





# Outlook Macroeconomic Mensile

Novembre 2023

*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 intermediazione mobiliare indipendente 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

- Il mese di novembre ha segnato un decisivo cambio di passo sui mercati finanziari per differenti motivi. In primo luogo, la situazione geopolitica, con il prezzo del petrolio che riflette una mancata escalation del conflitto in Medio Oriente; un altro motivo da considerare sono le banche centrali: sia la BCE, sia la FED, nell'ultima riunione hanno lasciato invariato il costo del denaro e mandato segnali che non dovrebbero seguirne ulteriori. Ad un cambio generale di contesto di mercato hanno contribuito anche alcuni primi dati macroeconomici dell'ultimo trimestre dell'anno, che hanno mostrato primi segnali di rallentamento anche negli Stati Uniti.
- L'inflazione in Europa ha registrato un importante arretramento, finendo per la prima volta dopo diversi mesi al di sotto del 3%. Quest'ultimo trimestre del 2023 inizia a mandare concreti segnali di raffreddamento della dinamica inflattiva, di rallentamento del ciclo economico e del mercato del lavoro.
- Dopo la svolta di novembre, il mercato ora scalpita perché le banche centrali abbandonino la retorica dell'higher for longer e inizino a tagliare i tassi. I banchieri centrali restano prudenti, nonostante inizino a mandare segnali che un cambiamento di rotta è davvero vicino: si tratta di un tentativo di mantenere alta la credibilità del mercato, dopo gli errori del 2021-22, in cui le Autorità monetarie restarono decisamente dietro la curva.
- Sul fronte microeconomico, la reporting season del terzo trimestre ha affermato che a livello settoriale, i settori dell'energia e dell'industria mineraria sono quelli che hanno sofferto di più, mentre i beni di consumo discrezionali, la tecnologia e il comparto finanziario sono risultati i settori vincenti. In America continua a impressionare lo scollamento tra "Le Magnifiche 7" e il resto delle aziende. Sul fronte del credito, gli spread continuano a non essere particolarmente a buon mercato.
- I regolamenti dell'UE sulla finanza sostenibile sono stati un percorso difficile a causa di frequenti cambiamenti nelle regole e dubbi interpretativi ancora in fase di chiarimento, ma sembrano sortire risultati positivi. Circa il 58% delle società dello Stoxx 600 ha divulgato i dati della tassonomia. I fondi SFDR Art. 8 e 9 hanno raggiunto il 56% (5 trilioni di euro) del totale degli assets under management in Europa e oltre 116 miliardi di euro seguono benchmark climatici.
- Da inizio anno i fondi azionari clean tech sono stati duramente colpiti, soprattutto a causa dell'inflazione, dell'aumento del costo del capitale e della lentezza nella realizzazione dei progetti. Nell'economia reale, la transizione energetica è in forte accelerazione e le prospettive di crescita di medio e lungo periodo delle tecnologie pulite rimangono molto solide.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano    📞 +39.02.38.25.51.00    ✉ impact@impactmgr.it    🌐 www.impactmgr.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 di passo dei mercati finanziari nel mese di novembre

Il mese di novembre ha segnato un deciso cambio di passo sui mercati finanziari. Nel mese di ottobre avevamo assistito ad un generalizzato sell-off sui mercati obbligazionari, soprattutto sui segmenti lunghi delle curve dei tassi: il decennale americano era arrivato al 5% e il tedesco al 3%. Parallelamente, tutti gli asset rischiosi risultavano sotto pressione, con un marcato incremento dei tassi d'interesse reali. Dall'inizio di novembre, gli indici azionari americani avanzano mediamente del 9%, l'Europa dell'8%, il Giappone di oltre il 6%, mentre per quanto riguarda i tassi dei titoli di stato, il rendimento del decennale americano è sceso sotto il 4.40% e quello del bund tedesco è poco sopra il 2.50% e i tassi reali hanno iniziato leggermente a calare. A ottobre la maggior parte degli osservatori si attendevano almeno ancora un rialzo da parte della FED nel meeting di dicembre 2023 o di gennaio 2024: oggi il mercato si aspetta dalla banca centrale americana 100 punti base di tagli nel 2024 (con il primo taglio in marzo o al più tardi a giugno 24) e 200 nel 2025, fino a giungere ad un livello considerato di equilibrio del 2.5% tra circa due anni.

