

Allianz Research | 25 Febbraio 2025

Rischio climatico e valutazioni aziendali



Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Patrick Hoffmann
Economista ESG & AI
patrickhoffmann@allianz.com

Sintesi

Oggi gli investitori si trovano ad affrontare un duplice rischio climatico che deriva sia dalla transizione verso un'economia sostenibile sia dalla crescente gravità degli eventi climatici fisici. I rischi di transizione derivano da rapidi cambiamenti politici, innovazioni tecnologiche e comportamenti di mercato in evoluzione, mentre i rischi fisici includono gli impatti dannosi di condizioni meteorologiche estreme, innalzamento del livello del mare, siccità prolungate o perdite di produttività per i lavoratori esposti al caldo. Insieme, questi rischi accelerano la svalutazione degli asset, rendendoli potenzialmente incagliati molto prima della fine del loro ciclo di vita previsto.

I combustibili fossili non sono il settore nella lista di controllo. Anche il settore immobiliare, automobilistico, agricolo e dell'industria pesante sono sempre più vulnerabili a causa di standard energetici più severi, rapidi progressi tecnologici e misure normative più severe. In questo contesto, gli investitori devono rivalutare i loro portafogli in una vasta gamma di settori per cogliere appieno il potenziale impatto delle perturbazioni legate al clima.

Per identificare i settori più a rischio, integriamo tre scenari di transizione NGFS (Baseline, Net Zero 2050 e Delayed Transition) in due metodi di valutazione finanziaria tradizionali: Discounted Cash Flow (DCF) e Interest Coverage Ratio (ICR) Nello scenario di base, gli attuali piani di contribuzione determinata a livello nazionale sono realizzati e anche leggermente migliorati, ma non riescono a raggiungere un percorso costante di 2°C. Lo scenario Net Zero rappresenta un contesto politico aggressivo con ambiziosi obiettivi di riduzione delle emissioni di carbonio, che induce a una rivalutazione immediata ma più prevedibile che favorisce le energie rinnovabili, le tecnologie a basse emissioni di carbonio e i modelli di business sostenibili, eliminando prima gli asset ad alte emissioni. Al contrario, nella transizione ritardata, l'intervento politico viene rinviato, innescando un riprezzamento improvviso e disordinato degli asset quando l'azione per il clima diventa inevitabile, il che probabilmente destabilizzerà i settori marroni.

Nel complesso, riteniamo che i settori della tecnologia e della sanità mostrino resilienza in tutti gli scenari di transizione climatica sia negli Stati Uniti che in Europa, mentre il settore energetico si trova ad affrontare una maggiore vulnerabilità a causa dell'aumento dei costi operativi e delle pressioni normative. Le valutazioni dei DCF nello scenario Net Zero 2050 rivelano significative correzioni settoriali su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti, la sanità e i beni di consumo discrezionali diminuirebbero di circa il -16%, mentre l'energia e le risorse di base subirebbero cali più

contenuti, tra il -6% e il -7%, riflettendo un parziale adattamento attraverso le energie rinnovabili e i materiali critici. Al contrario, in Europa, il settore immobiliare subirebbe un grave colpo del -40%, con le telecomunicazioni (-26,3%) e i beni di consumo di base (-24,8%) che subirebbero forti battute d'arresto. Anche se le risorse di base (-11,9%) e la tecnologia (-11,7%) vanno meglio in confronto, questi risultati evidenziano le diverse vulnerabilità che ogni settore deve affrontare a causa di politiche climatiche aggressive. Una transizione ben orchestrata potrebbe contribuire a ridurre la portata e la velocità delle perturbazioni del mercato in entrambe le regioni. Il metodo ICR rafforza l'argomento a favore di una transizione ordinata. Nel percorso Net Zero 2050, sia i settori statunitensi che quelli europei con requisiti patrimoniali più elevati, come l'energia e le utility, registrerebbero un notevole calo dell'ICR, indicando maggiori spese in conto capitale e prezzi più elevati per le emissioni di CO₂. Tuttavia, in una transizione ritardata, le risorse di base e i servizi pubblici mostrerebbero moderati miglioramenti dell'ICR su entrambe le sponde dell'Atlantico, riflettendo il sollievo a breve termine derivante da cambiamenti politici più lenti. Tuttavia, questa tregua rischia di aggravare le vulnerabilità a lungo termine, poiché brusche inversioni di politica o improvvisi cambiamenti nel sentiment del mercato potrebbero in ultima analisi innescare aggiustamenti più bruschi e destabilizzanti per questi settori. Nel complesso, nonostante i cali iniziali delle valutazioni in settori come la sanità e i beni di consumo discrezionali in uno scenario Net Zero 2050, è l'unico che garantisce una resilienza economica a lungo termine.

In questo contesto, la gestione proattiva del rischio è essenziale per salvaguardare il valore del portafoglio a lungo termine in un'epoca di rapidi cambiamenti climatici

L'adozione tempestiva di strategie adattive, guidate da analisi di scenario complete, può aiutare gli investitori a mitigare i rischi di incaglio degli asset. Posizionando i portafogli in modo da rispondere rapidamente alle politiche climatiche emergenti e alle dinamiche di mercato, gli investitori non solo limitano le potenziali perdite, ma capitalizzano anche le opportunità offerte dalla crescente economia verde.

