





Outlook Macroeconomic Mensile

Giugno 2022

act differently

IMPact SGR S.p.A.

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

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



DISCLAIMER

La presente comunicazione è distribuita da IMPact SGR, società di 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
Tel: +39 02 38 25 51 00
<https://www.impactsgr.it/>

IMPact SGR S.p.A.

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

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

Executive Summary

- Nonostante molti economisti si attendessero il picco massimo dell'inflazione in corrispondenza con il mese di aprile, i dati diffusi relativi nel mese di maggio hanno continuato a sorprendere al rialzo.
- La FED annuncia un rialzo di 75 punti base nel tentativo di arginare l'inflazione negli USA, ottenendo tuttavia scarsi risultati.
- Le politiche della FED, tuttavia, prevederanno un costante aumento dei tassi fino al raggiungimento del 2% di inflazione.
- La BCE continua a rimanere in attesa di un aumento dei tassi di interesse e l'inflazione raggiunge livelli preoccupanti. Tuttavia, la governatrice Christine Lagarde ha dichiarato che sia intenzione del Board procedere ad un rialzo di 25 punti base nella riunione di luglio e di 50 punti base a settembre, orientandosi verso una politica restrittiva graduale ma sostenuta.
- Sono stati superati i 100 giorni di conflitto tra Russia e Ucraina. Il recente blocco dei porti ucraini porta notevoli problematiche non solo per l'approvvigionamento energetico, ma anche per quello alimentare.
- I mercati finanziari hanno sperimentato pesanti ribassi nelle ultime settimane, a seguito dell'ineluttabilità della restrizione monetaria. Performance negative sono state realizzate su tutte le asset class: azioni, obbligazioni e liquidità in un contesto che non si realizzava dagli anni Settanta. Sui mercati azionari, anche se l'S&P 500 è entrato ufficialmente in territorio ribassista e più di 3500 azioni americane sono scivolte ai minimi da 52 settimane.
- Secondo i dati della World Meteorological Organisation (WMO), agenzia dell'ONU specializzata in monitoraggio meteorologico, gli ultimi sette anni sono stati i sette più caldi mai registrati e gli eventi meteorologici estremi sono aumentati di oltre il 400% negli ultimi 50 anni. In risposta ad un impatto crescente e più evidente dei fenomeni meteorologici estremi sull'economia, è probabile che gli investimenti in mitigazione e adattamento al cambiamento climatico aumenteranno nei prossimi anni seguendo una traiettoria non lineare.

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

I tassi di inflazione continuano a crescere e gli investitori corrono ai ripari

Negli ultimi giorni del mese di maggio gli investitori avevano cominciato a scommettere su esiti meno aggressivi delle politiche rialziste delle banche centrali e su un graduale riassorbimento delle fonti di incertezza gravanti dall'inizio dell'anno sullo scenario macroeconomico. Purtroppo, i fattori destabilizzanti si sono in realtà acuiti durante le ultime settimane e i mercati finanziari hanno subito incorporato le nuove evidenze, tornando più convintamente in territorio ribassista. Nonostante molti economisti si attendessero il picco massimo dell'inflazione in corrispondenza con il mese di aprile, i dati diffusi relativi nel mese di maggio hanno continuato a sorprendere al rialzo: 8.7% in Germania (dal 7.8% di aprile), 7.3% in Italia, 8.1% nell'Eurozona, 8.6% negli Stati Uniti, contro una stima, già rivista al rialzo, dell'8.3%. Come già accennato precedentemente, la natura dei rialzi dei prezzi segue dinamiche differenti sulle due sponde dell'Atlantico. In Europa, l'inflazione è soprattutto determinata da shock di offerta, scaturendo in particolare dall'aumento dei costi dei generi alimentari e della spesa energetica.

