





Outlook Macroeconomic Mensile

Marzo 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

- Il ritorno della guerra in Europa causata dall'inattesa invasione Russa dell'Ucraina ha causato conseguenze significative sia dal punto di vista economico che politico.
- Il punto debole della risposta occidentale all'invasione di Putin è nella forte dipendenza dei Paesi europei dalle materie prime russe, soprattutto per Germania e Italia.
- Le Banche Centrali si sono ritrovate in un dilemma complesso: sostenere le economie attraverso la stabilizzazione dei mercati finanziari in un momento di grave incertezza oppure perseguire il proprio mandato in senso stretto e quindi provvedere a controllare l'inflazione come obiettivo primario.
- I mercati azionari hanno reagito dapprima in maniera violenta all'inattesa invasione russa, con una pronunciata correzione nelle prime due settimane dell'attacco. L'evento si è rivelato un vero e proprio shock per i mercati finanziari, per certi versi paragonabile alla diffusione della pandemia da Coronavirus in Occidente nel 2020.
- In un contesto di alta inflazione, l'investimento azionario continua ad essere una scelta obbligata. Sui mercati obbligazionari infatti si continua ad assistere da inizio anno ad un flusso in uscita ininterrotto ed in intensificazione, che amplifica la volatilità dell'asset class. Tuttavia, la scarsa visibilità sugli esiti futuri obbliga gli investitori ad una maggior prudenza.
- Nonostante gli impegni presi dalle principali economie mondiali a partire dall'Accordo di Parigi nel 2015, le emissioni di CO2 nel 2021 hanno raggiunto il più alto livello di sempre, causato dal rimbalzo dell'attività economica del 2021, che ha più che compensato la riduzione delle emissioni indotta dallo shock pandemico, con un livello assoluto di emissioni superiori rispetto ai livelli di emissioni pre-pandemici.
- La dipendenza dell'Unione Europea dalle forniture di gas naturale e petrolio russi in un contesto diventato politicamente conflittuale tra Russia ed Unione Europea può avere un impatto cruciale nell'accelerare o rallentare la transizione energetica europea. Tra le misure discusse per accelerare questa transizione, quella potenzialmente a maggior impatto per l'accelerazione della transizione energetica riguarda la proposta di modifica del meccanismo di pricing dell'elettricità.

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'invasione Russa dell'Ucraina minaccia la stabilità mondiale

Nella relazione del mese scorso era emerso che le tensioni geopolitiche crescenti tra Russia e Stati Uniti potessero rappresentare un possibile fattore destabilizzante. Lo scorso 24 febbraio, in maniera del tutto inattesa dalla grande maggioranza degli osservatori internazionali, Vladimir Putin ha cominciato una vera e propria invasione su larga scala sul territorio ucraino, attaccando varie città del Paese soprattutto nella zona meridionale e orientale, ma anche a nord in prossimità della capitale Kiev. Le conseguenze dell'inimmaginabile ritorno di una guerra di invasione sul suolo europeo sono state molto significative da un punto di vista politico ed economico. I Paesi dell'Alleanza Atlantica hanno scelto di intervenire a supporto di Kiev in misura duplice: da un lato chiudendo lo spazio aereo europeo all'aviazione russa e armando attivamente la Resistenza ucraina (per la prima volta nella storia, i ministri della difesa europei hanno stanziato un controvalore di 450 milioni di euro in aiuti militari), dall'altro ponendo in essere un pacchetto di sanzioni nei confronti dell'economia russa mai realizzato finora.