Le ragioni di questo così marcato cambio di sentiment generale e l'importante effetto che l'aggiustamento delle aspettative degli investitori ha generato sui mercati di finanziari sono molteplici. Un primo motivo è la geopolitica. Sebbene prosegua l'offensiva israeliana nella Striscia di Gaza, il conflitto rimane attualmente localizzato. I Paesi arabi, sebbene assicurino sostegno morale e politico ad Hamas e alla Striscia, non vogliono alzare il livello dello scontro e il prezzo del petrolio riflette questa mancata escalation del conflitto.

Grafico 1: Prezzo del future sul petrolio WTI, 31/08/2023-22/11/2023



Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 12121 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 prezzo del petrolio fuori controllo rappresenta chiaramente un complesso problema per le Banche Centrali ed il loro obiettivo di lotta all'inflazione. È evidente, tuttavia, che la congiuntura è lungi dall'essere stabilizzata e si continua a viaggiare lungo una china decisamente pericolosa.

Un altro motivo da considerare sono le banche centrali: sia la BCE, sia la FED, nell'ultima riunione hanno lasciato invariato il costo del denaro e mandato segnali che non dovrebbero seguirne ulteriori. Jerome Powell ha sottolineato come il restringimento delle condizioni finanziarie avvenuto negli ultimi mesi ha reso non necessario un ulteriore ritocco dei tassi al rialzo. La frase è stata salutata da alcuni osservatori come una sorta di ritorno della "Fed put": se il mercato corregge in maniera adeguata, la Banca centrale aggiusta la politica monetaria opportunamente.

Il 1° novembre, il Dipartimento del Tesoro americano ha pubblicato le aspettative di nuove emissioni previste per il quarto trimestre. Anche questo evento ha avuto una eco notevole sui mercati finanziari: la cifra delle emissioni necessarie nell'ultima parte dell'anno è di 776 miliardi di dollari, in calo di 76 miliardi di dollari rispetto alle stime dello scorso luglio. Inoltre, gran parte della nuova offerta è stata spostata sul segmento breve della curva dei titoli di stato. Le ragioni di questa modifica nelle stime sono state individuate in una precedente sottovalutazione delle entrate federali, in quanto la California e altri stati hanno dovuto posporre il versamento delle imposte a causa dei disastri naturali che li hanno colpiti e queste stanno invece ora iniziando a fluire nelle casse del Tesoro. A fine luglio, proprio la previsione di una offerta sovradimensionata di titoli di Stato nell'ultima parte dell'anno aveva scatenato le vendite degli investitori soprattutto sui Treasury a lunga scadenza, di fatto disinvertendo in maniera significativa la curva dei tassi e portando il decennale americano dal 3.75% di luglio al 5% registrato a fine ottobre. La scelta di spostare sulla parte breve della curva le nuove emissioni sembra anche molto importante, offrendo un deciso sollievo alle scadenze di lungo termine.

Ad un cambio generale di contesto di mercato hanno contribuito anche alcuni primi dati macroeconomici dell'ultimo trimestre dell'anno. L'economia americana inizia ad accusare alcuni primi segnali di rallentamento: i non-farm payrolls di ottobre hanno per la prima volta sorpreso al ribasso le aspettative (150.000 occupati contro 180.000 attesi), il tasso di disoccupazione si è portato dal 3.8% al 3.9%, le vendite al dettaglio sono risultate deboli, in arretramento dello 0.1%, infine, l'indice dei prezzi al consumo è stato anch'esso pubblicato al di sotto delle aspettative di mercato al 3.2% (contro 3.3%) e al 4.0% (contro 4.1% atteso) nella componente "core".

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

## L'arretramento dell'inflazione in Europa

Anche in Europa l'inflazione ha registrato un importante arretramento, finendo per la prima volta dopo diversi mesi al di sotto del 3%. Chi ha un approccio più cauto sull'entità del processo di disinflazione in atto, sottolinea che tale ribasso è dovuto essenzialmente alla caduta dei prezzi energetici, che anno su anno segnano in Europa -11%, mentre l'inflazione core si mantiene al 4.2% nonostante l'economia europea resti in stagnazione.