Le materie prime avevano iniziato ad apprezzarsi già dagli ultimi mesi del 2021, a causa della difficoltà degli approvvigionamenti e dei numerosi colli di bottiglia nella catena del valore, a seguito delle chiusure legate alla pandemia soprattutto in area asiatica. Ad una domanda in robusta accelerazione a seguito delle riaperture nei Paesi sviluppati, dove la campagna vaccinale contro il Covid è stata condotta con maggior successo, l'offerta si è dimostrata insufficiente e discontinua. La situazione è stata poi esacerbata con le tensioni geopolitiche tra blocco Atlantico e Russia, a seguito dell'invasione armata dell'Ucraina. Se è vero che se si risolvessero le cause dello shock dal lato dell'offerta, l'inflazione dovrebbe tendere gradualmente ad assorbirsi, è anche vero che le restrizioni monetarie tendono a rivelarsi meno efficaci nel dominare l'aumento incontrollato dei prezzi derivante da rialzi di materie prime. Pertanto, nonostante un rialzo dei tassi di rifinanziamento principale, esiste il rischio che la tendenza all'instabilità dei prezzi potrebbe essere destinata a permanere, spingendo l'economia verso la stagflazione.

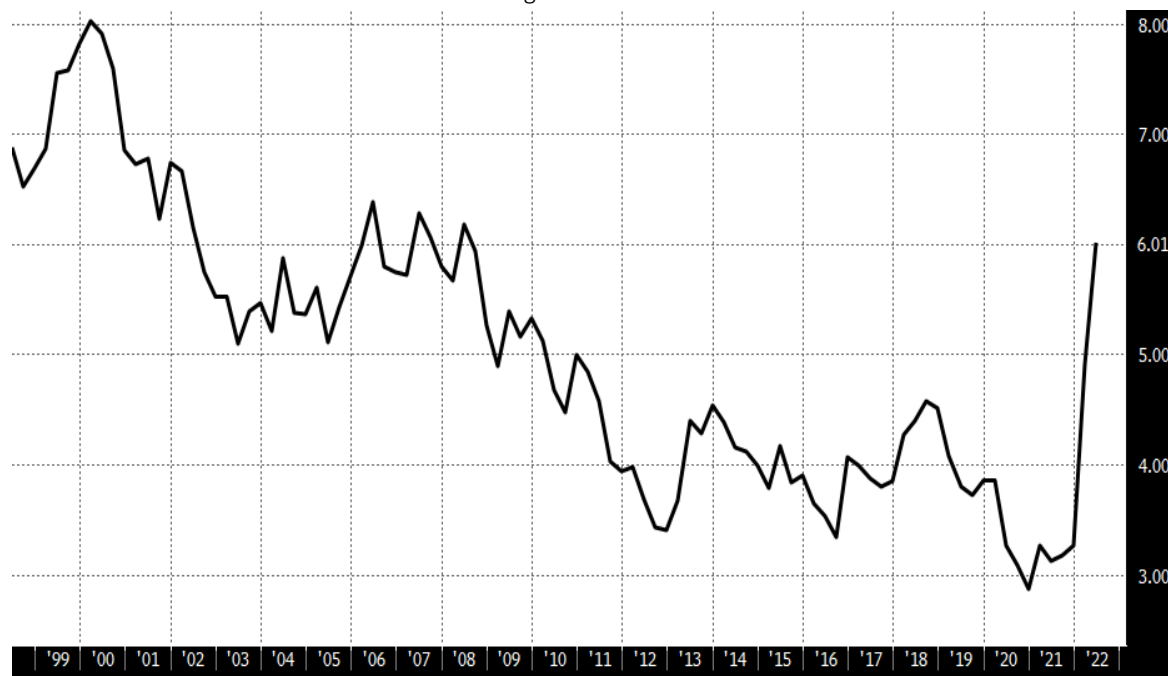
Negli Stati Uniti invece, dove prevale un'inflazione da domanda, causata da un'economia surriscaldata da un'espansione fiscale senza precedenti per fronteggiare il congelamento dell'attività economica durante la pandemia, un'azione decisa e mirata dell'Autorità monetaria potrebbe funzionare con maggiore efficacia, nonostante il rischio di avvitare l'economia in una recessione non sia purtroppo trascurabile. La crescita dei rendimenti e l'aspettativa di ulteriore rialzo hanno già portato i tassi sui mutui negli Stati Uniti ai massimi dalla crisi finanziaria del 2008.