A seguito dell'invasione ucraina, la Russia è oggi il Paese più sanzionato al mondo. Mosca è stata isolata economicamente da Stati Uniti, Canada, Commonwealth britannico, Giappone, Unione Europea e perfino dalla Svizzera, che ha scelto di interrompere la propria storica neutralità. Le sanzioni hanno agito soprattutto attraverso l'esclusione della Banca Centrale russa dall'accesso alle riserve in divisa straniera detenute sui conti delle banche centrali estere, di fatto impedendo all'autorità monetaria di sterilizzare il crollo sul mercato della propria divisa nazionale. Lo sforzo bellico sta dunque diventando particolarmente oneroso per la Russia sia in termini di vite umane (si stimano circa 7000 morti e 20.000 feriti tra i soldati russi), di equipaggiamenti e soprattutto di isolamento del Paese dal resto del mondo. La speranza è che il deterioramento inevitabile delle condizioni economiche della Russia possa far desistere Mosca dalla prosecuzione delle ostilità. L'esito è tuttavia incerto, a causa della scarsa razionalità che sembra guidare il Cremlino; in aggiunta, questa scarsa visibilità sui futuri esiti del conflitto porta inevitabilmente al terrore che, se messo sotto scacco, Putin tenti la mossa disperata dell'attacco atomico, considerato soprattutto che la Russia, secondo molti osservatori, è il Paese che detiene il maggior numero di testate nucleari.

La dipendenza Europea dalle materie prime limita la risposta occidentale all'invasione Russa

Il punto debole della risposta occidentale all'invasione di Putin sta purtroppo, come è risaputo, nella forte dipendenza dei Paesi europei dalle materie prime russe, gas naturale in primis. Il prezzo delle *commodities* legate all'approvvigionamento energetico è salito pericolosamente a seguito dell'invasione russa, portando l'Unione Europea a discutere seriamente di come svincolarsi dalla dipendenza da Mosca. Da un lato, come sottolineato dalla Presidente Von Der Leyen, la volontà politica comune europea, in un cambio di passo storico, si è dimostrata determinata ad accelerare lo sviluppo di fonti rinnovabili, in una prospettiva duplice di

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

decarbonizzazione ed indipendenza energetica e a stringere accordi con partner differenti per quanto concerne le fonti fossili. Il problema, come è noto, riguarda soprattutto Germania ed Italia e meno paesi come la Francia, che fanno affidamento in larga parte sulla produzione di energia elettrica tramite centrali nucleari.

Berlino ha dichiarato di aver stretto la scorsa settimana un accordo con il Qatar per la fornitura di gas naturale: l'obiettivo comunitario è quello di tagliare di due terzi la dipendenza dalla Russia per il prossimo inverno. Gli Stati Uniti si sono proposti nell'ultima settimana come partner per l'approvvigionamento energetico dell'Unione Europea, eliminando uno schermo protezionistico che era stato implementato durante il quadriennio di Trump.

Da segnalare, come conseguenza diretta della necessità di diversificazione delle fonti energetiche, che è purtroppo aumentata, per la prima volta da dieci anni, la produzione di elettricità generata da carbone, la quale, come è risaputo, è la fonte energetica maggiormente inquinante. La tensione sulle materie prime non ha riguardato tuttavia soltanto petrolio e gas naturale, ma è stata decisamente più trasversale.

