capitale.

Sul fronte del finanziamento climatico, il New Collective Quantified Goal proposto alla COP30 prevederebbe 300 miliardi di dollari all'anno in finanza pubblica dai paesi sviluppati entro il 2035, con un obiettivo di mobilitazione complessiva, pubblica e privata, di 1,3 trilioni di dollari annui. All'interno di questo quadro, le banche multilaterali di sviluppo si impegnerebbero a fornire 120 miliardi all'anno entro il 2030 per paesi a basso e medio reddito, di cui 42 miliardi dedicati all'adattamento, e a mobilitare ulteriori 65 miliardi dal settore privato. Questi numeri rappresentano un salto di scala rispetto agli impegni precedenti e, se confermati, potrebbero segnare un punto di svolta nella capacità della finanza pubblica di catalizzare investimenti privati su scala adeguata alla sfida. Una nuova iniziativa specifica particolarmente rilevante è il Tropical Forests Forever Facility, il più grande meccanismo di finanza per la natura mai lanciato, con 125 miliardi di dollari dedicati alla conservazione forestale e ai servizi ecosistemici, e pledge iniziali per 5-6 miliardi.

Nonostante le difficoltà negoziali e l'assenza della delegazione USA, alcuni segnali concreti stanno emergendo dal summit e suggeriscono che un approccio pragmatico incentrato sulla mobilitazione della finanza climatica è possibile: l'Utilities for Net Zero Alliance ha alzato il proprio target di investimento annuale a 150 miliardi di dollari, un aumento del 30% rispetto al 2024, con 66 miliardi destinati a rinnovabili e 82 miliardi a reti e storage. Sul fronte della decarbonizzazione industriale, sono state identificate pipeline per 140 miliardi di dollari in

**IMPact SGR S.p.A.**

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano    📞 +39.02.38.25.51.00    ✉ [impact@impactsgroup.it](mailto:impact@impactsgroup.it)    🌐 [www.impactsgroup.it](http://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



settori hard-to-abate come acciaio, shipping e cemento, supportate da iniziative come il Belém 4X pledge, che mira a quadruplicare la produzione e l'uso di combustibili sostenibili entro il 2035. Particolarmente interessante è anche l'attenzione crescente verso l'adattamento e la resilienza, un settore storicamente sottofinanziato, con soli 28 miliardi di flussi attuali contro un fabbisogno stimato di 215-378 miliardi di dollari annui. I 42 miliardi dalle banche multilaterali di sviluppo e le iniziative specifiche per agri-tech, con 2,8 miliardi da Brasile, UAE e Gates Foundation, insieme ai 300 milioni per sistemi sanitari resilienti, segnalano un cambio di priorità verso investimenti che riconoscono l'inevitabilità del cambiamento climatico e la necessità di adattarsi. Le settimane finali della COP30 saranno cruciali per definire la portata e la velocità di mobilitazione della finanza climatica a livello globale.

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