





# Outlook Macroeconomic Mensile

Febbraio 2024

*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

- Dopo l'euforia che è seguita all'ultima riunione della FED del 2023, gli operatori sono stati costretti a ridimensionare le proprie aspettative a seguito della pubblicazione degli ultimi dati macroeconomici riguardo l'espansione del PIL, l'inflazione e lo stato di salute del mercato del lavoro. La situazione attuale è caratterizzata da un output che, soprattutto in America, cresce a ritmi superiori al previsto.
- Nel mese di febbraio, si è verificata una nuova circoscritta crisi nell'ambito delle banche regionali americane che ha avuto riverberi anche in Europa, soprattutto in Germania. Seppur il bilancio della banca centrale si stia riducendo, siamo ancora decisamente lontani dai livelli del 2019 e alcuni membri FED dichiarano che sarà molto difficile tornare a quei valori.
- A seguito del quadro macroeconomico che si delinea dai dati diffusi, gli operatori sono ormai convinti che nello scenario base difficilmente si vivrà a breve una fase recessiva, come emerso dal sondaggio di Merrill Lynch.
- Lo sviluppo dell'intelligenza artificiale ha rappresentato un nuovo tema catalizzatore per gli investitori sulla tecnologia nel corso del 2023 ed è considerato ormai imprescindibile. Il titolo che più di tutti ha capitalizzato l'effetto dirompente della diffusione dell'intelligenza artificiale è Nvidia con dimensioni talmente elevate da poter essere quasi considerata un asset class a sé stante.
- Mentre la Cina rimane leader indiscusso nell'ambito della transizione energetica, per i politici occidentali si pone un dilemma. Da un lato, l'importazione di prodotti clean tech cinesi a prezzi competitivi contribuisce ad accelerare la transizione energetica; dall'altro, un'eccessiva importazione rischia di minare la competitività industriale, in un momento storico in cui le resistenze politiche sono in forte aumento sui due lati dell'Atlantico.

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)

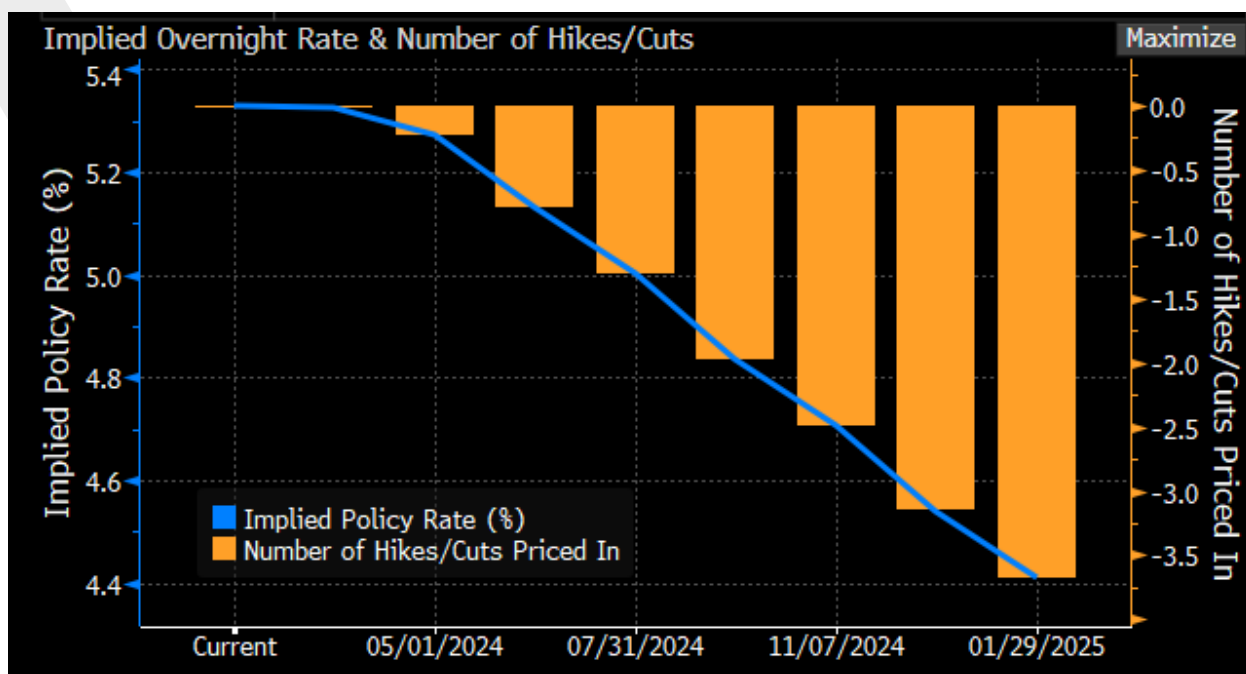
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## L'entusiasmo degli operatori si scontra con la realtà dei fatti