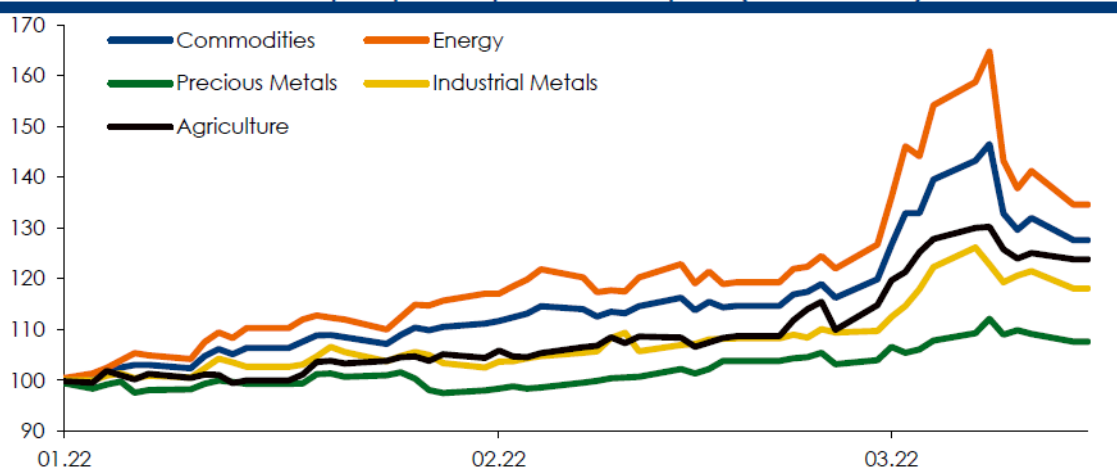
Sebbene Russia e Ucraina insieme rappresentino solo il 3% del PIL mondiale, la Russia produce più del 40% della fornitura mondiale di palladio, circa il 14% del platino, il 10% dell'oro, il 20% dell'uranio, il 13% del titanio e il 30% di diamanti grezzi e circa l'11% del grano, oltre a circa il 10% della fornitura mondiale di petrolio. Ancora, il 19% delle forniture globali di mais per l'allevamento animale e il 60% delle esportazioni di olio da girasole provengono dai porti sul mar Nero dell'Ucraina e dalla Russia, che al momento hanno bloccato le loro operazioni. Si tratta di un'emergenza mondiale che, tra l'altro, riguarda direttamente l'Italia, che è un paese deficitario ed importa addirittura il 64% del proprio fabbisogno di grano per la produzione di pane e biscotti e il 53% del mais di cui ha bisogno per l'alimentazione del bestiame. Un'analisi della Coldiretti ha peraltro evidenziato che l'Ucraina è il nostro secondo fornitore di mais, con una quota di poco superiore al 20%, ma garantisce anche il 5% dell'import nazionale di grano. In aggiunta, l'Ucraina produce circa il 50% del gas neon al mondo, necessario alla fabbricazione dei semiconduttori. L'attuale aumento dei prezzi del gas rende antieconomica anche la produzione di ammoniaca, mentre il carbonato di potassio viene prodotto per il 35% da Russia e Bielorussia, entrambi elementi fondamentali per la produzione di fertilizzanti.

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

Gráfico 1: Rendimenti da inizio anno dei principali comparti di materie prime (Dic. 2021 = 100)



Source: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sono queste le ragioni per cui ci sono ormai pochi dubbi nell'immaginare che questa guerra contribuirà in misura determinante a rafforzare i già preoccupanti livelli di inflazione. L'inflazione nell'Eurozona ha toccato il 5,9% a/a a febbraio, il massimo assoluto da quando esiste la serie storica. In un contesto di ampia incertezza, il picco potrebbe arrivare in aprile al 7,5% a/a. Ancora una volta energia ed alimentari sono largamente responsabili delle pressioni verso l'alto, ma è in atto una chiara dinamica al rialzo anche per l'inflazione core (al 2,9% a/a in febbraio). Le aspettative di una moderazione dei prezzi delle materie prime sono state deluse negli ultimi mesi e le stime di inflazione sistematicamente riviste al rialzo.

Le Banche Centrali e il dilemma tra sostenere l'economia o controllare l'inflazione

Le attuali dinamiche inflattive costringono le Banche Centrali, che nelle settimane precedenti l'escalation delle ostilità avevano annunciato l'avvio di un ciclo monetario restrittivo, a ritrovarsi di fronte ad un dilemma complesso: sostenere le economie attraverso la stabilizzazione dei mercati finanziari in un momento di grave incertezza - così come era avvenuto ad esempio, due anni fa con lo scoppio della pandemia di Coronavirus - oppure perseguire il proprio mandato in senso stretto e quindi provvedere a controllare l'inflazione come obiettivo primario. Nei primi giorni successivi al conflitto, la maggior parte degli analisti ed anche alcune dichiarazioni di membri della BCE come Panetta o Rehn, sembravano alludere al fatto che una grande prudenza avrebbe guidato l'autorità monetaria del vecchio continente: prima di chiudere definitivamente le politiche di sostegno economico, occorre valutare gli impatti della guerra sulle economie europee. Con il passare delle settimane, tuttavia, è diventato chiaro come un'inflazione prevista in rialzo in maniera così significativa non potesse essere ignorata o tollerata. Nella conferenza stampa del 10 marzo, Christine Lagarde ha confermato che il programma PEPP si concluderà in marzo, che il quantitative easing si ridurrà più velocemente di quanto

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

annunciato in dicembre e che un aumento dei tassi di interesse è previsto successivamente alla fine dell'APP. Contemporaneamente, sono state alzate le stime di inflazione (5.1% nel 2022 e 2.1% nel 2023, contro la precedente stima di 3.2% e 1.8%) e abbassate le stime di crescita (3.7% nel 2022 e 2.8% nel 2023, contro 4.2% e 2.9%).