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

Grafico 1: Tassi sui mutui del mercato immobiliare degli Stati Uniti



Fonte: Bloomberg, ILM3NAVG Index 1997-2022

La FED alza i tassi di interesse di 75 punti base, ma l'inflazione negli USA continua a correre

La Federal Reserve, nel suo meeting di metà mese, ha alzato il corridoio dei tassi d'interesse di riferimento di 75 punti base, portandolo a 1.50%-1.75%. Un rialzo così robusto, che peraltro il Governatore Powell aveva escluso esplicitamente nelle precedenti conferenze stampa, non veniva stabilito dal 1994. "L'attività economica" - si legge nel comunicato della banca - "sembra essersi ripresa dopo il rallentamento nel primo trimestre. I guadagni di posti di lavoro sono stati robusti negli ultimi mesi e il tasso di disoccupazione è rimasto basso". L'inflazione, tuttavia, "rimane elevata, riflettendo gli squilibri di domanda e offerta legati alla pandemia, l'aumento dei prezzi dell'energia e le più ampie pressioni sui prezzi". L'invasione e gli eventi correlati stanno creando "un'ulteriore pressione al rialzo sull'inflazione e stanno pesando sull'attività economica globale", avverte ancora la Fed, che punta il dito contro i lockdown in Cina e le conseguenze sulle catene di approvvigionamento. Per raggiungere l'obiettivo d'inflazione del 2%, si legge ancora, il Federal Open Market Committee (FOMC) ritiene "appropriati continui aumenti dell'intervallo obiettivo". La banca centrale guidata da Jerome Powell ha poi pubblicato i nuovi dot plot, cioè le indicazioni dei singoli membri del FOMC circa il percorso futuro dei FED Funds.

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

La maggior parte dei banchieri vede un target dei tassi compreso tra il 3,25% e il 3,5% entro la fine del 2022, mentre per il 2023 il target è previsto tra il 3,5% e il 3,75%. Per quanto riguarda l'inflazione, misurata attraverso l'indice PCE, la stima mediana prevede un tasso del 4,3% alla fine di quest'anno e del 2,7% per il 2023, con PIL 2022 visto in rallentamento al +1,7% rispetto alla stima del +2,8% di marzo. Con dati di inflazione che continuano a sorprendere al rialzo e la Federal Reserve costretta ad agire rapidamente anche in contraddizione con quanto aveva espressamente dichiarato, il timore di essere “dietro la curva” da parte dell’Autorità monetaria appare evidente: un’azione risoluta e vigorosa appare ineludibile per ristabilire la fiducia dei mercati nella capacità della Banca Centrale di tenere sotto controllo la stabilità dei prezzi. Per questo motivo ci si attende ora un nuovo rialzo di 75 punti base al prossimo meeting di luglio. Se si analizzano i 109 anni di storia della FED, si vede come la politica restrittiva sia stata veramente efficace nel battere l’inflazione solo quando i tassi d’interesse si sono portati al di sopra del livello di inflazione “core”. Attualmente, dopo già tre rialzi, il tasso PCE “core” è circa il quadruplo del tasso di riferimento: la strada quindi si preannuncia ancora piuttosto lunga.

La BCE continua a temporeggiare nell'alzare i tassi e l'inflazione continua ad aumentare nel Vecchio Continente

In Europa, l’Autorità monetaria non ha ancora alzato il tasso d’interesse di riferimento, tanto da essere ribattezzata “la Banca dell’inflazione” sulle colonne del Wall Street Journal. Tuttavia, a seguito dei dati sull’aumento dei prezzi in continua accelerazione (su livelli record, in Germania, addirittura dal 1973), nell’ultimo meeting della BCE, la governatrice Christine Lagarde ha dichiarato che sia intenzione del Board procedere ad un rialzo di 25 punti base nel meeting di luglio e di 50 punti base a settembre, orientandosi verso una politica restrittiva graduale ma sostenuta.