Dopo l'euforia che è seguita all'ultima riunione della FED del 2023, la diffusione degli ultimi dati macroeconomici relativi alla crescita del prodotto interno lordo, al mercato del lavoro e all'inflazione, unita alle conseguenti dichiarazioni dei banchieri centrali, ha prodotto negli operatori finanziari un necessario confronto con la realtà dei fatti, al di là delle aspettative che si erano ormai consolidate. La situazione attuale presenta un'economia che, soprattutto in America, cresce a ritmi superiori al previsto (gli Stati Uniti nel quarto trimestre del 2023 hanno espresso una crescita del PIL del 3.3% annualizzata, contro una previsione del 2%). Il mercato del lavoro, che è un ambito cruciale di analisi per misurare i rischi potenziali per la stabilità dei prezzi, continua ad essere particolarmente resiliente, soprattutto nel settore dei servizi; infine, l'inflazione, sebbene non presenti nuove importanti accelerazioni, continua a rimanere stabile su livelli ancora lontani dal target della Banca Centrale.

Le aspettative sulle tempistiche e sul numero dei tagli dei tassi sono state ridimensionate in maniera molto significativa nell'ultimo mese. Un mese fa i mercati assegnavano ancora un 50% di probabilità al primo taglio dei tassi nel mese di marzo 2024 e un totale di sei ribassi di 25 punti base nel corso dell'anno. Oggi i futures sui Fed Funds prezzano poco più di tre tagli fino alla fine dell'anno, con inizio dal mese di luglio.

Grafico 1: Implied Overnight & Number of Hikes/Cuts



Fonte: Bloomberg, 2024

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)

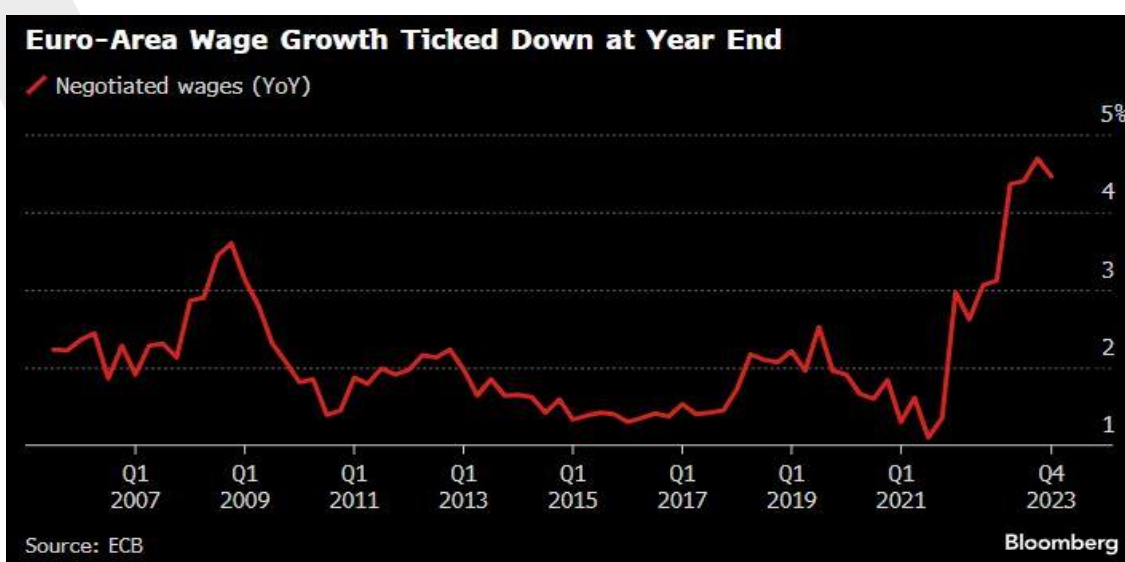
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Cautele sull'abbassamento dei tassi