La Federal Reserve americana ha iniziato il proprio ciclo rialzista con il primo ritocco di 25 punti base: vengono previsti altri sei rialzi di pari entità nel corso del 2022 e ulteriori 4 nel 2023. L'aspettativa mediana dei Fed Funds è quindi al 2.8% alla fine del ciclo di rialzi, ossia significativamente al di sopra di quel livello di 2.4% indicato dagli economisti della Fed come tasso di neutralità monetaria.

I mercati obbligazionari, già in discesa da inizio anno per il forte aumento dell'inflazione e la graduale scomparsa dell'accomodamento monetario da parte delle Banche Centrali, hanno registrato un importante aumento di volatilità con l'avvio della guerra in Ucraina. In un primo tempo i tassi di interesse sono scesi in modo significativo: sia per il tradizionale ruolo di *safe haven* e per il generale clima di fuga degli investitori dagli asset rischiosi, sia sulla scorta delle speranze che, perlomeno in Europa, si ponesse un freno all'avvio del ciclo restrittivo. In questo contesto, il bund decennale era tornato in territorio negativo e il bobl aveva realizzato il suo rally più intenso dall'unificazione della Germania (questo a riprova di quanto sia aumentata la volatilità sui tassi d'interesse).

A seguito della conferenza stampa della BCE, i tassi hanno ripreso a salire più convintamente, con il BTP italiano che ha raggiunto un livello di 2% a dieci anni e il bund che sfiora lo 0.50%. Gli spread tra Italia e Germania sono rimasti pressochè invariati nella fase, in un range compreso tra i 150 e i 170 punti base, incorporando una maggior volatilità dovuta dalla conclusione dell'APP da parte della BCE.

Negli Stati Uniti, la curva dei tassi d'interesse è sempre più piatta, a sottolineare il rischio concreto di stagflazione. La scarsa crescita e l'alta inflazione rischia di essere un problema soprattutto in Europa, dove la dinamica non è così visibile sulla curva dei rendimenti, in quanto la parte a breve della curva non incorpora ancora un ciclo di rialzi esteso e duraturo come negli Stati Uniti.

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: spread 2-10 anni sulla curva dei rendimenti americana



Source: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

La reazione pronunciata dei mercati azionari ricorda Marzo 2020

I mercati azionari hanno reagito dapprima in maniera violenta all’inattesa invasione russa, con una pronunciata correzione nelle prime due settimane dell’attacco. L’evento si è rivelato un vero e proprio shock per i mercati finanziari, per certi versi paragonabile alla diffusione della pandemia da Coronavirus in Occidente nel 2020.

I due eventi tuttavia differiscono per molti fattori: mentre la chiusura forzata delle attività produttive e il confinamento della popolazione nei paesi Occidentali del marzo 2020 è stato qualcosa di mai conosciuto e incomprensibile per gli operatori, nel caso della guerra in Ucraina, sebbene non ci si aspettasse una invasione su larga scala, gli investitori avevano assistito ad una continua escalation di tensioni geopolitiche, accuse e minacce tra l’America e la Russia nelle settimane precedenti all’invasione.

Anche lo scenario di forte inflazione, sebbene esacerbato oltre misura dal conflitto, era già stato incorporato da praticamente tutti gli economisti nelle previsioni per il 2022, così come gli scenari di rialzo dei tassi, che avevano colpito nelle prime settimane dell’anno soprattutto i segmenti azionari a più lunga durata finanziaria, come la tecnologia. Il mercato azionario ha quindi avuto più tempo e più consapevolezza per “digerire” l’accresciuta instabilità, il rialzo dei premi al rischio e l’ulteriore accorciamento di visibilità sul medio periodo.