I combustibili fossili non sono l'unico settore a rischio

Mentre l'economia globale si sposta verso la sostenibilità, gli investitori continueranno ad affrontare sia i rischi di transizione che quelli fisici per il clima, che incidono sulla performance e sull'allocazione del portafoglio. I rischi di transizione, dovuti ai cambiamenti politici, alle innovazioni tecnologiche e all'evoluzione dei comportamenti dei consumatori, possono ridurre rapidamente il valore degli asset legati ai processi ad alta intensità di carbonio. Nel frattempo, rischi fisici come eventi meteorologici estremi, innalzamento del livello del mare e siccità prolungate minacciano le infrastrutture e le operazioni a sostegno di questi investimenti. Combinati, questi fattori possono far sì che gli asset perdano la redditività economica prima della fine del loro ciclo di vita previsto, noti anche come rischi di attivi non recuperabili.

Tuttavia, la valutazione del rischio di valutazione legato al clima rimane complessa. I rapidi cambiamenti politici e le scoperte tecnologiche possono minare le previsioni a lungo termine. Ad esempio, le nuove misure normative volte a ridurre le emissioni possono alterare le dinamiche di mercato, lasciando vulnerabili gli asset un tempo preziosi. Allo stesso modo, le interruzioni tecnologiche possono trasformare interi settori, complicando le previsioni sulla performance degli asset in un futuro a basse emissioni di carbonio. In questo contesto dinamico, gli investitori devono adottare strategie flessibili di valutazione del rischio legate al clima in grado di adattarsi rapidamente alle realtà dei mercati emergenti.

Un'altra sfida significativa è la scarsità di dati granulari e di alta qualità. Senza informazioni dettagliate sulle tendenze climatiche regionali, sulle vulnerabilità specifiche del settore, sui dati specifici delle aziende e sul ritmo del cambiamento tecnologico, è difficile stimare con precisione i tempi e l'entità della svalutazione degli asset. Inoltre, la natura interconnessa dei mercati globali significa che le interruzioni locali possono innescare effetti a cascata in più settori, sottolineando la necessità di un approccio integrato che colleghi la scienza del clima e l'analisi finanziaria.

Nonostante questi ostacoli, la valutazione del rischio di stranded asset è indispensabile per proteggere il valore del portafoglio a lungo termine. L'individuazione proattiva dei fattori di rischio dovrebbe consentire agli investitori di attuare tempestivamente misure correttive, limitare le perdite potenziali e migliorare i rendimenti corretti per il rischio. Inoltre, adattare le strategie di gestione del rischio per affrontare le sfide uniche dei diversi settori dovrebbe non solo migliorare la resilienza, ma anche sostenere decisioni di investimento più informate in un'epoca di accelerazione degli impatti climatici. A questo proposito, analizzando attentamente i rischi e le opportunità specifici del settore, gli investitori dovrebbero essere in grado di proteggere i loro portafogli dagli shock immediati, posizionandosi al contempo per beneficiare delle tendenze emergenti nell'ambito della futura economia verde.

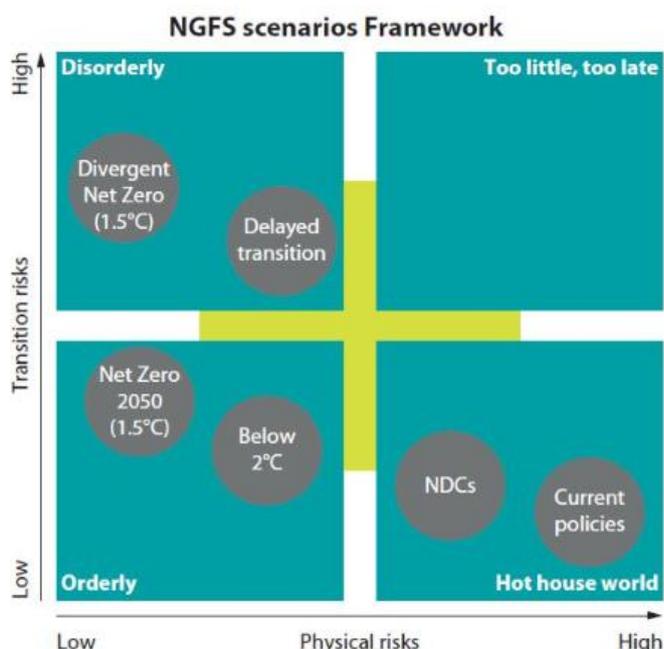
Il settore immobiliare, automobilistico, agricolo, infrastrutturale e dell'industria pesante sono tutti esposti ai rischi di stranded asset derivanti da cambiamenti normativi, cambiamenti di mercato e progresso tecnologico. I rischi legati ad attivi non recuperabili vanno oltre le partecipazioni dirette in settori ad alto contenuto di carbonio. Nel settore immobiliare, ad esempio, gli standard di efficienza energetica più severi e l'elevato costo della riqualificazione di edifici obsoleti stanno determinando la svalutazione degli asset. Gli immobili più vecchi con scarso isolamento e sistemi di riscaldamento obsoleti rischiano di diventare antieconomici, con conseguenti perdite finanziarie significative per investitori, istituti di credito e assicuratori. Per l'industria automobilistica, poiché i veicoli elettrici (EV) sostituiscono costantemente i modelli con motore a combustione interna, i produttori devono affrontare non solo la sfida di riattrezzare le linee di produzione, ma anche il rischio che i fornitori, i concessionari e le infrastrutture di supporto legate a tecnologie obsolete rimangano bloccati. Le aziende che non passano ai veicoli elettrici e/o agli ibridi potrebbero risentire del calo dei ricavi e delle capacità produttive sottoutilizzate nel medio-lungo periodo. Allo stesso modo, il settore agricolo si trova ad affrontare una duplice pressione. Deve passare dall'essere un settore che emette emissioni a un pozzo di assorbimento attivo del carbonio che cattura la CO₂ dall'atmosfera, gestendo al contempo le ricadute finanziarie di eventi meteorologici sempre più gravi. L'allevamento di bestiame, in particolare, è vulnerabile a normative più severe sulle emissioni. Infine, le infrastrutture e le industrie pesanti, come la produzione di acciaio e le reti di condotte, sono a rischio di obsolescenza poiché i mercati si spostano verso alternative più pulite. In questo contesto, gli investitori e le istituzioni finanziarie devono rivalutare l'esposizione in diversi settori piuttosto che