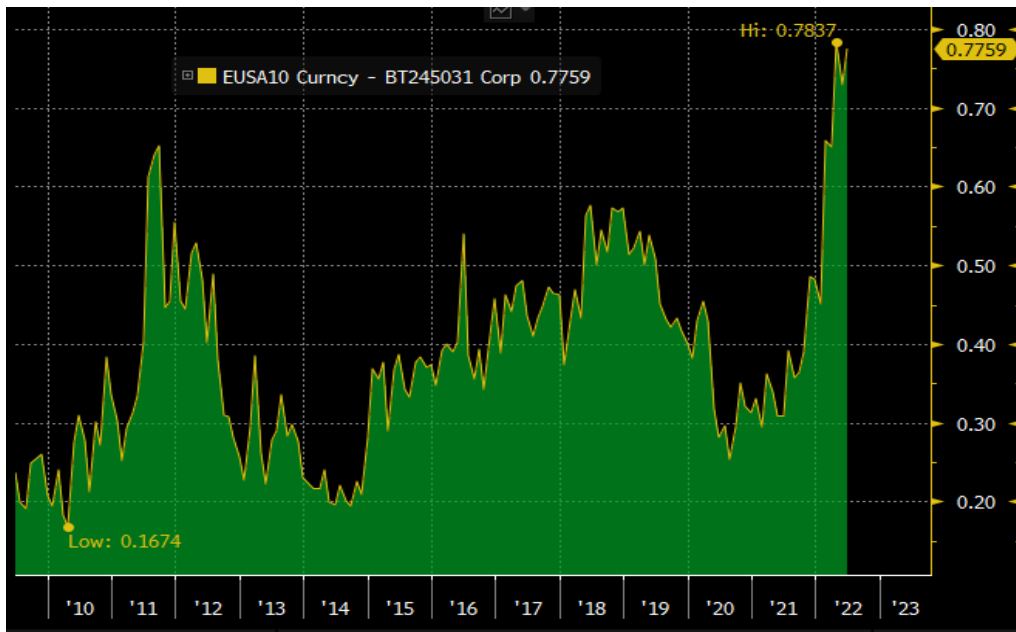
Il principale punto di domanda degli investitori a seguito della conferenza riguarda la possibilità, da parte dell’Autorità di Francoforte, di proteggere dalla speculazione il debito dei paesi periferici nell’ambito di una politica monetaria rialzista: come si può scongiurare un nuovo 2011, una nuova crisi del debito, se la Banca centrale si avvia verso una necessaria riduzione dei propri bilanci? Il pericolo della frammentazione dell’Eurozona ha prodotto immediatamente due effetti: la salita degli spread dei paesi della periferia contro il titolo di stato tedesco e l’indebolimento dell’euro contro il dollaro. I mercati faticano a credere che l’Europa possa permettersi un’azione monetaria restrittiva troppo aggressiva senza innescare recessione o lasciar crescere fuori controllo il premio per il rischio-paese dei titoli sovrani denominati in euro. Esemplicativo, come indice di questo “redenomination risk”, l’aumento dello spread tra bund e prezzo di un interest rate swap denominato in euro, ai massimi dalla crisi del debito sovrano.

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

Grafico 2: L'aumento dello spread tra bund e prezzo di un interest rate swap (euro) ai massimi dalla crisi del debito sovrano



Fonte: Bloomberg, Eur Swap Rate 10y – Generic Bund 10y 2009-2022

Dopo una riunione d'emergenza convocata per inviare un segnale agli investitori, la BCE ha dichiarato di voler studiare un meccanismo per preservare l'integrità dell'Eurozona, senza però pregiudicare il rialzo dei rendimenti. I dettagli della strategia non sono stati ancora divulgati, ma il meccanismo dovrebbe consistere in un sostegno dei bond della periferia contro una vendita dei titoli "core", in modo da non vanificare la lotta all'inflazione. Il tool dovrebbe entrare in funzione in caso gli spread si allargassero oltre determinati livelli critici o per anomali movimenti di mercato. Una struttura di questo tipo potrebbe essere politicamente digeribile anche per i Paesi "falchi" come Germania o Olanda proprio perché, nonostante il sostegno dell'Autorità monetaria alle economie più indebitate, il rialzo dei tassi non sarebbe pregiudicato. Nonostante i dettagli non siano ancora chiari, la notizia che si stia provvedendo allo studio di una soluzione di questo tipo è risultata efficace nel calmare la tensione sugli spread tra titoli governativi dell'area Euro. Con l'eccezione della Bank of Japan, che persegue una politica ultra-accomodante (la quale fa raggiungere allo yen i minimi da vent'anni), quasi tutte le banche centrali mondiali si portano in territorio rialzista. Persino la Banca Nazionale Svizzera, nel suo ultimo meeting di giugno, ha sorpreso i mercati con un rialzo inatteso di 50 punti base.

IMPact SGR S.p.A.