Da settimane infatti, la volatilità viaggiava su livelli decisamente sostenuti e molto superiori alle medie storiche: lo spike verificatosi in seguito al conflitto non è stato quindi così drammatico come quanto avvenne nel marzo

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

2020. La differenza però, rispetto alla crisi del Covid, consiste nel fatto che essa, a livello finanziario, fu risolta dall'interventismo congiunto e senza precedenti delle Banche centrali e dei governi, i quali fornirono uno stimolo talmente energico da far recuperare in poche settimane il ribasso di marzo 2020; questa volta, l'azione delle autorità monetarie si muove in direzione opposta rispetto a due anni fa in quanto l'obiettivo più urgente rimane assicurare la stabilità dei prezzi, gravemente minacciata dalle tensioni inflazionistiche.

Ciononostante, a partire dalla seconda decade di marzo, gli indici azionari mondiali hanno tentato di intraprendere la strada del rimbalzo dai minimi, spinti dalle continue trattative tra le due parti, con la speranza di sopraggiungere in qualche modo alla fine delle ostilità. Probabilmente ha confortato i mercati anche la posizione cinese: Xi Jinping, nonostante non abbia sanzionato in alcun modo la Russia e abbia in più di un intervento giustificato le finalità russe all'aggressione, non ha fornito direttamente al momento materiale bellico alla Russia e dichiara in generale di favorire un graduale processo di pace. In caso di aiuto cinese, l'effetto delle sanzioni si sarebbe infatti esteso anche al colosso asiatico, il quale, a differenza della Russia, ha un peso economico non trascurabile ed estremamente interconnesso ai sistemi produttivi occidentali: il rischio sarebbe stato quello di gettare in crisi profonda tutta l'economia mondiale.

Asset allocation e utili aziendali

In un contesto di alta inflazione, l'investimento azionario continua ad essere una scelta obbligata. Sui mercati obbligazionari infatti si continua ad assistere da inizio anno ad un flusso in uscita ininterrotto ed in intensificazione, che amplifica la volatilità dell'asset class. Tuttavia, la scarsa visibilità sugli esiti futuri obbliga gli investitori ad una maggior prudenza. Il mercato azionario produce performance positive in contesti di alta inflazione, a patto che non sia compromessa la crescita. La presenza di una situazione di grave tensione come la guerra ucraina con le conseguenze già descritte in termini di approvvigionamento delle materie prime provocano senza dubbio rischi accresciuti di stagflazione, che chiaramente potrebbero essere negativi per il mercato azionario. Cruciale è dunque, ancora una volta, la selezione degli investimenti fondata su un attento studio bottom-up dei fondamentali delle società e del loro vantaggio competitivo, focalizzato sulla ricerca di valore. C'è stata infatti nel mese una grande eterogeneità all'interno dei mercati azionari. Le migliori performance sono state realizzate dal comparto energetico, ma anche nel settore delle energie rinnovabili: dopo diversi mesi di sottoperformance, il settore è tornato a brillare grazie al rinnovato impulso che i governi dell'Unione Europea hanno garantito per tentare di uscire dalla dipendenza russa. Parimenti, anche la difesa ha realizzato importanti overperformance, grazie soprattutto all'aumento dei budget statali destinati alla spesa per la difesa, come per esempio dichiarato da Germania ed Italia. Altro settore in spolvero all'interno del comparto tecnologico è stato il segmento della cyber-security, che risulta sempre più cruciale in momenti di tensione come quelli attuale. Infine, significativa è stata la tenuta del comparto delle infrastrutture, che oltre ad essere un settore difensivo e meno volatile, garantisce buone performance in contesti di elevata inflazione, grazie al fatto che i contratti nel settore sono quasi sempre definiti in termini reali.