concentrarsi esclusivamente sui combustibili fossili, esaminando in particolare le possibili interdipendenze tra i settori e le catene di approvvigionamento.

Creazione di un quadro di riferimento per il rischio di valutazione corretto per il clima

Per valutare i rischi fisici e di transizione e climatici, utilizziamo tre scenari della Network for Greening the Financial System (NGFS), che ci consentono di confrontare varie politiche climatiche e i cambiamenti del mercato. Nello scenario di base (tra una transizione ordinata e un mondo caldo), gli attuali piani di contribuzione determinata a livello nazionale (NDC) sono realizzati e anche leggermente migliorati, ma non riescono a raggiungere un percorso costante di 2°C. In altre parole, questo scenario rappresenta lo scenario di lungo periodo più probabile ipotizzato, dati gli sviluppi passati e le variazioni storiche della politica climatica. In questo scenario, osserviamo cambiamenti moderati nelle valutazioni degli asset con il lento intensificarsi del prezzo del carbonio e delle pressioni normative. Tuttavia, gli asset nei settori ad alta intensità di carbonio potrebbero alla fine subire una svalutazione. Lo scenario di transizione ritardata (transizione disordinata) presuppone un intervento politico posticipato, innescando un riprezzamento improvviso e disordinato degli asset quando l'azione per il clima diventa inevitabile, il che probabilmente destabilizzerà i settori marroni. Al contrario, lo scenario Net Zero (transizione ordinata) rappresenta un contesto politico aggressivo con obiettivi ambiziosi di riduzione delle emissioni di carbonio, che induce a una rivalutazione immediata ma più prevedibile che favorisce le energie rinnovabili, le tecnologie a basse emissioni di carbonio e i modelli di business sostenibili, riducendo al contempo gli asset ad alte emissioni non recuperati. Ma ciò che accomuna tutti e tre gli scenari è l'attuale sottovalutazione della transizione climatica e dei rischi fisici. Ciò suggerisce che i mercati finanziari non hanno pienamente scontato la probabilità di future normative, tasse sul carbonio, eventi estremi legati al clima e perturbazioni tecnologiche, che potrebbero portare a shock di valutazione man mano che le politiche di transizione si materializzano in tutti gli scenari (Figura 1).

Figura 1: Quadro di scenario NGFS

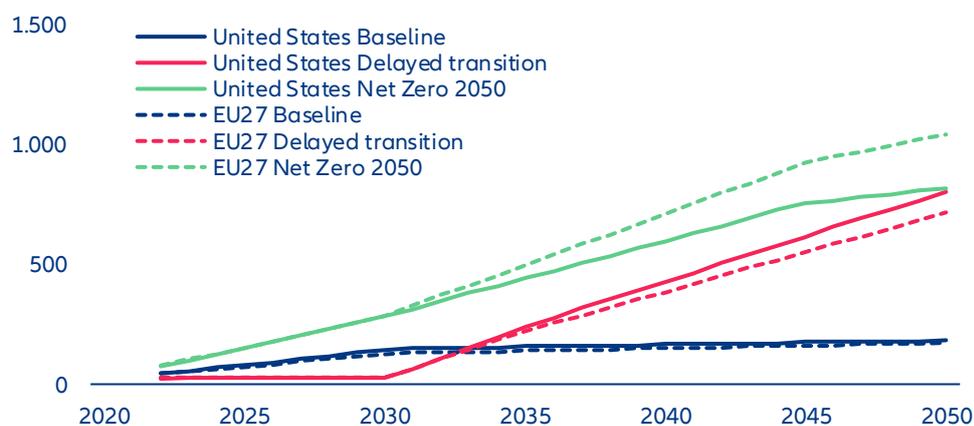


Fonti: NGFS, Allianz Research

Il prezzo delle emissioni di CO₂ è una variabile fondamentale. Nello scenario di base, in cui non vengono introdotte nuove importanti politiche climatiche, i prezzi della CO₂ rimangono relativamente bassi, aumentando solo gradualmente nel tempo. Al contrario, lo scenario di transizione ritardata riflette una risposta politica posticipata, con i prezzi della CO₂ in forte aumento dopo il 2030 poiché le autorità di