Del resto, come ha recentemente dichiarato Michelle Bowman, l'attuale congiuntura non offre le garanzie necessarie per procedere ad abbassare i tassi d'interesse. In questo momento, il rischio di tagliare "troppo presto" per poi dover invertire la rotta rapidamente rischiando una perdita di credibilità da parte dei mercati, rimane elevato. Con un'inflazione "core" che continua a essere stabilmente un punto percentuale oltre l'obiettivo dichiarato della FED, a causa soprattutto del costo dei servizi e della componente immobiliare (affitti e OER) e senza che sia a rischio l'altro obiettivo statutario di favorire la piena occupazione, non appare giustificabile un taglio del costo del denaro nell'immediato.

Nell'area Euro, anche se il contesto appare un po' diverso, il risultato finale è simile. La crescita del PIL, al contrario di quanto avviene negli Stati Uniti, è decisamente meno vivace e alcuni Paesi, tra cui la Germania, si trovano in recessione. Tuttavia, anche in Eurozona il mercato del lavoro risulta decisamente forte, a livelli record da quando esiste la moneta unica e questo continua a mantenere sostenuta l'inflazione salariale. Nell'ultimo trimestre del 2023, la crescita dei salari è risultata in leggera moderazione al 4.5% (in ribasso rispetto al 4.7% registrato nel precedente trimestre). Tuttavia, tale dinamica appare ancora incompatibile con un obiettivo stabile di inflazione al 2%: la BCE, infatti, stima che quest'ultimo target sia raggiungibile in maniera non effimera solo con un livello di crescita del costo del lavoro entro il 3%. La crescita dei salari è stata frequentemente additata da molti membri della BCE, tra cui Isabel Schnabel e la Presidente Christine Lagarde, come un indicatore sempre più importante da osservare per comprendere i rischi per la solidità del processo di disinflazione dell'economia in atto.

Grafico 2: Euro-Area Wage Growth Ticked Down at Year End



Fonte: Bloomberg, 2024

**iMPact SGR S.p.A.**

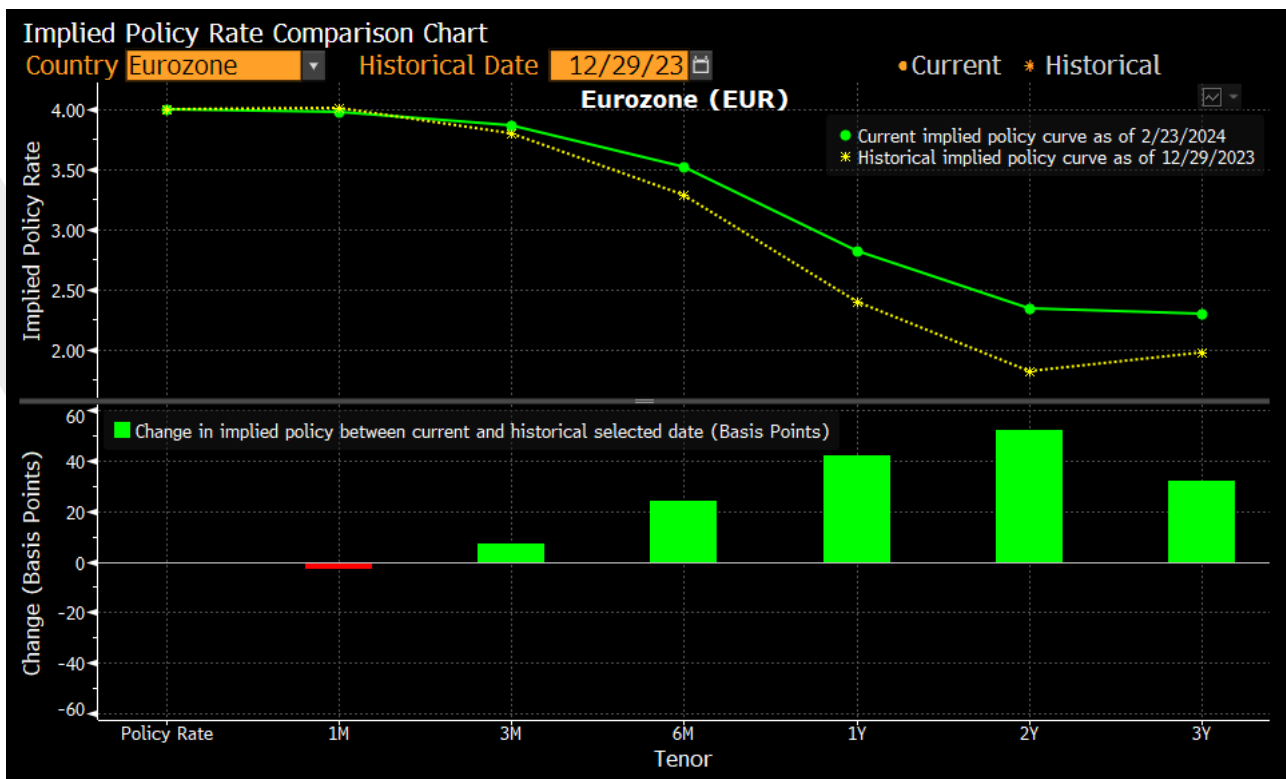
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it) 🌐 [www.impactsgr.it](http://www.impactsgr.it)