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

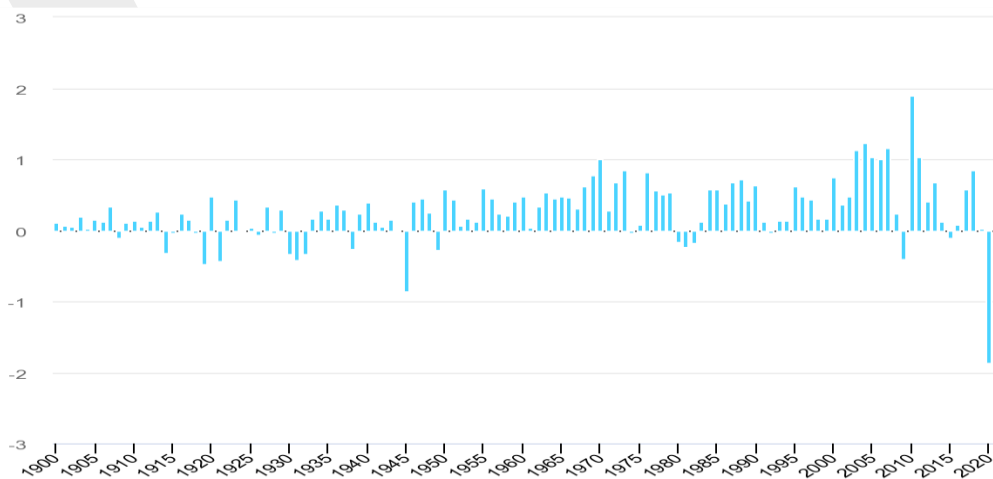
Infine, occorre segnalare come l'equity americano abbia sovraperformato i mercati azionari europei di una misura estremamente rilevante e superiore al 7% nell'ultimo mese. La reazione del mercato è chiaramente comprensibile, dal momento che l'Europa è geograficamente più vicina al teatro degli scontri, ha legami più forti con l'economia russa, è maggiormente dipendente dalle sue materie prime e ha una crescita strutturale a priori più fragile rispetto a quella statunitense: i rischi quindi che la crescita del PIL possa incepparsi e far precipitare l'economia europea nelle paludi della stagflazione spaventano gli investitori, che disinvestono a livelli record nell'equity europeo.

Un ultimo motivo che può spiegare la sottoperformance europea si può rintracciare nel più forte peso del settore finanziario, maggiormente esposto all'economia russa e penalizzato dai flussi degli investitori.

In transizione verso la neutralità climatica: approfondimenti e prospettive

Nonostante gli impegni presi dalle principali economie mondiali a partire dall'Accordo di Parigi nel 2015, le emissioni di CO₂ nel 2021 hanno raggiunto il più alto livello di sempre. Il rimbalzo dell'attività economica nel 2021 ha più che compensato la riduzione delle emissioni causata dallo shock pandemico, con un livello assoluto di emissioni ad effetto serra prodotte dalla combustione di fonti fossili stimate dall'International Energy Agency (IEA) a 40.8 miliardi di tonnellate di CO₂-equivalente (GCO₂eq), superiori di 180 MtCO₂eq rispetto ai livelli di emissioni pre-pandemici.

Grafico 3: variazioni annuali delle emissioni di CO₂ da energia e processi industriali - 1900-2021



Source: IEA

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 carbone ha contribuito per oltre il 40% (15,3 Gt) alla crescita delle emissioni globali di CO₂ nel 2021, superando il picco massimo raggiunto nel 2014. Analogamente, anche le emissioni di CO₂ derivanti dal gas naturale hanno superato nel 2021 il livello pre-pandemico del 2019, a causa del ribalzo globale dell'attività economica. Diversamente dal gas naturale e dal carbone, le emissioni derivanti dal petrolio del 2021 sono invece rimaste al di sotto dei livelli del 2019, principalmente a causa del recupero limitato delle attività di trasporto globali.

Grafico 4: variazioni annuali delle emissioni di CO₂ per settore – variazione netta 2019-2021



