





# Outlook Macroeconomic Mensile

Luglio 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

- Anche i dati del mese di giugno diffusi a luglio confermano il rallentamento dell'inflazione, sia in Europa che negli USA. Il dibattito tra falchi e colombe è più acceso che mai: i primi sostengono che, se è vero che l'inflazione stia decelerando, essa sia fortemente contrastata dalla politica fiscale e dalle condizioni finanziarie.
- Il processo di disinflazione ha generato due teorie: alcuni credono che saranno necessarie nuove politiche rialziste nel corso del 2023; secondo altre teorie, invece, guardando al tema della stagionalità che pesa sulla componente dei servizi, si prevede che il processo disinflazionistico aumenterà la sua velocità: la Cina, attualmente in deflazione, può aiutare il processo.
- "It was not hell before, it is not heaven now. We are staying solidly on earth"; così riassume il clima di queste settimane il celebre macroeconomista Olivier Blanchard. Nel mentre le curve dei tassi d'interesse continuano a mostrare un'inversione record tra segmenti a breve e a lungo termine per praticamente ogni debito sovrano.
- Nei prossimi giorni si terrà un meeting tra la FED e la BCE: si attende un rialzo di 25 punti base su entrambe le sponde dell'Atlantico. Quelli di luglio potrebbero essere gli ultimi rialzi dei tassi da parte delle Banche Centrali, anche se si teme che a settembre in Europa possa arrivarne un altro. Sui mercati azionari, invece, ancora una volta risalta il Nasdaq, trainato dai giganti del tech americano.
- Nel mercato obbligazionario, il mese appena passato è stato piuttosto positivo sia nei tassi d'interesse, in diminuzione dalla metà del mese di luglio, sia per quanto riguarda lo spread di credito. Il mercato primario, vivace nel segmento dei corporate bonds con rating investment grade e sui finanziari senior durante i mesi di maggio e giugno, in luglio ha rallentato.
- La crescente flessibilità e liquidità del mercato globale del LNG è stata fondamentale nella risposta allo shock di offerta del gas naturale del 2022. Il forte calo delle forniture di gas russo all'Unione Europea, ha riconfigurato i flussi globali di LNG verso l'Europa, modificandone il ruolo drasticamente: basti solo pensare che la quota di LNG nella domanda di gas dell'Unione Europea è passata da una media del 12% nel corso degli anni 2010 a quasi il 35% nel 2022.
- Il forte calo dei prezzi del gas naturale in Asia e in Europa si è verificato nonostante un contesto di offerta rigida. Le forniture di gas russo all'Unione Europea sono diminuite di oltre il 75% e la crescita della domanda di gas a livello mondiale per il periodo tra il 2020 e il 2024 è stata ridotta del 42%.

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

## **Anche i dati del mese di luglio confermano un rallentamento dell'inflazione sia in Europa che negli USA**

Lo scenario macroeconomico fatica a trovare un punto di equilibrio e le dinamiche dei tassi di interesse continuano ad essere dipendenti dalle diffusioni dei singoli dati o da dichiarazioni dei membri dei comitati direttivi delle Banche centrali che possano far trasparire gli indirizzi futuri delle politiche monetarie.

La situazione non si presenta dissimile dallo scorso mese: anche i dati del mese di giugno diffusi a luglio confermano che l'inflazione sta effettivamente rallentando sia negli Stati Uniti (3% anno su anno in giugno contro 4% in maggio), sia in Europa (5.5% anno su anno in giugno contro 6.1% in maggio). Il dibattito tra falchi e colombe è oggi più acceso che mai: i primi sostengono che, se è vero che l'inflazione sta scendendo, essa è fortemente contrastata dalla politica fiscale e dalle condizioni finanziarie. I governi ottengono infatti benefici da un regime di sostenuta inflazione, avendo posizioni debitorie rilevanti che perdono valore reale e ricevendo importanti incrementi di gettito legato alle imposte sui beni. Oltretutto, lo stock di debito emesso dai principali Paesi occidentali ha oggi un tasso cedolare medio decisamente più basso rispetto ai tassi di mercato, dal momento che per almeno dieci anni l'economia era stata caratterizzata dal costo dell'indebitamento eccezionalmente contenuto. Per questo motivo, le Autorità fiscali possono permettersi di proseguire ad implementare manovre decisamente espansive (senza che ve ne sia reale bisogno, visto che il tasso di disoccupazione sfiora i minimi storici), pur mantenendo pressoché invariato il rapporto tra PIL e debito pubblico. In questo modo, la mano pubblica lenisce l'effetto combinato di prezzi al consumo in rialzo e tassi d'interesse in salita, frenando il raffreddamento del ciclo economico.