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

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

Il conflitto in Ucraina supera i 100 giorni di ostilità e inizia a prospettarsi una guerra di logoramento

Per quanto riguarda il conflitto in Ucraina, dopo oltre cento giorni di ostilità purtroppo le parti sembrano ancora lungi dal volersi sedere ad un tavolo di trattative, nonostante le dure sanzioni imposte all'aggressore e il sostegno militare di molti paesi occidentali alla resistenza ucraina. Europa e Stati Uniti sembrano mantenere posizioni differenti sul conflitto: se i governi europei, nonostante continuino a sostenere l'Ucraina, spingono sulla necessità di arrivare ad una risoluzione delle ostilità e ad una ricostruzione post-bellica, gli Stati Uniti, meno dipendenti da un punto di vista di materie prime energetiche ed alimentari dalla Russia e meno fiaccati dagli effetti economici del conflitto, propendono per l'obiettivo finale di destituire Putin e di offrire una lezione sull'impatto politico-economico di un'iniziativa come quella russa alle altre pericolose autocrazie, tra cui la Cina, in modo da impedire che una tale invasione possa riaccadere. Il blocco dei porti ucraini ha portato anche notevoli problematiche non solo per l'approvvigionamento energetico, ma anche per quello alimentare. Sarebbero venti i milioni di tonnellate di grano bloccati in Ucraina da inizio crisi. Dal momento che l'Ucraina esporta circa l'8% del grano mondiale, l'impatto sulle economie, soprattutto più deboli, non è affatto trascurabile. Alcuni esempi sono lo Sri Lanka, che a causa dell'aumento dei prezzi del grano, pur di continuare con l'approvvigionamento dello stesso, è stato costretto a dichiarare default sul proprio debito e l'Egitto, tra i primi importatori al mondo di cereali, con cui sfama il 70% della propria popolazione più povera, che ha visto lievitare dal 3% al 6% la quota del bilancio statale destinata a garantire il pane a prezzi calmierati.

Il rialzo dei costi dell'energia e dei generi alimentari e lo spettro di una possibile nuova recessione contribuiscono a impoverire ulteriormente il tessuto sociale europeo, che non è ancora totalmente uscito dalla contrazione registrata a causa della pandemia da Covid-19. Questo produce instabilità sociopolitica e nei vari paesi europei acquisiscono consenso i nazionalismi, i sovranismi e i partiti antisistema con ricette economiche dirigiste. Emblematiche sono state le elezioni legislative in Francia, dove il voto popolare ha punito la coalizione centrista di governo di Emmanuel Macron, mentre ha premiato gli estremismi: l'alleanza di sinistra ambientalista e radicale di Mélenchon e la destra sovranista di Marine Le Pen, che ha decuplicato i propri seggi all'Assemblée Nationale.

IMPact SGR S.p.A.

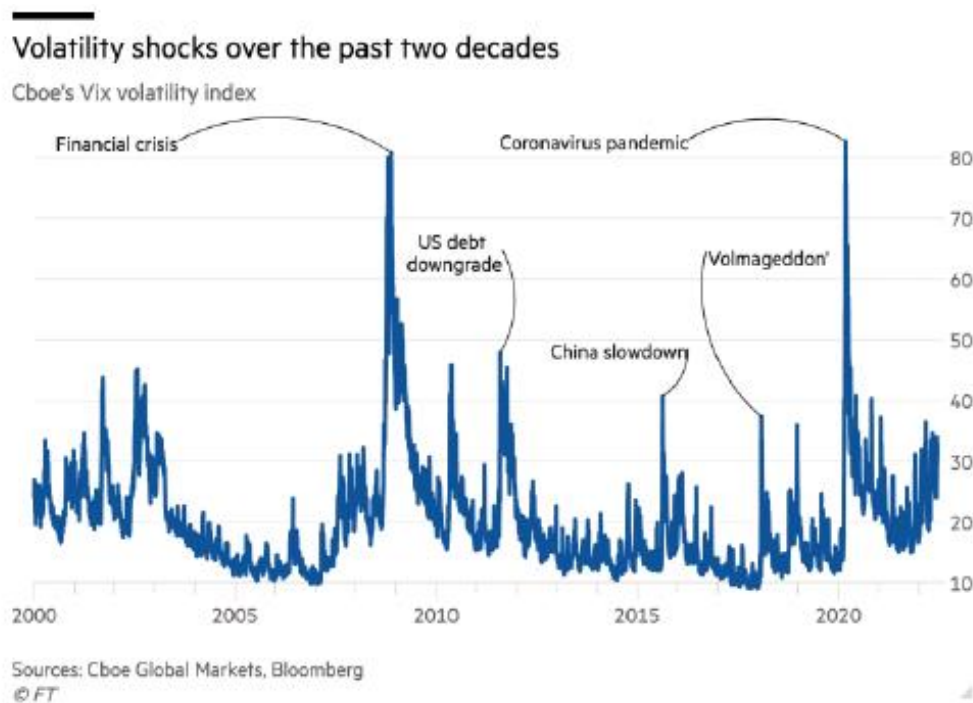
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgr.it 🌐 www.impactsgr.it