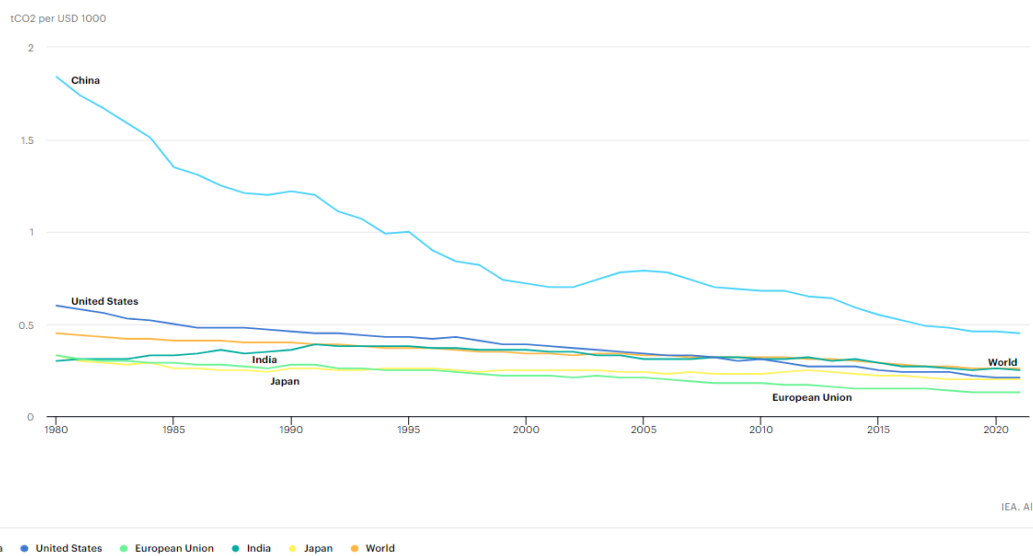
Source: IEA

L'incremento più rilevante di emissioni di CO₂ nel 2021 si è verificato nel settore dell'elettricità e della produzione termica, contribuendo al 46% dell'aumento globale di emissioni di CO₂. L'economia cinese da sola ha contribuito per quasi il 50% dell'aumento totale di emissioni e una lieve riduzione delle emissioni da parte del resto del mondo non è stato comunque sufficiente a compensare l'aumento delle emissioni del gigante asiatico. Da notare tuttavia che mentre in Cina le emissioni derivanti dalla produzione elettrica derivante dal carbone hanno superato nel 2021 i livelli pre-pandemici, le stesse sono rimaste inferiori ai livelli del 2019 negli USA ed in Europa.

Nonostante la continua riduzione dell'intensità carbonica per ogni unità di GDP, l'economia cinese ha raggiunto una tale capacità di generare emissioni ad effetto serra da essere in grado di determinare un aumento globale delle emissioni, nonostante una riduzione delle emissioni nel resto del mondo, elemento cruciale questo per valutare l'importanza di un coordinamento internazionale che coinvolga attivamente la Cina nel perseguire gli obiettivi di neutralità climatica entro il 2050.

Grafico 5: Intensità carbonica del GDP, 1990-2021

CO2 emissions intensity of GDP, 1990-2021



Source: IEA

L'aumento delle emissioni dovute alla produzione di elettricità ed energia termica si lega strettamente al più grande aumento di consumo anno su anno di elettricità a livello globale, il quale nel 2021 è aumentato del 6,9%. Il consumo globale di elettricità è aumentato infatti di 1400 TWh, pari a oltre quindici volte la riduzione della domanda di elettricità del 2020.

Il fattore che più ha contribuito all'aumento delle emissioni da elettricità è stata la maggior generazione di elettricità dal carbone, dovuta anche agli elevati prezzi del gas naturale, i quali sono destinati a rimanere elevati e volatili nel medio periodo a causa dell'invasione russa dell'Ucraina e dei conseguenti stravolgimenti geopolitici che ne stanno derivando.

I costi operativi per la produzione di elettricità da carbone sono stati significativamente più bassi di quelli per la produzione elettrica da gas naturale sia in Europa che negli Stati Uniti e la guerra ucraina rischia di aumentare ulteriormente la convenienza del carbone rispetto al gas per la produzione di elettricità. In questo nuovo scenario, il perseguimento degli obiettivi di decarbonizzazione dei sistemi energetici europei si interseca sempre più strettamente con l'esigenza di accelerare l'indipendenza energetica europea dalla Russia.

Nonostante l'aumento del consumo di carbone per la produzione di elettricità, è opportuno sottolineare che le energie rinnovabili e nucleare hanno contribuito nel complesso nel 2021 più del carbone al mix energetico

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

per la produzione elettrica a livello globale. In particolare, l'output elettrico derivante da energia eolica e solare-fotovoltaica ha raggiunto i più alti livelli di sempre, superando di oltre 500 TWh i livelli del 2020.