Anche per quanto riguarda le condizioni finanziarie, il massimo livello di restrittività è stato raggiunto lo scorso autunno. Da lì in avanti, il tasso sui mutui è generalmente sceso, i tassi d'interesse a lungo termine si sono ridotti (producendo un più agevole finanziamento per le imprese), i mercati azionari sono saliti in maniera decisamente significativa dai minimi di tre trimestri fa. Le aziende americane, inoltre, possono godere anche di un dollaro più debole quasi del 20% rispetto ai minimi di fine settembre 2022.

Infine, molti economisti hanno notato come la sorpresa positiva di una disinflazione più robusta in giugno, sia frutto di significativi effetti stagionali che si ridurranno nei prossimi mesi.

## **Il processo di disinflazione continua ma rimane l'incertezza di ulteriori rialzi di tassi nel 2023**

Chi dà enfasi a questi aspetti ritiene che sia necessario proseguire, ancorché con prudenza e con approccio data-dependent, a rialzare i tassi almeno altre due volte nel corso del 2023, soprattutto per non perdere credibilità nei confronti del mercato.

La fase più accomodante, invece, tende a guardare a quanto l'inflazione sia già scesa nel corso di questi mesi e a quanto velocemente scenderà ancora nel corso dei prossimi, quando verrà meno la stagionalità che pesa sulla componente dei servizi. La Cina, inoltre, seconda economia mondiale, si trova attualmente in

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

deflazione, soprattutto per la lenta uscita dalla crisi immobiliare domestica. Dato che la Cina è il primo esportatore al mondo, di fatto questo contribuisce a esportare disinflazione verso il resto del mondo.

Inoltre, secondo questi economisti, come il governatore della Banca di Francia Villeroy o il governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, la manifattura si trova già in recessione da diverso tempo, sia in America, ma soprattutto in Europa, il mercato del lavoro resta relativamente forte in quanto è sempre in ritardo rispetto al ciclo economico e un'eccessiva ulteriore azione restrittiva, potrebbe danneggiare inutilmente l'economia. Inoltre, le politiche di bilancio diventeranno più restrittive nei prossimi sei-dodici mesi (dato che torneranno in vigore le regole europee di disciplina di bilancio, sospese durante la pandemia) frenando ulteriormente il ciclo. In una recente intervista, Ignazio Visco ha detto che ritiene probabile che l'obiettivo del 2% di inflazione possa esser raggiunto anche prima del 2025 perché la crescita dei prezzi rallenterà ancora: "inizieranno a riflettersi gli effetti della riduzione del prezzo dell'energia". Secondo il Governatore di Bankitalia, la riduzione sarà "più veloce del previsto" e Francoforte riuscirà a proseguire il percorso disinflazionistico riuscendo comunque a evitare che l'economia entri in recessione. Se così non dovesse avvenire, se l'inflazione, cioè, non dovesse rapidamente scendere verso il 2%, allora, come sostiene il ministro francese Bruno Le Maire, alcuni pensano che piuttosto che pregiudicare la crescita economica, la Banca Centrale dovrebbe optare per modificare il proprio target di stabilità dei prezzi, alzandolo dal 2% al 3%.





### **Le dichiarazioni di Olivier Blanchard riassuntive delle ultime settimane**

I mercati tendono a oscillare tra le due narrazioni, spesso facendo prevalere l'una o l'altra a seconda della singola diffusione di un dato macroeconomico. Il picco dei tassi d'interesse del periodo è stato raggiunto infatti in concomitanza della pubblicazione del dato di ADP sull'occupazione privata americana del mese di giugno, uscito oltre il doppio rispetto alle attese. Dopo esattamente sette giorni, i mercati hanno comprato invece obbligazioni con convinzione, dopo la lettura del CPI del mese di giugno, sceso sotto le aspettative. Il tweet pubblicato dal celebre macroeconomista Olivier Blanchard riassume il clima di queste settimane: "The monthly overreaction of so many observers to the monthly positive or negative movements in inflation is quite amazing. It was not hell before, it is not heaven now. We are staying solidly on earth".

Intanto le curve dei tassi d'interesse continuano a mostrare un'inversione record tra segmenti a breve e a lungo termine per praticamente ogni debito sovrano. Il differenziale dei rendimenti a tre mesi – dieci anni sulla curva statunitense si trova ormai ad un livello negativo mai raggiunto da quando vengono pubblicati dati sul sito della Federal Reserve. Come più volte ricordato, l'inversione della curva dei tassi è uno dei segnali predittivi maggiormente efficaci per quanto riguarda l'arrivo di fasi di recessione e l'inversione attuale è particolarmente rilevante per entità, durata e continuità.