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

A fronte di un mercato del lavoro così forte e, allo stesso tempo, di una crescita della produttività così bassa come vi è in Europa, è molto complesso giustificare anche su questa sponda dell'Atlantico un ribasso precoce dei tassi di interesse. Un blando rallentamento del ciclo economico, se non ha effetti sulle dinamiche dei prezzi, non appare sufficiente, dal momento che, per la BCE, l'unico mandato statutario rimane la salvaguardia della stabilità monetaria.

Nonostante nelle dichiarazioni pubbliche, la Presidente Lagarde ha sempre usato maggiore cautela rispetto alla FED, escludendo per ora qualsiasi discussione collegiale sulle tempistiche dei primi tagli dei tassi d'interesse, i mercati stimavano a inizio anno oltre 150 punti base di tagli nel 2024: nel corso delle ultime settimane, i tagli previsti sono stati ridotti a circa 100 punti base.

Grafico 3: Implied Policy Rate Comparison Chart



Fonte: Bloomberg, 2024

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)

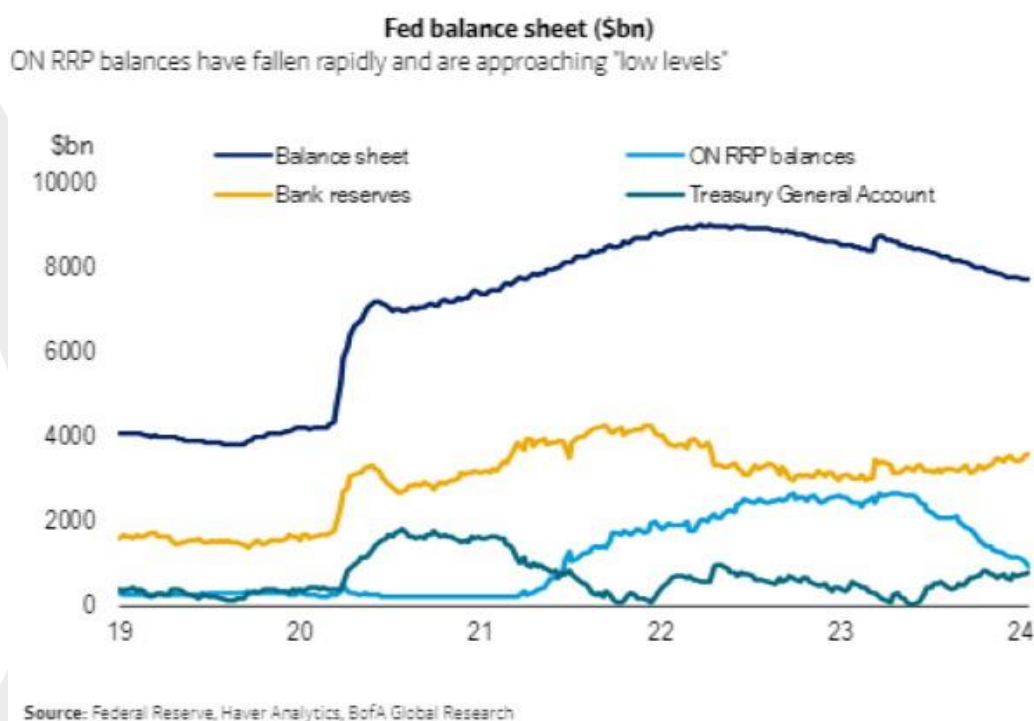
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Crisi delle banche regionali americane