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

Asset allocation e utili aziendali

I mercati finanziari hanno sperimentato pesanti ribassi nelle ultime settimane, a seguito dell'ineluttabilità della restrizione monetaria. Performance negative sono state realizzate su tutte le asset class: azioni, obbligazioni e liquidità, in un contesto che non si realizzava dagli anni Settanta. Sui mercati azionari, anche se l'S&P 500 è entrato ufficialmente in territorio ribassista e più di 3500 azioni americane sono scivolate ai minimi da 52 settimane (il 13 giugno solo 5 azioni dei 504 componenti dell'S&P hanno chiuso in territorio positivo, un record dall'8 agosto 2011, quando tutte le azioni che componevano l'indice registrarono performance negativa), la volatilità non ha segnalato situazioni di stress paragonabili ai recenti sell-off come marzo 2020, il rallentamento del 2015 dell'economia cinese o il downgrade del debito americano nel 2011. Gli investitori stanno incorporando con gradualità le caratteristiche del "new normal" e la volatilità è stabilmente cresciuta ma senza strappi drammatici a segnalare momenti di "panic selling".

Grafico 3: L'andamento dell'indice VIX



Fonte: Financial Times, 2022

Se gli investitori sono pronti ad accettare un ribasso delle borse, molto meno tollerabile è la débacle dei portafogli del comparto obbligazionario. Il reddito fisso ha perso completamente la propria funzione difensiva nel portafoglio in caso di ribasso dell'azionario e registra performance a doppia cifra negativa su tutti i

IMPact SGR S.p.A.

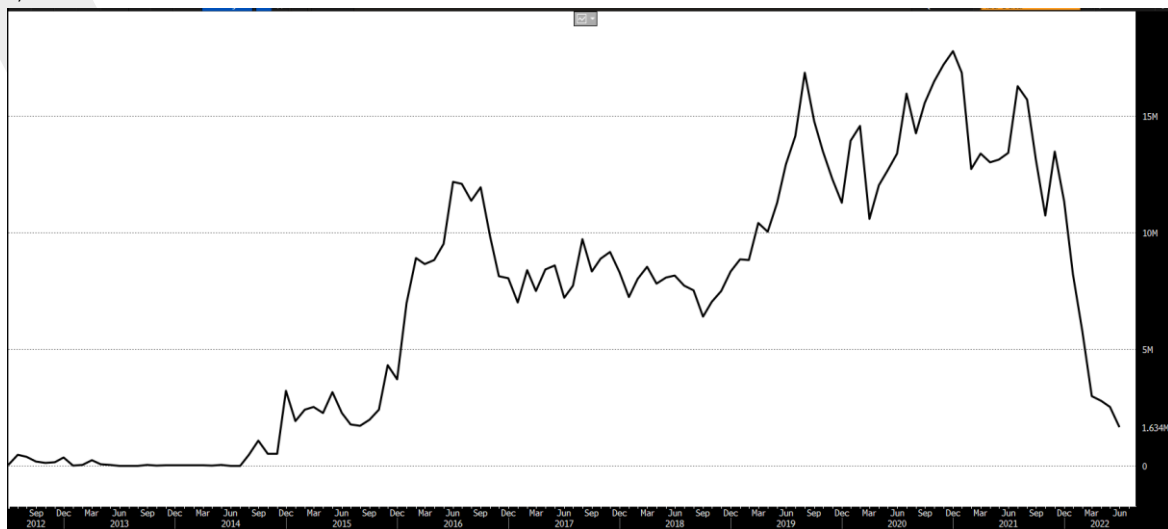
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgr.it www.impactsgr.it

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

segmenti dell'asset class. Solo nelle ultime sedute, sembra che si stia iniziando ad avvertire una timida inversione di rotta, con i rendimenti che sono tornati a scendere in concomitanza di nuovi ribassi dei corsi azionari. Incorporata nei prezzi la realtà dell'inflazione, i mercati stanno forse iniziando a digerire la possibilità sempre più tangibile di un'imminente fase recessiva. Se a fronte delle previsioni dei rialzi di inflazione, gli investitori avessero deciso di coprirsi con l'acquisto di bond inflation-linked non avrebbero comunque ottenuto efficace protezione: il repentino cambio di atteggiamento delle banche centrali negli orientamenti di politica monetaria in favore di un rialzo dei tassi d'interesse e riduzione della liquidità disponibile nel monetario ha provocato un importante rialzo dei tassi reali, che ha pregiudicato la performance dell'asset class.