regolamentazione sono costrette ad attuare misure drastiche per ridurre le emissioni. Nel frattempo, il percorso Net Zero 2050, che mira alla neutralità carbonica entro la metà del secolo, mostra l'aumento più ripido e costante dei prezzi della CO₂, sottolineando l'urgenza di un'azione climatica tempestiva e aggressiva. È interessante notare che si prevede che i prezzi della CO₂ in Europa saranno più alti di quelli degli Stati Uniti nello scenario Net Zero e nel quadro NGFS, suggerendo che l'Europa probabilmente implementerà meccanismi di fissazione del prezzo del carbonio più rigorosi, guidati da politiche climatiche e quadri normativi ambiziosi. Inoltre, la divergenza nell'andamento dei prezzi tra lo scenario di base e lo scenario di transizione evidenzia le profonde implicazioni economiche ex ante di interventi politici ritardati rispetto a quelli tempestivi (figura 2).

Figura 2: Prezzo del carbonio in USD per tonnellata metrica di CO₂ in diversi scenari

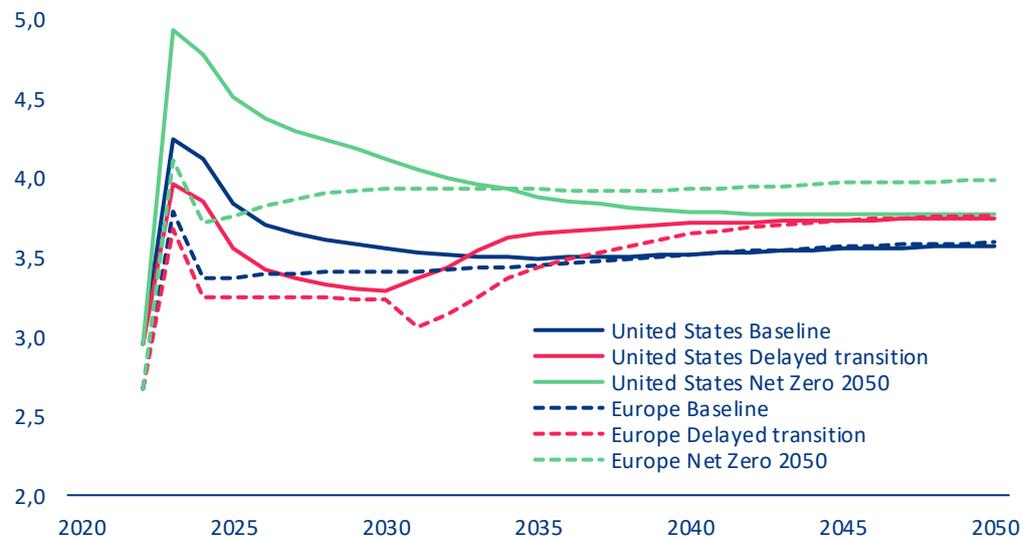


Fonti: NGFS, Allianz Research. Nota: In base ai risultati NiGEM per il modello REMIND

Altre variabili importanti da considerare sono i tassi d'interesse a lungo termine, la crescita del PIL, i mercati azionari e l'inflazione. Le politiche di transizione climatica influenzeranno in modo significativo le dinamiche macroeconomiche e dei mercati finanziari. Nello scenario di transizione ritardata, sia gli Stati Uniti che l'Europa sperimenterebbero tassi di interesse persistentemente più elevati rispetto allo scenario di base, a causa dell'aumento delle aspettative di inflazione e dell'elevata incertezza dei mercati, costringendo molto probabilmente le banche centrali ad adottare posizioni di politica monetaria più restrittive. Al contrario, lo scenario Net Zero 2050 si traduce in tassi di interesse più bassi e più stabili, riflettendo la ridotta volatilità finanziaria di una transizione ordinata (Figura 3). A loro volta, i modelli di crescita economica tra le regioni sono sostanzialmente allineati. Lo scenario di base prevede una crescita costante, mentre il percorso Net Zero 2050 vede un rallentamento iniziale dovuto agli aggiustamenti indotti agli investimenti prima di conseguire un'espansione sostenuta a lungo termine. Lo scenario di transizione ritardata infligge costi economici considerevoli, in quanto si prevede che gli shock normativi e finanziari interromperanno la produttività e i flussi di capitale. La traiettoria economica dell'Europa sembra essere più stabile, mentre gli Stati Uniti devono affrontare una volatilità più pronunciata (Figura 4). Le dinamiche inflazionistiche variano notevolmente da uno scenario all'altro. Lo scenario della transizione ritardata provoca pressioni inflazionistiche persistenti in entrambe le regioni, probabilmente guidate, tra l'altro, dalle interruzioni della catena di approvvigionamento, dall'aumento dei costi energetici e dalla necessità di ammodernare infrastrutture obsolete. In questo quadro, l'inflazione europea rimane leggermente inferiore a quella degli Stati Uniti. D'altro canto, il percorso verso l'azzeramento delle emissioni nette entro il 2050 sostiene una traiettoria di inflazione più fluida, favorendo adeguamenti graduali nei mercati della produzione e dell'energia, mitigando così probabilmente le eccessive pressioni sui costi (Figura 5). Infine, anche la performance del mercato azionario diverge tra i percorsi di transizione. I mercati rimangono stabili nello scenario di base, mentre il percorso Net Zero 2050 vede un costante apprezzamento guidato da un rinnovato ottimismo dei mercati legato al clima. Lo scenario di transizione ritardata porta a una performance di mercato più debole a causa di bruschi cambiamenti normativi e dell'aumento dei rischi di stranding legati al clima. In questo contesto, il mercato azionario statunitense