Anche guardando solo la parte a breve, si notano differenze tra le varie curve di rendimento. In particolare in Europa, dove il consensus è orientato per un rialzo complessivo di ulteriori 50 punti base, i rendimenti a

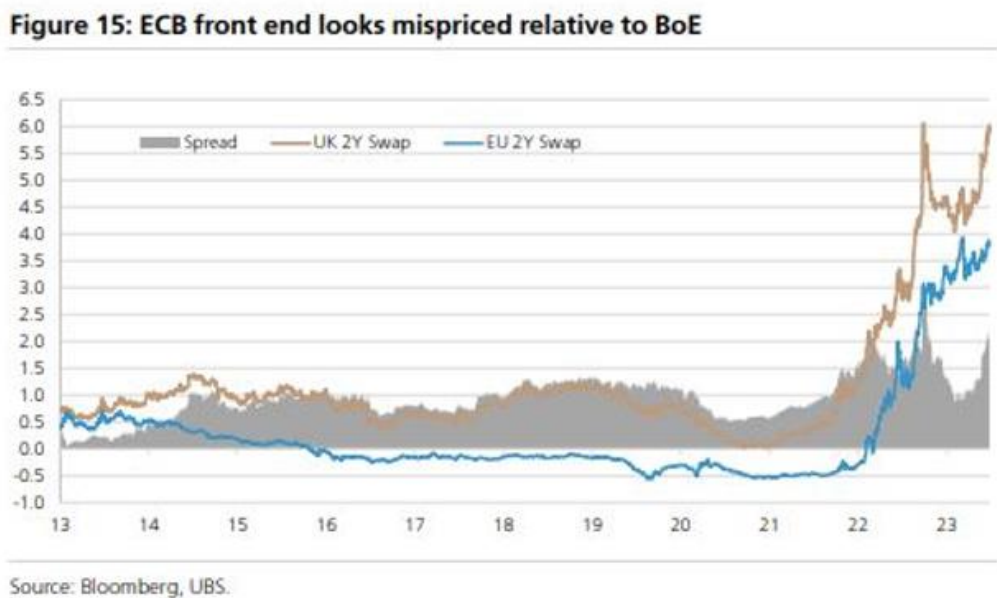
IMPact SGR S.p.A.

 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

breve rimangono su livelli più contenuti, tanto che lo spread tra tasso swap a due anni inglese e tasso swap a due anni di area euro appare vicino ai massimi storici.

Grafico 1: ECB front end looks mispriced relative to BoE



Fonte: Bloomberg, 2023

### Nei prossimi mesi si attendono nuovi rialzi dei tassi da parte della FED e della BCE di 25 punti base

Nei prossimi giorni, avranno luogo i meeting della FED e della BCE e su entrambe le sponde dell'Atlantico ci si attende un rialzo di 25 punti base. Quello che avverrà dopo l'estate è più incerto: per gli osservatori più dovish quello di luglio potrebbe trattarsi dell'ultimo rialzo per entrambe le banche centrali, che raggiungerebbero così il proprio terminal rate, prima dell'avvio, tra alcuni mesi, dei tagli dei tassi. Secondo il consensus, almeno un altro rialzo è atteso anche per settembre in Europa, mentre sulla FED le probabilità che il rialzo di luglio sia il conclusivo sono più elevate. La mancanza di forward guidance da parte dei banchieri centrali aumenta la volatilità delle aspettative degli investitori e cruciali saranno gli sviluppi economici della seconda parte dell'estate.

Sui mercati azionari, ancora una volta brilla in particolare il Nasdaq, trainato dai giganti del tech americano. Nonostante la liquidità nel sistema, sebbene ancora estremamente abbondante, non sia cresciuta nel 2023, l'indice tecnologico americano continua a salire, sganciandosi dalla pluriennale correlazione con l'espansione dei bilanci delle banche centrali.

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

Alcuni titoli sono stati visti dal mercato come sorta di “beni-rifugio” nel contesto macroeconomico incerto in cui stiamo vivendo, diventando veri e propri catalizzatori della liquidità a discapito di altri settori. In particolare, il megatrend dell’intelligenza artificiale e dei suoi sviluppi ha attratto importanti flussi di capitali verso le big cap della tecnologia.