Tutto il reddito fisso è stato caratterizzato da una volatilità senza precedenti, decisamente più anomala di quanto sperimentato dal mercato azionario, che ha provocato l'effetto inusitato di rendere portafogli conservativi più volatili di allocazioni più aggressive. La volatilità del Treasury americano, ricavata dalle formule di pricing delle opzioni, è ai massimi da giugno 2009 e anche in area euro molti segmenti delle curve dei rendimenti dei governativi stanno sperimentando le settimane più volatili nella storia della moneta unica. Sebbene fasi di rialzi di tassi si siano sperimentate altre volte nella storia, quello che è davvero anomalo è la potenzialità dell'ascesa dei rendimenti, dal momento che il punto di partenza di questa salita si trovava ad un livello di minimo storico. Basti pensare come, pur dopo mesi di rialzi e di performance a doppia cifra negativa sulle obbligazioni globali, esistano attualmente ancora circa USD 1.6 trilioni di bond con rendimento negativo, in ribasso da un massimo di USD 18.3 trilioni.

Grafico 4: 1.6 trilioni di dollari di bond con rendimento negativo ancora in circolazione (in ribasso da un massimo di 18.3 trilioni)



Fonte: Bloomberg, BNYDMVU Index, 2012-2022

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

Proprio per la crescita della correlazione tra reddito fisso e mercato azionario, gli investitori stanno tentando di difendere i portafogli comprando opzioni put sugli indici azionari (grazie anche ad una volatilità del sottostante che rimane, come detto prima, su livelli non proibitivi), piuttosto che ancorarsi alla decorrelazione tra asset class, che nell'ultimo mese si sono mosse in concerto.

Grafico 5: numero di opzioni put in circolazione sull'indice S&P500 (in milioni)

Investors had bought up insurance against a stock market slide
 Number of put options outstanding on the S&P 500 index (mn)



Fonte: Bloomberg, 2022

I mercati obbligazionari rimangono costantemente sotto stress anche e soprattutto a causa delle dinamiche dei flussi. In Europa, nell'ultima settimana si sono registrati outflow di EUR 1.2 miliardi sul segmento investment grade e EUR 380 milioni sugli high yield. In America, i numeri sono ancor più significativi e sono i più elevati da marzo 2020: 2.1 miliardi di dollari di outflows su investment grade e USD 6.6 miliardi su high yield nella sola settimana tra il 13 e il 17 giugno. I flussi in uscita e la scarsità di liquidità hanno contribuito in misura significativa all'allargamento importante del premio di rischio di credito, a cui abbiamo assistito nelle ultime settimane.

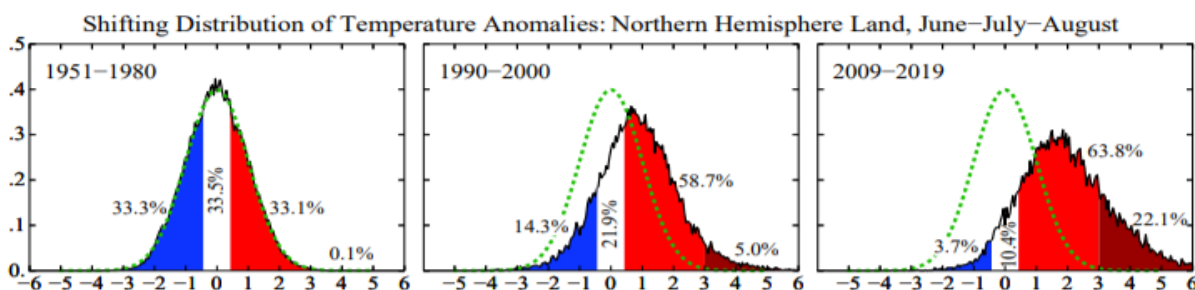
Un'atmosfera bollente: l'Europa costretta tra siccità e dipendenza energetica dalla Russia