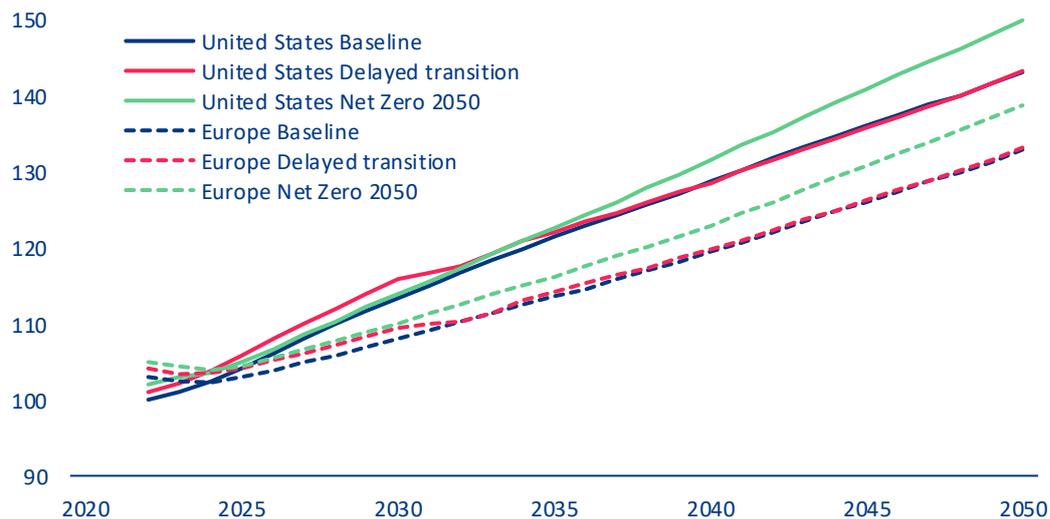
sembra essere più sensibile agli shock di transizione rispetto all'Europa, che sembra beneficiare di un'azione normativa più precoce (Figura 6).

Figura 3: Rendimenti governativi a lungo termine in %



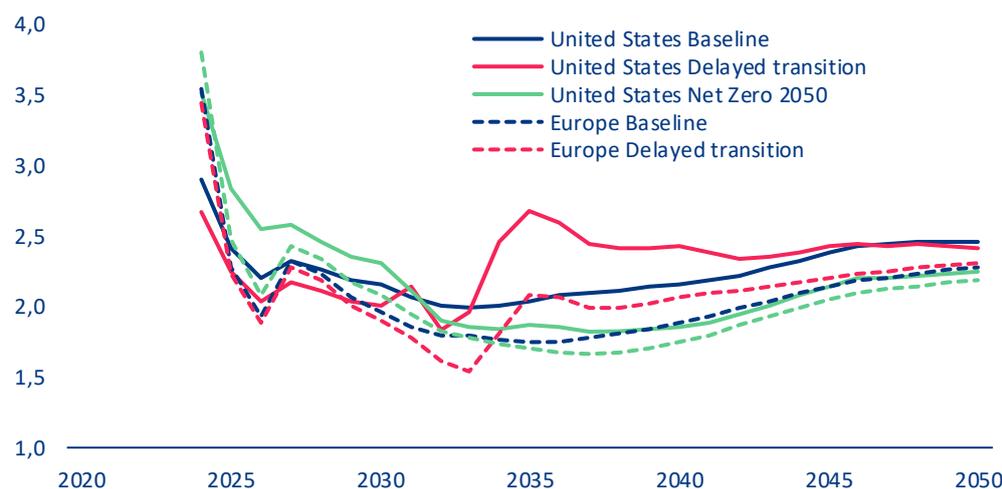
Fonti: NGFS, Allianz Research

Figura 4 - PIL reale (ricalcolato a dicembre 2021 = 100)