Nonostante il re-pricing sul sentiero previsto di politica monetaria, i bond hanno tutto sommato evitato una correzione importante. Il livello elevato dei rendimenti ha attirato gli investitori, anche in funzione di bene rifugio in un contesto che rimane altamente incerto e instabile sotto molteplici punti di vista. Nel mese di febbraio, si è verificata una nuova circoscritta crisi nell'ambito delle banche regionali americane, con New York Community Bancorp che è crollata del 44% in apertura di seduta a seguito di un inatteso warning dovuto ad accantonamenti dieci volte superiori alle attese degli analisti. L'instabilità del settore delle banche regionali americane ha avuto dei riverberi anche in Europa. In particolare, alcune banche tedesche, tra cui in particolare Deutsche Pfandbriefbank, particolarmente esposta all'immobiliare americano, ha subito perdite importanti sul proprio corso azionario e notevole stress sui propri bond AT1.

Il meeting di marzo della FED, se non sarà live per le decisioni sui tassi d'interesse, lo sarà probabilmente sul tema del Bilancio dell'Autorità monetaria: la banca potrebbe decidere di rallentare il *Quantitative Tightening* laddove si manifestassero tensioni sul settore degli istituti di credito regionali, dal momento che, proprio in corrispondenza del prossimo meeting, risulteranno in scadenza le linee di liquidità emergenziali stabilite lo scorso anno in occasione della crisi di Silicon Valley Bank.

Grafico 4: Fed balance sheet (\$bn)



Fonte: Federal Reserve, 2024

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

Seppur il bilancio della banca centrale si stia inesorabilmente riducendo, siamo ancora decisamente lontani dai livelli del 2019 e alcuni membri FED hanno dichiarato apertamente che sarà molto difficile tornare a quei valori. Tra tutti, Julie Ann Ramache, della FED di New York, ha recentemente affermato che nonostante la banca stia procedendo ad un alleggerimento del proprio bilancio, essa deve accomodare la crescita a lungo termine del sistema finanziario e per questo motivo l'offerta delle proprie riserve deve rimanere sufficientemente ampia.

Dal grafico sopra riportato sulle grandezze del bilancio FED, appare interessante sottolineare un'altra dinamica, che appare significativa per giustificare la tenuta del Treasury decennale nonostante il cambio di aspettative circa l'azione monetaria dei prossimi mesi: dall'accordo sul tetto dell'indebitamento, il Tesoro americano ha raccolto dal mercato più di quanto non servisse effettivamente al proprio fabbisogno e dispone così di circa 700 miliardi di dollari sul proprio conto presso la FED: un segno di prudenza che, a fronte di una politica fiscale ancora accomodante nell'anno elettorale, non può che risultare gradita ai mercati.

### Aspettative rassicuranti sulla recessione

La recessione tanto attesa dagli investitori nel corso del 2023 è oggi considerata decisamente meno probabile, come emerge dal sondaggio di Merrill Lynch, in cui si evince che per la prima volta da aprile 2022 la maggioranza dei gestori non si attende recessione nel corso dei prossimi dodici mesi: il ciclo economico che resiste da diverso tempo, nonostante una restrizione monetaria da record e tassi di interesse che rimangono a livelli elevati a lungo termine, ha ormai convinto gli operatori che nello scenario base difficilmente si vivrà a breve una fase recessiva.

La diretta conseguenza di questo è una view particolarmente rialzista condivisa dai gestori, la più *bullish* da due anni. L'allocazione sull'equity americano è il più elevato dal novembre 2021, il peso della tecnologia è più significativo dall'agosto 2020 e un posizionamento lungo sulle ormai celebri "Magnifiche 7" mega-cap americane è decisamente il "trade più affollato" del momento.