Anche nonostante i tassi d’interesse siano sostanzialmente cresciuti soprattutto a partire dal mese di maggio, questo non ha penalizzato, come avvenuto platealmente nel corso del 2022, i titoli di crescita caratterizzati da più lunga durata finanziaria.

Grafico 2: Nasdaq – US 10 Year



Fonte: Bloomberg, 2023

Tuttavia, nonostante una brillante performance di quasi +35% da inizio anno (il primo semestre 2023 è stato il migliore per il Nasdaq dal 1983), anche all’interno del Nasdaq stesso si devono fare i conti con una impressionante eterogeneità delle performance: il 35% circa dei titoli del listino tecnologico si trovano a sconto del 75% rispetto ai propri massimi degli ultimi due anni, mentre quasi l’80% dei componenti dell’indice devono ancora recuperare un 25% sempre dai propri massimi raggiunti negli ultimi due anni.

Il peso relativo delle megacap americane influenza fortemente il mercato azionario nel suo complesso. Il differenziale tra i multipli di tipo fondamentale delle prime 10 capitalizzazioni dell’S&P 500 e le restanti componenti dell’indice si trova oggi ai livelli estremamente significativi, come durante il biennio della pandemia da Covid-19 e poprima durante la bolla delle dot.com del Duemila.

IMPact SGR S.p.A.

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

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

L'azionario europeo, seppur nella prima parte dell'anno aveva recuperato sugli Stati Uniti in termini relativi, sta nuovamente sottoperformando, vittima soprattutto di flussi netti negativi, che sono ormai una costante da almeno cinque anni.

### **Asset Allocation e utili aziendali**

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario, il mese che abbiamo alle spalle è stato piuttosto positivo sia in termini di tassi d'interesse, in diminuzione dalla metà del mese di luglio, sia in termini di spread di credito. Il mercato primario, straordinariamente vivace sul segmento dei corporate bonds con rating investment grade e sui finanziari senior durante i mesi di maggio e giugno, in luglio ha avuto una fisiologica pausa. Il mese centrale dell'estate è normalmente un mese molto positivo: negli ultimi dodici anni tutti i mesi di luglio hanno riportato risultati sopra lo zero, in particolare in Europa ed in particolare sulla componente investment grade. Per il momento, si è osservato un forte restringimento degli spread su questo segmento, che si trovano ormai su livelli molto vicini alle medie storiche.

Si è parlato di un mercato primario piuttosto vivace per alcuni segmenti del reddito fisso. Le emissioni obbligazionarie con etichetta ESG raggiungono 550 miliardi di dollari da inizio anno. Il ritmo di emissione di bond da parte di aziende e di governi e agenzie governative quest'anno ha superato abbondantemente i numeri raggiunti nell'equivalente periodo del 2022; molti analisti si attendono che la dimensione delle nuove emissioni di bond legati alla sostenibilità possa raggiungere un trilione di dollari nel 2023.

La supply di sustainability-linked bonds rimane molto bassa. Questo strumento, inizialmente approvato dal mercato per il proprio carattere innovativo, ha perso poi di slancio. Tuttavia, nell'ambito dell'obbligazionario sostenibile non manca l'appetito per l'innovazione. Le obbligazioni catastrofiche, le cedole legate al consumo di carbone e le clausole di debito climate-resilient stanno prendendo piede come strumenti per finanziare la decarbonizzazione soprattutto dei mercati emergenti. Il Gabon ha recentemente annunciato uno swap "debt-for-nature", come prima avevano fatto Ecuador e Belize. Per i Paesi emergenti, i cambiamenti climatici rappresentano una minaccia cruciale per la sostenibilità della propria economia, così come l'accesso ai mercati dei capitali, che rimane imprescindibile per lo sviluppo. Questi strumenti nascono come risposta a questo duplice bisogno: attraverso le emissioni debt-for-nature gli emergenti tentano di ristrutturare il debito, collegando i vantaggi finanziari alla conservazione della biodiversità.

### **La crisi energetica del 2022 e la trasformazione strutturale del mercato del gas naturale: meno domanda, più LNG e rinnovabili**

La crescente flessibilità e liquidità del mercato globale del LNG è stata fondamentale nella risposta allo shock di offerta del gas naturale del 2022.

Il forte calo delle forniture di gas russo all'Unione Europea, una diminuzione di quasi 120 miliardi di metri cubi nel periodo 2022-23, ha riconfigurato i flussi globali di LNG verso l'Europa. Di conseguenza, il ruolo del

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



LNG nel mercato europeo è cambiato drasticamente. Mentre in passato i carichi di LNG soddisfacevano la componente marginale della curva di domanda europea, ora l'LNG, di cui una quota crescente è di origine americana, funge da baseload, in modo simile al gas norvegese o nordafricano. La quota di LNG nella domanda di gas dell'Unione Europea è passata da una media del 12% nel corso degli anni 2010 a quasi il 35% nel 2022, una quota simile a quella del gas russo prima dell'invasione dell'Ucraina.