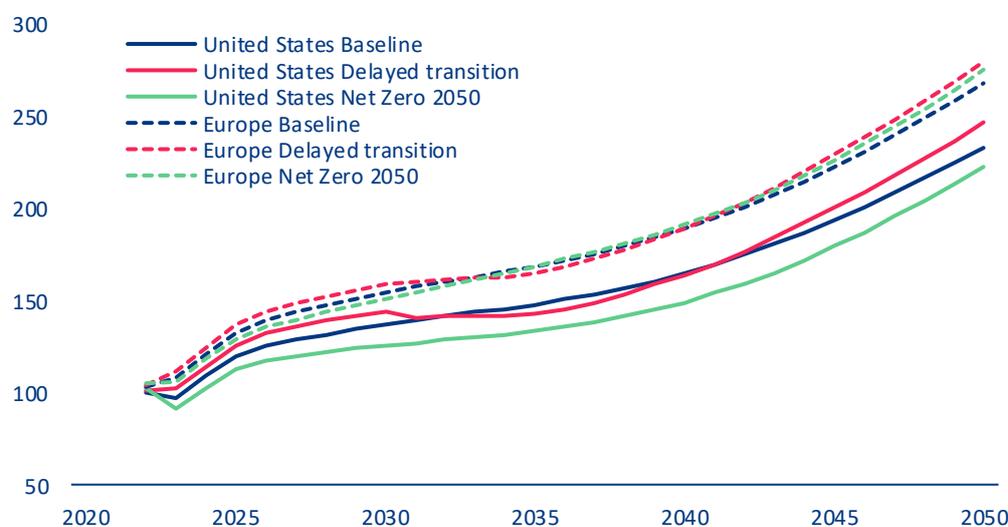
Fonti: NGFS, Allianz Research

Figura 5: Inflazione a/a%



Fonti: NGFS, Allianz Research

Figura 6: Prezzi azionari (ribasati su dicembre 2021 = 100)



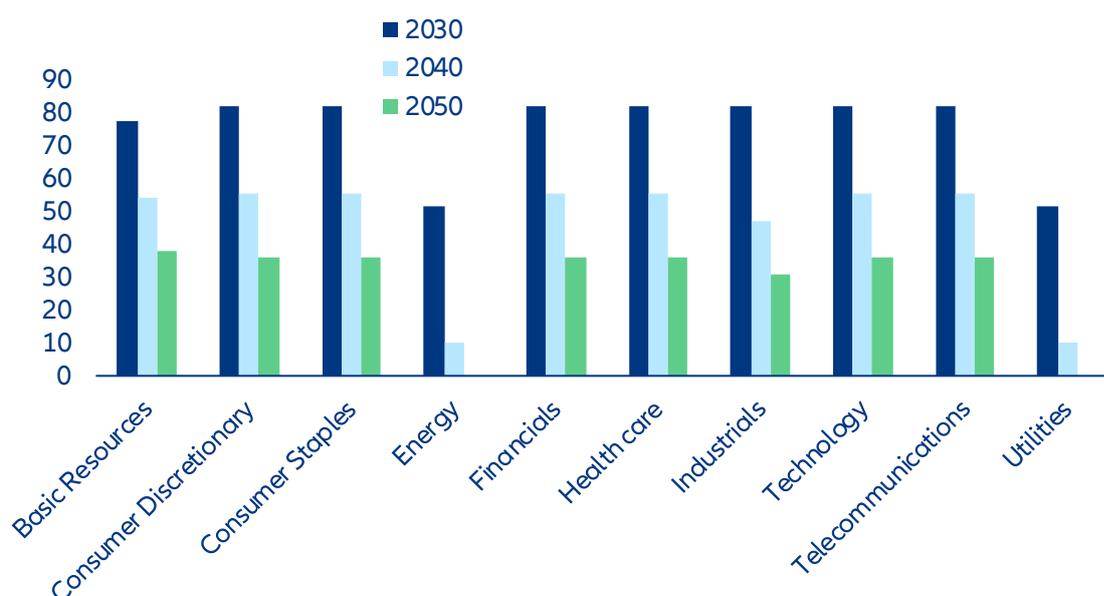
Fonti: NGFS, Allianz Research

Nel complesso, l'Europa si distingue per la sua maggiore stabilità in ciascuno degli scenari, probabilmente guidata da un adattamento precoce e da un maggiore coordinamento istituzionale. Gli Stati Uniti, d'altro canto, sono più esposti alla volatilità, in particolare nello scenario di transizione ritardata, in cui i mercati azionari e obbligazionari mostrerebbero una maggiore sensibilità alla propensione al rischio. Le pressioni inflazionistiche sono notevolmente più forti negli Stati Uniti, alimentate dai vincoli dal lato dell'offerta e dall'incertezza normativa. In definitiva, lo scenario Net Zero 2050 promette i risultati economici e finanziari più stabili a lungo termine, mentre il percorso di transizione ritardata introduce rischi considerevoli in entrambe le regioni.