Il prossimo dato di novembre, in cui l'effetto base dei prezzi energetici cesserà di offrire un importante contributo calmierante alla percentuale d'inflazione, sarà importante per saggiare effettivamente la strutturalità della decelerazione dei prezzi.

In ogni caso, quest'ultimo trimestre del 2023 inizia a mandare concreti segnali di raffreddamento della dinamica inflattiva, di rallentamento del ciclo economico e del mercato del lavoro anche in America, segnalando che la trasmissione della politica monetaria all'economia reale si sta effettivamente verificando. È interessante oltretutto osservare che all'interno del reporting del terzo trimestre, la parola "inflazione" è stata citata dalle aziende così poco come non avveniva dall'estate del 2021.

Infine, esiste anche un tema di posizionamento tecnico. Gli investitori sono arrivati ad ottobre con mercati azionari e soprattutto obbligazionari in condizioni di ipervenduto (lo "short interest" sul Treasury decennale era giunto ai massimi storici) e pertanto la pubblicazione di previsioni di indebitamento prospettico meno incisive da parte del Tesoro americano e la diffusioni di dati economici finalmente più deboli delle attese hanno rappresentato un segnale importante per chiudere le posizioni corte, scatenando lo squeeze a cui si è assistito soprattutto nella prima settimana di novembre. Giova inoltre ricordare che esiste una stagionalità marcata sull'S&P 500, dove, negli ultimi 70 anni, mediamente nei mesi di novembre e dicembre si realizzano quasi la metà delle performance positive dell'anno.

## La prudenza delle Banche Centrali

Dopo la svolta di novembre, il mercato ora scalpita perché le banche centrali abbandonino la retorica dell'higher for longer e inizino a tagliare i tassi. I banchieri centrali restano prudenti, nonostante inizino a mandare segnali che convincono i mercati che un cambiamento di rotta è davvero vicino. Christine Lagarde, ad esempio, nell'ultima conferenza stampa, ha particolarmente enfatizzato il rischio di una recessione profonda nell'Eurozona. Più cauto invece il Fondo Monetario Internazionale: Alfred Kammer, direttore del dipartimento europeo ha dichiarato recentemente che "è ancora necessaria una politica restrittiva prolungata per garantire il ritorno dell'inflazione strutturalmente entro la soglia target", aggiungendo, tra l'altro, che "in politica monetaria è meno costoso essere troppo restrittivi che esserlo troppo poco".

La prudenza delle banche centrali è più che altro un tentativo di mantenere alta la credibilità del mercato, dopo gli errori del 2021-22, in cui le Autorità monetarie restarono decisamente dietro la curva (in una recente intervista all'FT, Christine Lagarde ha ammesso di essersi pentita di esser stata poco audace nella prima metà

IMPact SGR S.p.A.

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

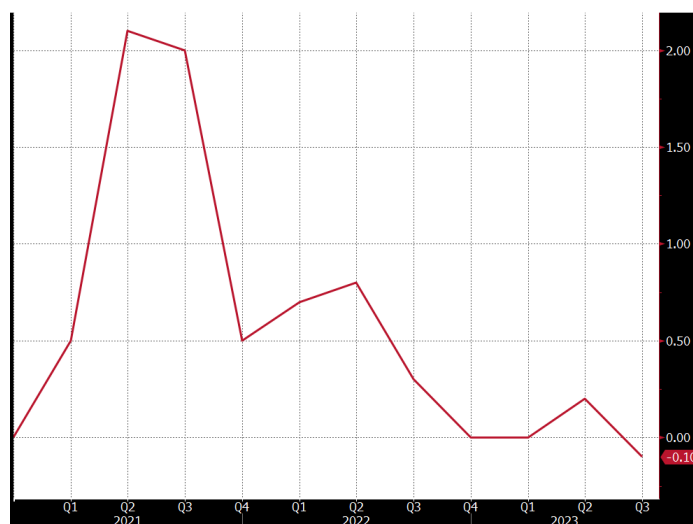
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

del 2022, tardando di sei mesi rispetto alla FED l’inizio del ciclo dei rialzi. Il Governatore della BCE adduce le colpe alla forward guidance, che in ogni caso avrebbe “legato le mani al Governing Council”). Per questo le banche centrali sono più attente prima di iniziare a tagliare i tassi, sovrappesando i rischi di upside dell’inflazione: il petrolio dovuto all’instabile quadro geopolitico, gli incrementi salariali che sono temporalmente in ritardo rispetto al picco sui prezzi, il dato della componente core ancora alto in maniera preoccupante (4.2%), la difficoltà nell’abbassare l’inflazione dal 3% al 2% (“the last mile is the hardest”).