Il risultato è una concentrazione dei mercati azionari senza precedenti: l'equity US pesa oltre il 70% del mercato azionario dei Paesi sviluppati, i primi dieci titoli dell'indice S&P 500 pesano oltre il 35% dell'indice stesso e la capitalizzazione di borsa di tre titoli americani come Alphabet, Microsoft e Apple è superiore a quella dell'Eurostoxx 50, del FTSE 100 britannico e dell'indice del mercato azionario svizzero combinati.

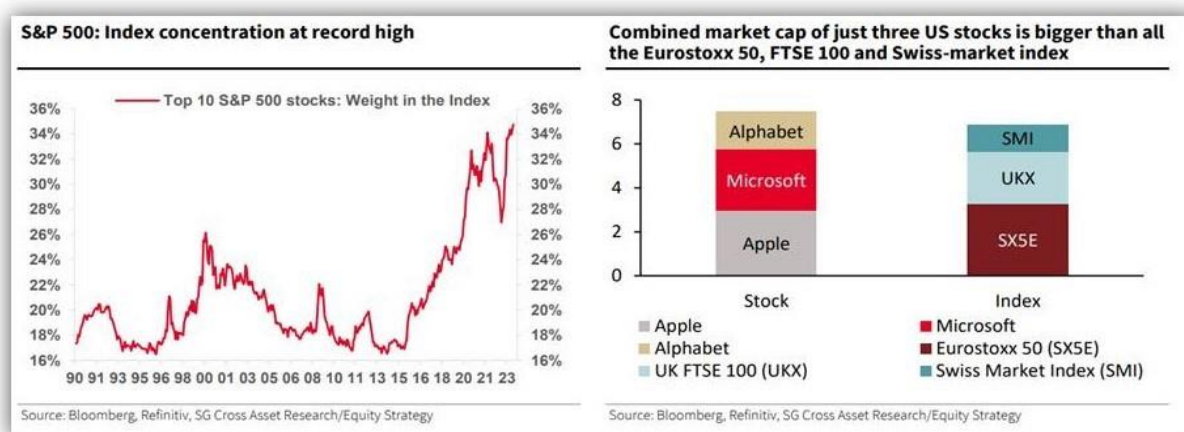
IMPact SGR S.p.A.

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



Grafico 5: S&P 500 and Index concentration

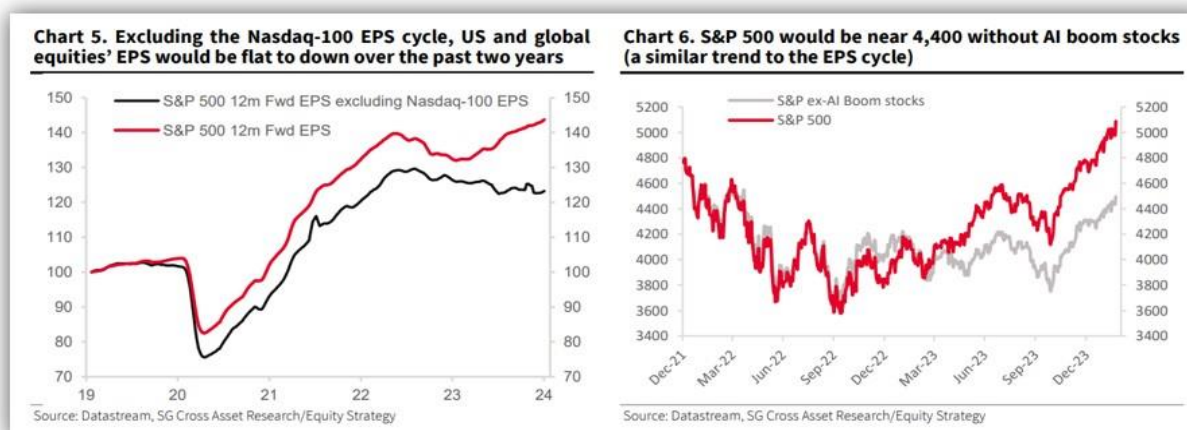


Fonte: Bloomberg, 2024

### La tecnologia resta il settore più “caldo” sui mercati azionari

Il grande catalizzatore che ha rifocalizzato gli investitori sulla tecnologia nel corso del 2023, dopo le pesanti performance dovute al rialzo record dei tassi d’interesse vissute nell’anno precedente, è stato lo sviluppo dell’intelligenza artificiale, che oggi appare ormai un tema ineludibile con cui le aziende sono chiamate a confrontarsi.