Adeguamento degli utili del settore per la fissazione del prezzo delle emissioni di CO₂

Con l'aumento dei costi del carbonio e l'inasprimento dei quadri normativi, l'adeguamento degli utili del settore per la determinazione del prezzo della CO₂ e le emissioni diventa fondamentale. A partire dalle più colpite, le aziende dei settori ad alta intensità di carbonio devono tenere conto del prezzo delle emissioni di CO₂ per valutare il reale impatto sulla loro performance finanziaria. Anticipare e adattarsi a questi costi continuerà a essere fondamentale per la stabilità a lungo termine e per evitare/mitigare il rischio di incaglio. Tornando al nostro quadro NGFS, le riduzioni delle emissioni previste nei vari settori fino al 2050 variano in base allo scenario. Nello scenario di base, le emissioni si riducono costantemente, ma non in modo così aggressivo come negli altri due percorsi. I settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità registrano i cali più significativi. Tuttavia, entro il 2050 le emissioni rimarranno più elevate rispetto agli scenari di transizione più aggressivi. Settori come le risorse di base, l'industria e i beni di consumo discrezionali registrano riduzioni moderate (Figura 7).

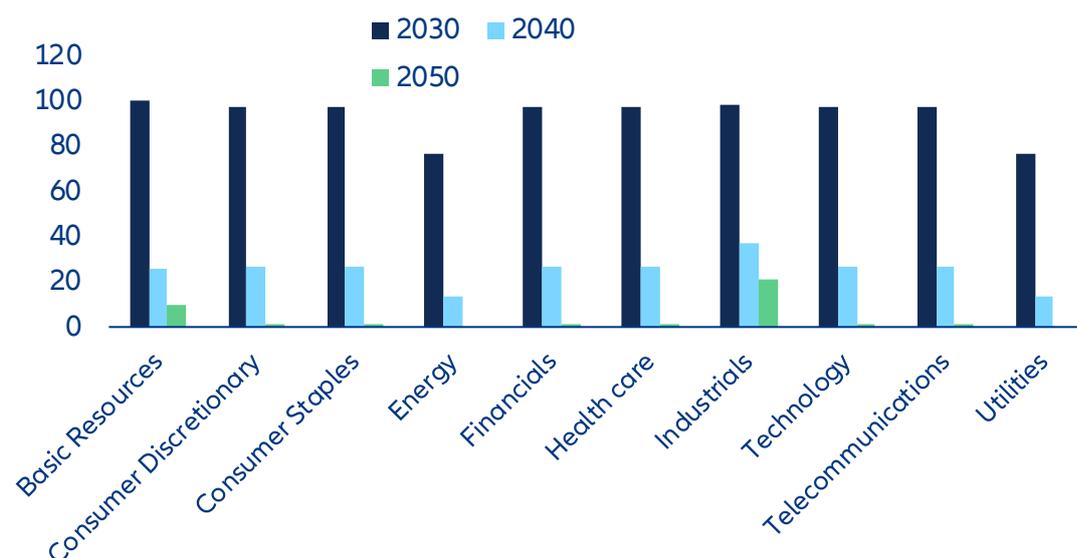
Figura 7: Emissioni di CO₂ dello scenario di base NGFS rispetto all'anno di riferimento in % (100% = 2022)



Fonti: NGFS, Allianz Research

Lo scenario di transizione ritardata (Figura 8) mostra un calo più disomogeneo delle emissioni. Le emissioni rimarranno elevate nel 2030 in tutti i settori, riflettendo il ritardo nell'azione politica e la continua dipendenza dai combustibili fossili. Tuttavia, dopo il 2040, i rapidi cambiamenti politici e gli adeguamenti del mercato imporranno drastiche riduzioni delle emissioni, in particolare nei settori dell'energia, dei servizi pubblici e dell'industria. Questa brusca transizione comporta sfide nell'adattamento, con un improvviso e forte calo dei settori ad alto contenuto di carbonio. Sebbene efficace nel lungo periodo, questo approccio può creare instabilità di mercato e ulteriori correzioni delle valutazioni legate al clima.