Proprio per queste incertezze, nella propria ultima riunione la Banca centrale australiana, per fare un esempio, ha rialzato nuovamente il proprio cash rate target di 25 punti base, dopo una pausa di cinque mesi, citando il pericolo di “upside surprises in the inflation cycle”. L’avvio di una fase di recessione aiuterebbe chiaramente le Autorità monetarie ad anticipare l’inizio del ciclo di ribasso dei tassi d’interesse. Viceversa, qualora il ciclo non rallentasse in maniera convinta, è probabile che esse tentino di mantenere più a lungo i tassi sui livelli attuali per provare a riportare l’inflazione in maniera più sicura dentro il target di lungo periodo, come ha recentemente dichiarato il Governatore della Banca di Francia Villeroy, che ha accusato gli investitori di attendersi troppo rapidamente un taglio dei tassi.

Sebbene la BCE abbia iniziato con sei mesi di ritardo il ciclo di rialzi rispetto alla FED, a guardare il ciclo economico potrebbe essere la più motivata ad allentare la politica monetaria. Nel corso del 2023 l’attività di prestiti da parte delle banche si è notevolmente ridotta, la disoccupazione inizia ad aumentare in alcuni Paesi dell’Eurozona e la crescita economica è globalmente stagnante. La variazione del PIL dell’Eurozona nel terzo trimestre è stata registrata in flessione di -0.1%, contro un’attesa a zero.

Grafico 2: Bloomberg su dati Eurostat. Euro Area Gross Domestic Product Chained – Prices QoQ 2021-2023



Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgsr.it 🌐 www.impactsgsr.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

Mentre negli Stati Uniti la leva fiscale continua ad avere un peso decisamente rilevante nel sostegno dell'attività economica, in Europa il peso della spesa pubblica ha smesso ormai di accelerare a seguito della sospensione delle politiche fiscali legate al calmieramento del costo dell'energia e una rinnovata disciplina di bilancio viene ora richiesta dalla Commissione europea a tutti i Paesi dell'unione che stanno finalizzando le leggi di bilancio. La prima economia europea, la Germania, peraltro il Paese maggiormente colpito dalla recessione e che, nonostante tutto gode di tassi d'interesse di lungo periodo relativamente bassi, è vincolato dall'obbligo costituzionale di pareggio di bilancio e non riesce a effettuare ambiziosi investimenti di lungo periodo senza evitare censure da parte della Corte costituzionale, come recentemente avvenuto. Con politica monetaria e fiscale in territorio restrittivo, mancato traino dell'export e consumi decisamente meno tonici che negli Stati Uniti (oggi il livello di spesa dei consumatori americani è superiore del 10% rispetto ai livelli del 2019, mentre gli europei sono con fatica ritornati ai livelli precedenti alla pandemia), l'unico scudo dell'economia europea in questi ultimi mesi è stato rappresentato dall'incremento dei salari reali (derivanti sia dalle rinegoziazioni sindacali, sia dalla decelerazione dei prezzi al consumo), che viene sempre citato dalla BCE come possibile fattore destabilizzante nel percorso di disinflazione.

### **Una reporting season eterogenea a livello geografico e settoriale**

Sul fronte microeconomico, la reporting season del terzo trimestre ha globalmente consegnato risultati tutto sommato non particolarmente convincenti, anche se piuttosto eterogenei sia da un punto di vista geografico, sia settoriale. Le aziende americane hanno visto mediamente una crescita degli utili per azione del 3% su base annua, mentre in Europa si è assistito ad un calo dell'8%. Sia negli Stati Uniti, sia in Europa, il fatturato è stato registrato piuttosto in affanno.