L'Europa si è ripositionata come nuovo mercato premium del LNG. Nel 2022 TTF era scambiato a 6 USD/MBtu al di sopra dei prezzi spot del LNG asiatico. Il segnale di prezzo fornito da TTF e da altri hub liquidi europei è stato fondamentale per attirare i necessari volumi di LNG in Europa. Le curve dei contratti forward a fine giugno 2023 suggeriscono che il premio europeo dovrebbe rimanere nei prossimi anni, con il premio TTF rispetto ai prezzi spot asiatici del LNG in media pari a +0,3 USD/MBtu nel periodo 2023-25.

Dall'inizio del 2023, i mercati del gas naturale si sono orientati verso un graduale riequilibrio grazie ad un'azione politica tempestiva, a forze di mercato efficienti e a condizioni meteorologiche favorevoli durante la stagione di riscaldamento 2022/23.

I prezzi spot del gas in Asia e in Europa sono scesi di oltre il 50% su base annua nel primo semestre del 2023, pur rimanendo rispettivamente del 140% e del 180% al di sopra dei livelli medi del primo semestre 2016-20. Negli Stati Uniti, la forte crescita della produzione nazionale di gas, insieme a un primo trimestre 2023 mite, ha esercitato una pressione al ribasso sui prezzi Henry Hub, che sono scesi del 60% su base annua nel primo semestre 2023.

### **Gli effetti del calo dei prezzi del gas in Asia e in Europa**

Il forte calo dei prezzi del gas naturale in Asia e in Europa si è verificato nonostante un contesto di offerta rigida. Le forniture di gas russo all'Unione Europea sono diminuite di oltre il 75%, pari a 36 miliardi di metri cubi, nel primo semestre del 2023, mentre l'offerta globale di LNG è aumentata di circa il 3%, pari a 9 miliardi di metri cubi, insufficiente a compensare il calo delle forniture russe. Diversi gasdotti al di fuori della Russia hanno dovuto affrontare pesanti manutenzioni e interruzioni non pianificate, che hanno ulteriormente ridotto l'offerta.

La riduzione della domanda di gas naturale ha svolto un ruolo fondamentale nella stabilizzazione dei fondamentali del mercato. Nell'Europa OCSE, la domanda di gas naturale è diminuita di circa il 10%, pari a oltre 30 miliardi di metri cubi. Ciò è stato determinato principalmente dalla riduzione della domanda residenziale e commerciale nel Q1 2023, da un forte calo dell'utilizzo del gas nel settore elettrico nel Q2 2023 e dalla forte riduzione del consumo di gas da parte delle aziende industriali per processi termici.

Grazie alle trasformazioni strutturali del mercato indotte dalla crisi energetica del 2022, la crescita della domanda di gas a livello mondiale per il periodo tra il 2020 e il 2024 è stata ridotta del 42% rispetto alle



proiezioni precedenti all'invasione della Russia. Il Global Gas Security Review 2021 dell'IEA prevedeva un aumento di 350 miliardi di metri cubi nel periodo 2020-24, oggi rivisto al ribasso a 200 miliardi di metri cubi.

L'Europa da sola rappresenta più della metà di questa revisione al ribasso. Ciò riflette l'inasprimento delle norme sull'efficienza energetica, l'accelerazione della diffusione delle rinnovabili, una più rapida elettrificazione del calore e una riduzione del ruolo del gas naturale nel settore industriale.

La riduzione del consumo di gas nella produzione di elettricità ha rappresentato il 70% della riduzione complessiva della domanda di gas nel Q2 2023, a fronte di una domanda di elettricità in diminuzione e di una maggiore produzione di energia rinnovabile.

A livello di Europa OCSE, considerando i cali registrati fino ad oggi, l'IEA prevede che la domanda nel settore residenziale e commerciale di gas naturale diminuisca del 4% nel 2023, aumentando invece di un modesto 1,5% nel 2024, in quanto il minor consumo di gas naturale per la produzione di energia elettrica non sarà probabilmente compensato da un maggiore utilizzo nel settore industriale. Il consumo di gas nell'industria dovrebbe continuare la sua graduale ripresa nel Q2 2023, attestandosi sugli stessi livelli del 2022 e rimanendo pertanto ben al di sotto dei livelli pre-crisi.

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