Grafico 6: S&P 500



Fonte: Bloomberg, 2024

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

A dimostrare quanto l'argomento sia ormai divenuto scottante, basti pensare che nel corso delle conferenze del reporting trimestrale relativo al quarto trimestre del 2023, il 36% delle aziende dell'S&P ha citato le parole "intelligenza artificiale".

Il titolo che più di tutti ha capitalizzato l'effetto dirompente della diffusione dell'intelligenza artificiale è senza dubbio Nvidia, che nel giro di 14 mesi ha visto quasi sestuplicare il proprio corso azionario, raggiungendo una capitalizzazione di borsa di 1970 miliardi di dollari (poco meno del prodotto interno lordo italiano e pari alla capitalizzazione di mercato delle principali 100 aziende del Regno Unito). Nella sola seduta del 22 febbraio, a seguito del reporting del quarto trimestre 2024, Nvidia ha accresciuto il proprio valore di 276 miliardi di dollari (pari alla capitalizzazione di borsa di Nestlé).

Grafico 7: Nvidia



Fonte: Bloomberg, 2024

Le dimensioni di Nvidia sono oggi talmente elevate da poter essere quasi considerata un asset class a sé stante, tanto che sempre più operatori cercano di studiare le correlazioni del titolo con i differenti indici e le diverse classi di attivo. Più in generale, con una capitalizzazione di borsa di 20.500 miliardi di dollari, il Nasdaq-100 è ormai praticamente equivalente al mercato delle obbligazioni negoziabili dal governo americano (21.900 miliardi di dollari). Oltre alla propria dimensione, un fattore che può portare a pensare che i titoli tecnologici americani siano parte di un proprio ecosistema è l'analisi della concentrazione della clientela di Nvidia. I suoi quattro più grossi clienti rappresentano il 40% del proprio volume d'affari e costituiscono le principali aziende

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

tecnologiche degli Stati Uniti. La tecnologia crea innovazione e incrementa la produttività, i motori secolari della crescita economica e, inoltre, rappresenta un baluardo per la sicurezza e l'indipendenza nazionale e un simbolo indiscutibile della superpotenza americana in uno scacchiere geopolitico sempre più complesso.

### **Reshoring o prezzi più bassi? L'attuale dilemma della transizione energetica**

Secondo gli ultimi dati di Bloomberg New Energy Finance (BNEF), gli investimenti in tecnologie pulite sono stati in forte aumento nel 2023. A guidarli sono stati Cina, Unione Europea e Stati Uniti. Queste tre aree geografiche insieme hanno rappresentato i 2/3 degli investimenti totali. La Cina da sola ha investito USD 675.9 miliardi, il 38% del totale, mentre Unione Europea e Stati Uniti rispettivamente USD 341 miliardi e USD 303 miliardi.

Tuttavia, la distanza tra i livelli di investimento richiesti dagli scenari net-zero e gli investimenti registrati nel 2023 rimane molto significativa. A fronte di USD 1 800 miliardi investiti nel 2023, ne andrebbero investiti annualmente USD 4 800 miliardi nel periodo 2024-2030 (+167% rispetto al 2023), USD 6 500 miliardi all'anno tra il 2031 e il 2040 (+260%) e USD 7 600 miliardi, sempre su base annuale, tra 2041 e 2050 (+322%), al fine di raggiungere l'obiettivo di neutralità climatica al 2050.

Mentre la Cina mantiene la leadership indiscussa, la strategia europea, britannica e americana di onshoring della capacità manifatturiera lungo le catene del valore delle principali tecnologie pulite comincia a manifestarsi negli investimenti pianificati dalle aziende in impianti produttivi. I nuovi investimenti di Stati Uniti ed Europa (UE e Gran Bretagna) in capacità produttiva passeranno da meno del 5% al 27% tra il 2023 e 2025, con circa USD 65 miliardi di investimenti pianificati, su un totale di USD 236 miliardi a livello globale. Rimane da notare che al 2025 gli investimenti cinesi in nuovi impianti produttivi continueranno a rappresentare oltre il 60% del totale.