I mercati hanno punito duramente le società che hanno deluso le aspettative degli analisti, con pesanti correzioni per i titoli che hanno sorpreso negativamente gli investitori e rialzi più contenuti per le sorprese positive. Negli Stati Uniti, dopo tre trimestri di crescita negativa degli utili, una leggera tendenza positiva nel terzo trimestre ha fatto aumentare le speranze che la fine del ciclo in ribasso degli utili possa essere vicino ad una conclusione. 81 aziende del S&P 500 (16% dell'indice) nelle loro conferenze trimestrali sugli utili hanno discusso dei difficili negoziati con i sindacati e degli scioperi affrontati, un nuovo record da 20 anni. Ciò suggerisce che il potere contrattuale si è spostato da "Wall Street" a "Main Street" in un ambiente di piena occupazione, il che potrebbe indicare una maggiore pressione sui margini dei costi del lavoro in futuro. Due terzi di tutte le società che hanno pubblicato una guidance erano negativi, che è ben al di sopra della media quinquennale e appena al di sopra della media decennale. A livello settoriale, i settori dell'energia e dell'industria mineraria sono quelli che hanno sofferto di più, mentre i beni di consumo discrezionali, la tecnologia e il comparto finanziario sono risultati i settori vincenti.

In America continua ad essere impressionante lo scollamento tra le prime sette mega-cap tecnologiche, "Le Magnifiche 7", e il resto delle aziende, sia in termini di performance, sia in termini di valutazioni fondamentali.

**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



Il peso dell'azionario statunitense continua a crescere relativamente all'interno degli indici azionari globali, arrivando a pesare oltre il 70% della capitalizzazione di borsa mondiale.

Sul fronte del credito, gli spread continuano a non essere particolarmente a buon mercato. Il segmento centrale della curva dei rendimenti con rating investment grade appare particolarmente interessante: con uno scenario di possibile rallentamento del ciclo e di aumento strutturale del costo dell'indebitamento, le aziende caratterizzate da situazioni patrimoniali di qualità possono catalizzare in maniera crescente la domanda degli investitori. Le curve di rendimento dei titoli societari rimangono positivamente inclinate: il term premium, assente sulle curve dei titoli di stato, consente di massimizzare la performance attraverso un approccio *buy and hold*.

Il dollaro ha perso forza rispetto all'euro nell'ultimo mese, grazie ai dati macroeconomici in leggero rallentamento e l'approccio più *dovish* della FED, invertendo il forte rally iniziato con la fine di luglio e parallelo all'aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti.

### **Chiarimenti normativi europei sulla definizione di investimento sostenibile e lo scollamento tra mercati finanziari ed economia reale nel valutare la transizione energetica**

I regolamenti dell'UE sulla finanza sostenibile sono stati un percorso difficile a causa di frequenti cambiamenti nelle regole e dubbi interpretativi ancora in fase di chiarimento, ma sembrano sortire risultati positivi. Circa il 58% delle società dello Stoxx 600 ha divulgato i dati della tassonomia. I fondi SFDR Art. 8 e 9 hanno raggiunto il 56% (5 trilioni di euro) del totale degli assets under management in Europa e oltre 116 miliardi di euro seguono benchmark climatici.

Recentemente la Commissione UE ha chiarito alcuni aspetti molto importanti riguardo alla definizione di investimento sostenibile: al netto del rispetto del principio di non arrecare danno significativo, gli investimenti allineati alla tassonomia, gli investimenti che riducono gli impatti negativi attraverso il miglioramento di un indicatore chiave di performance di sostenibilità, come per esempio le emissioni o l'efficienza energetica, e i fondi passivi che tengono conto di un benchmark climatico dell'UE saranno automaticamente considerati investimenti sostenibili ai sensi del SFDR. In seguito a questo chiarimento, i fondi low-carbon hanno registrato afflussi netti nel Q2 2023 e di recente alcuni dei prodotti che seguono benchmark climatici hanno aggiornato il loro status all'articolo 9. C'è da attendersi che, se l'SFDR manterrà invariata l'attuale interpretazione, il numero di fondi classificati come articolo 9 potrebbe crescere in modo sostanziale nel corso del 2024, grazie ad una maggiore chiarezza sul perimetro di applicazione della qualifica di investimento sostenibile.