La dipendenza dell'Unione Europea dalle forniture di gas naturale e petrolio russi in un contesto diventato politicamente conflittuale tra Russia ed Unione Europea può avere un impatto cruciale nell'accelerare o rallentare la transizione energetica europea. La dipendenza europea dal gas russo è aumentata nell'ultimo decennio, non tanto per l'aumento dei consumi europei di gas naturale, quanto per la progressiva riduzione di produzione europea di gas naturale. La quota di importazioni russe sulla domanda totale di gas naturale europea è passata infatti dal 25% nel 2009 al 32% nel 2021.

Secondo i dati dell'International Energy Agency, la Russia aveva già cominciato a ridurre le forniture di gas del 25% anno su anno a partire dal Q4 2021 e ha continuato a farlo nelle prime settimane del 2022, raggiungendo una riduzione del 37% anno su anno a metà febbraio 2022, pochi giorni prima dell'invasione dell'Ucraina. La riduzione dei flussi di gas naturale russi sono stati compensati nella prima parte del Q4 2021 dall'aumento di importazioni da Algeria, Azerbaijan e Norvegia via gasdotto, così come dall'aumento di importazioni di gas naturale liquefatto (GNL), i cui flussi sono aumentati del 63% anno su anno tra ottobre e dicembre 2021, triplicando i flussi di GNL importati dall'Unione Europea e Gran Bretagna nel 2020.

Il ritorno della guerra nel continente europeo segna una svolta storica nei rapporti tra l'Unione Europea e Russia e l'inizio di una nuova epoca per immaginare una politica estera ed energetica europea. In seguito all'invasione russa dell'Ucraina il 24 febbraio 2022, l'Unione Europea si trova ora costretta ad accelerare la transizione energetica nel rispetto degli obiettivi di neutralità climatica fissati. Il contestuale perseguimento di questi obiettivi comporta sfide notevoli, a partire dall'inasprimento degli effetti inflazionistici che l'aumento del prezzo del gas naturale, e di conseguenza dell'elettricità, può avere sull'economia europea, soprattutto nel breve e medio periodo.

Tra le misure discusse, che riguardano anche la possibilità di acquisti comuni e coordinati di gas naturale ed il rinvio della dismissione dell'energia nucleare per la produzione elettrica, quella potenzialmente a maggior impatto per l'accelerazione della transizione energetica riguarda la proposta di modifica del meccanismo di pricing dell'elettricità.

Ad oggi, il mercato wholesale dell'elettricità nell'Unione Europea segue un sistema di pricing marginale, anche conosciuto come *pay-as-clear*, il quale comporta che ciascun produttore di elettricità ottenga lo stesso prezzo per l'elettricità prodotta nel momento in cui è domandata. I produttori di elettricità hanno una priorità di accesso in base al costo marginale dell'elettricità prodotta: i produttori che hanno i costi marginali più bassi vendono l'elettricità per primi, mentre quelli che hanno i costi marginali più alti vendono per ultimi. Le energie rinnovabili hanno quindi priorità di accesso al mercato, essendo il loro costo marginale per la produzione di

IMPact SGR S.p.A.

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

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



elettricità prossimo alla zero. Una volta che tutta la curva di domanda è soddisfatta, ciascun produttore di elettricità ottiene il prezzo dell'elettricità venduta dall'ultimo produttore, il quale per definizione ha il costo marginale più elevato. Nella situazione attuale questo comporta che, con i prezzi del gas che sono aumentati in modo drammatico, l'elettricità prodotta da fonti rinnovabili sia comunque venduta ad un prezzo determinato dal costo marginale dell'elettricità prodotta dal gas naturale. Qualora si decidesse nei prossimi mesi di adottare un meccanismo più premiante per le tecnologie che permettono la produzione di elettricità a costi marginali più bassi, la competitività dell'energia elettrica generata da fonti eoliche e solari-fotovoltaiche potrebbe aumentare in modo estremamente significativo.

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