Gli obiettivi quantitativi di onshoring dell'Unione Europea risultano al momento molto lontani dalla realtà descritta dagli investimenti previsti in capacità manifatturiera mappati da BNEF per quanto riguarda la tecnologia fotovoltaica ed eolica, mentre più che raggiungibili per i sistemi di accumulo. Al 2030 l'UE ha fissato un target di 30 GW annuali di capacità produttiva fotovoltaica, 36 GW di capacità produttiva eolica e 550 GWh di sistemi di accumulo. Con l'attuale livello di investimenti annunciati in capacità manifatturiera, al 2030 si arriverebbe ad un una capacità manifatturiera totale di 9.5 GW all'anno di fotovoltaico (-68% rispetto al target), 28.5 GW di eolico (-21% rispetto al target) e 1019 GWh di batterie (+85% rispetto al target). La strategia di onshoring di Unione Europea, Stati Uniti e Gran Bretagna rischia di trovare un enorme ostacolo nei prezzi. Sia per il fotovoltaico che per le batterie la sovracapacità produttiva attesa nei prossimi anni rischia di mantenere molto elevata la pressione al ribasso sui prezzi. Nello specifico, secondo le stime BNEF, su un totale di investimenti annunciati in nuovi stabilimenti per la produzione di batterie pari a USD 615 miliardi nel periodo 2024-2027, USD 389 miliardi risultano in eccesso rispetto alla domanda attesa. La produzione cinese di batterie al litio da sola potrà soddisfare l'intera domanda globale di batterie attesa nei prossimi tre anni.

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

Analogamente, i prezzi delle componenti dei pannelli fotovoltaici (polisilicio, wafer, celle e moduli) sono scesi significativamente da gennaio 2022. I prezzi per Watt (W) dei pannelli fotovoltaici sono passati da 0.27 USD/W a gennaio 2022 a 0.13 USD/W a gennaio 2024, una riduzione del 52% in un periodo di due anni. La discesa dei prezzi, che sicuramente ha contribuito in modo sostanziale alla forte crescita della capacità fotovoltaica installata in ragione della crescente competitività economica, sta contestualmente incrementando la pressione sui margini delle aziende coinvolte nelle catene del valore di questa tecnologia pulita. Conseguentemente, i USD 78 miliardi di investimenti annunciati globalmente in nuova capacità produttiva fotovoltaica tra il 2024 e 2027 contribuiranno ad inasprire l'overcapacity e le spinte al ribasso dei prezzi del settore. Le strategie di onshoring rischiano quindi di scontrarsi con una realtà di mercato in cui è molto difficile competere con i prezzi cinesi.

La rapida crescita della quota di auto elettriche cinesi nel mercato automobilistico europeo offre un altro esempio della sfida: tra il 2019 e il 2023 le auto elettriche a marchio cinese sono passate da circa lo 0% all'8.4% del mercato europeo. Considerato il vantaggio competitivo cinese, in assenza di barriere commerciali, non ci sono ragioni di pensare che l'attuale traiettoria di crescita non sia destinata a continuare nei prossimi anni.

Per i politici europei, britannici e americani si pone dunque un dilemma. Da un lato, l'importazione di prodotti clean tech cinesi a prezzi competitivi contribuisce ad accelerare la transizione energetica; dall'altro, un'eccessiva penetrazione rischia di minare la competitività industriale, riducendo conseguentemente la capacità di generare posti di lavoro dalla transizione energetica in un momento storico in cui le resistenze politiche sono in forte aumento sui due lati dell'Atlantico. Sul piano politico, il controbilanciamento dell'eccesso di capacità produttiva attraverso politiche commerciali protezionistiche strumentali alla difesa degli obiettivi di onshoring potrebbe essere una scommessa sensata, nonostante le inefficienze e duplicazioni delle catene del valore che inevitabilmente deriverebbero dall'imposizione di barriere.

L'onshoring è fondamentale non solo per la competitività economica, ma anche per la creazione di nuovi posti di lavoro. Senza consenso politico la transizione energetica in Europa e Stati Uniti rischia di trovare ostacoli crescenti e rallentare proprio mentre il cambiamento climatico sta accelerando in modo non lineare. Le strategie di onshoring vanno quindi comprese all'interno di una strategia politica di più ampio respiro che mira a rendere gli investimenti in transizione capaci di generare occupazione e quindi politicamente attraenti.

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