L'SFDR non è mai stato concepito come un regolamento che prescrive un'etichettatura dettagliata. È nato come regolamentazione sulla trasparenza, sul reporting e sulla divulgazione. La prassi di mercato, tuttavia, l'ha utilizzata soprattutto come strumento di etichettatura, con i fondi che ora vengono chiamati articolo 8 o articolo 9, in base all'ambizione di sostenibilità.

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



Pertanto, la Commissione europea sta valutando se accettare l'attuale prassi di mercato ed adattare l'SFDR all'obiettivo dell'etichettatura, vale a dire una maggiore chiarezza sulle modalità di definizione degli articoli 8 e 9, oppure sviluppare un regolamento separato sull'etichettatura.

Pertanto, la SFDR in tutta la sua interezza è in fase di revisione, ed è aperta alla consultazione pubblica fino a dicembre 2023.

### **I fondi azionari clean tech**

Nel frattempo, da inizio anno i fondi azionari clean tech sono stati duramente colpiti, soprattutto a causa dell'inflazione, dell'aumento del costo del capitale e della lentezza nella realizzazione dei progetti. Gli eventi negativi che hanno contribuito in modo significativo a generare una brusca e forse eccessiva correzione dei titoli clean tech hanno riguardato principalmente il settore eolico offshore. Tuttavia, in ragione delle prospettive di forte crescita di lungo periodo delle tecnologie pulite, tale correzione potrebbe risolversi al verificarsi di singoli eventi catalizzatori, come per esempio un aumento dei prezzi di base d'asta nelle prossime assegnazioni di capacità eolica in Europa e Stati Uniti.

A rendere tale prospettiva plausibile è anche la convergenza di interessi politici, soprattutto negli Stati Uniti in vista delle elezioni presidenziali nel 2024. L'Amministrazione Biden si è fortemente esposta, attraverso l'Inflation Reduction Act (IRA), al tema degli investimenti in tecnologie pulite, al fine di accelerare la transizione energetica e raggiungere gli obiettivi climatici fissati. In questa strategia politica, l'energia eolica gioca un ruolo cruciale. Accettare la dismissione di alcuni progetti chiave nell'ordine di grandezza di 2 GW di capacità eolica offshore, come quelli annunciati recentemente da Ørsted, rappresenterebbe un rischio politico molto significativo per l'amministrazione Biden. Si può dunque immaginare che un intervento diretto volto a migliorare la redditività dei progetti eolici negli Stati Uniti abbia una probabilità crescente di verificarsi, con l'intensificazione della campagna elettorale nei prossimi mesi.

Mentre i mercati finanziari hanno corretto le valutazioni dei titoli clean tech nell'ordine del -30% da inizio anno, nell'economia reale la transizione energetica è in forte accelerazione e le prospettive di crescita di medio e lungo periodo delle tecnologie pulite rimangono molto solide.

Gli investimenti in energia pulita sono aumentati del 40% dal 2020. La spinta a ridurre le emissioni è un motivo fondamentale, ma non l'unico. L'interesse economico per le tecnologie energetiche pulite mature è forte. Anche la sicurezza energetica è un fattore importante, soprattutto nei paesi importatori di combustibili, così come le strategie industriali e il desiderio di creare posti di lavoro nel settore dell'energia pulita. Nel 2020, un'auto su 25 venduta era elettrica; nel 2023 è una su cinque. Nel 2023 è prevista l'aggiunta di oltre 500 gigawatt (GW) di capacità di generazione da fonti rinnovabili, un nuovo record. Più di un miliardo di dollari al giorno viene speso per lo sviluppo dell'energia solare fotovoltaica. La capacità produttiva di componenti chiave delle tecnologie pulite, come i moduli fotovoltaici e le batterie EV, è in rapida espansione.

**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



Questo slancio è il motivo per cui l'IEA ha recentemente concluso, nella sua Roadmap Net Zero aggiornata, che il percorso per limitare il riscaldamento globale a 1,5 °C è molto difficile, ma rimane aperto. Ciò detto, gli investimenti in petrolio e gas oggi sono quasi il doppio di quelli previsti dallo scenario Net Zero dell'IEA al 2030; questo vuol dire che lo sfruttamento di nuovi giacimenti fossili renderebbe irraggiungibile l'obiettivo di contenere l'aumento della temperatura a 1,5°C entro il 2050 rispetto ai livelli preindustriali.

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