La siccità di portata storica che l'Italia, ed in particolare il Nord Italia, sta vivendo nel mese di giugno si inserisce in uno scenario climatico che da anni mostra una frequenza ed intensità in aumento dei fenomeni meteorologici estremi. Secondo i dati della World Meteorological Organisation (WMO), agenzia dell'ONU specializzata in monitoraggio meteorologico, gli ultimi sette anni sono stati i sette più caldi mai registrati e gli eventi meteorologici estremi sono aumentati di oltre il 400% negli ultimi 50 anni. La condizione di stress idrico e di siccità estrema non sta riguardando solamente l'Italia, ma anche estese aree in Francia, Germania ed Est Europa. Ad aggravare il problema idrico italiano è l'elevato tasso di dispersione delle infrastrutture idriche, le quali perdono in media il 42% dell'acqua che trasportano, contro una media europea dell'8%.

A maggio 2022 la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) ha misurato nella stazione di rilevazione di Mauna Loa alle Hawaii, considerata il benchmark globale per la concentrazione atmosferica di CO₂, una concentrazione pari a 420,99 parti per milione (ppm), in aumento di 1,8 ppm rispetto al 2021 e la più alta mai registrata dall'inizio della civiltà umana secondo il consenso scientifico prevalente. L'attuale livello di concentrazione atmosferica di CO₂ è superiore del 50% rispetto ai livelli preindustriali. Un tale aumento, dovuto alle emissioni antropogeniche, è superiore a quanto accaduto, attraverso processi naturali, nel periodo di 20 000 anni compreso tra l'ultima glaciazione e l'inizio dell'epoca industriale, convenzionalmente fissato al 1750.

Secondo le stime della European Space Agency (ESA), il budget carbonico rimanente per avere una probabilità pari al 50% di limitare l'aumento della temperatura globale a 1,5 C° rispetto ai livelli preindustriali entro il 2100 si è ridotto ad inizio 2022 a 420 GtCO₂eq, un budget che potrebbe esaurirsi in meno di 10 anni senza un'inversione di traiettoria, tenendo conto degli attuali livelli stimati di emissioni annuali globali di CO₂, pari a circa 40 GtCO₂eq. Il raggiungimento dell'obiettivo di neutralità climatica al 2050 richiede infatti che le emissioni antropogeniche vengano ridotte in media di almeno 1,4 GtCO₂eq all'anno tra oggi e il 2050.

Grafico 5: Cambiamento della distribuzione delle temperature anomale: Emisfero Nord, Giugno-Luglio-Agosto



Source: Columbia University Earth Institute, 2022

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



In risposta ad un impatto crescente e più evidente dei fenomeni metereologici estremi sull'economia, è probabile che gli investimenti in mitigazione e adattamento al cambiamento climatico aumenteranno nei prossimi anni seguendo una traiettoria non lineare. Non a caso, infatti, le recenti iniziative normative europee nell'ambito della finanza sostenibile, con le regolamentazioni SFDR e Tassonomia, così come nell'ambito energetico, con il piano RepowerEU, cristallizzano una volontà politica dell'Unione Europea di accelerare il raggiungimento del duplice obiettivo di indipendenza energetica e decarbonizzazione nel medio periodo attraverso una trasformazione sistemica del funzionamento dei mercati dei capitali europei.

Ciononostante, a causa dell'elevata dipendenza dal gas russo, l'Unione Europea rimane in una posizione di debolezza economica e negoziale nel breve periodo, di fronte al rischio che la Russia decida di limitare ulteriormente o bloccare completamente le forniture di gas naturale, soprattutto in vista dell'inverno. L'attuale situazione pone quindi degli inevitabili *trade-off* tra sicurezza energetica e decarbonizzazione. La recente decisione della Germania di razionare il gas naturale, dichiarandolo risorsa scarsa, che a breve potrebbe essere presa anche da altri paesi, inclusa l'Italia, e di incrementare la produzione di elettricità delle centrali a carbone rimane pertanto un esempio di costo inevitabile da pagare nel breve periodo per garantire la sicurezza energetica europea e provare a ridurre il rischio di recessione dell'economia europea nel 2023.

IMPact SGR S.p.A.

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