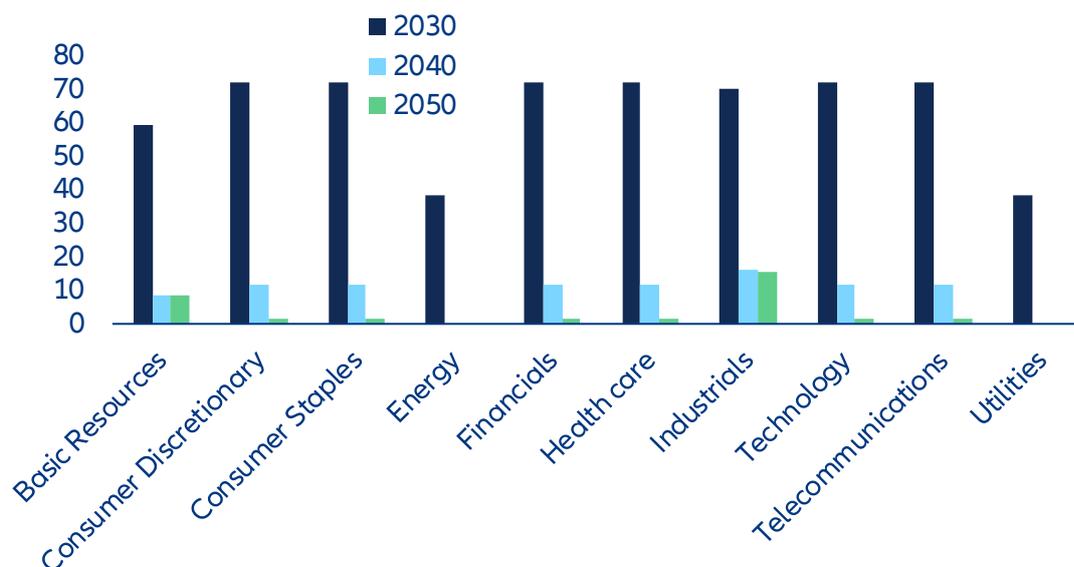
Figura 8: Emissioni di CO₂ dello scenario NGFS di transizione ritardata rispetto all'anno di riferimento in % (100% = 2022)



Fonti: NGFS, Allianz Research

Lo scenario Net Zero 2050 (Figura 9) presenta il percorso più ambizioso e strutturato verso la decarbonizzazione. Le emissioni diminuiscono drasticamente in tutti i settori, poiché i primi investimenti in tecnologie verdi e l'allineamento normativo portano a riduzioni sostenibili. L'energia e i servizi pubblici subiscono i tagli più aggressivi, eliminando quasi completamente l'uso di combustibili fossili entro il 2050. Anche i settori storicamente ad alta intensità di carbonio, come le risorse di base e l'industria, ottengono riduzioni significative grazie ai progressi tecnologici e agli incentivi politici. Anche settori come le telecomunicazioni e la tecnologia, già relativamente a basse emissioni, mostrano continui miglioramenti in termini di efficienza.

Figura 9: Emissioni di CO₂ dello scenario NGFS Net Zero 2050 rispetto all'anno di riferimento in % (100% = 2022)



Fonti: NGFS, Allianz Research

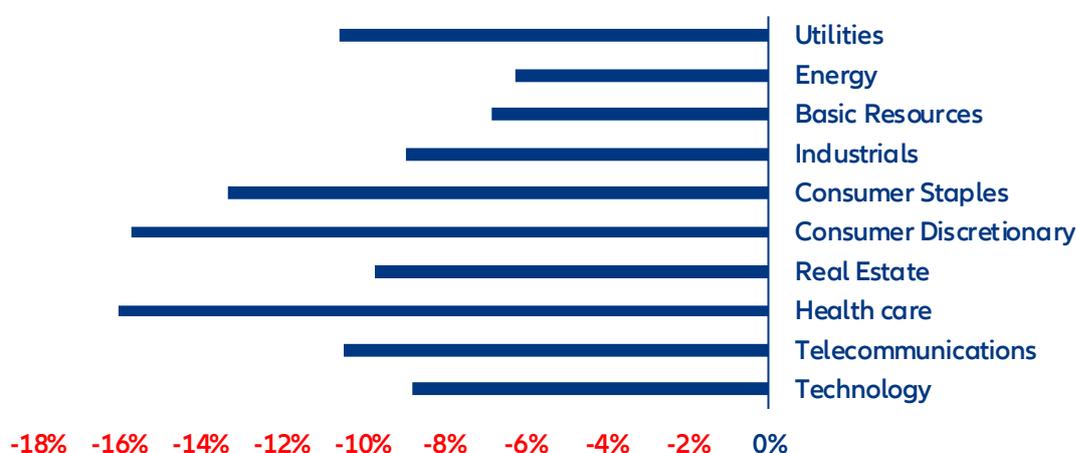
Confrontando gli scenari, Net Zero 2050 rappresenta la transizione più stabile e strutturata, evitando la volatilità economica osservata nella transizione ritardata. Lo scenario di base, pur mostrando miglioramenti, è significativamente in ritardo nella riduzione delle emissioni a livelli allineati con gli obiettivi climatici globali. I compromessi tra una transizione strutturata a lungo termine e un cambiamento ritardato ma più brusco evidenziano l'importanza di un intervento politico precoce e di strategie di adattamento del mercato.

Quali sono i settori più vulnerabili al rischio climatico?

Per cogliere le implicazioni finanziarie dei rischi e delle opportunità legati al clima, integriamo gli scenari NGFS nel metodo del flusso di cassa scontato per stimare il valore attuale di attività e settori. Il metodo DCF prevede i flussi di cassa futuri e li attualizza al loro valore attuale, sulla base del principio che il denaro perde valore nel tempo, il che significa che i flussi di cassa futuri devono essere adeguati per riflettere il loro valore attuale. Per i settori, il metodo DCF viene utilizzato per valutare intere industrie aggregando e analizzando i flussi di cassa di entità rappresentative all'interno di ciascun settore. Questo approccio fornisce una prospettiva di alto livello sulle caratteristiche specifiche del settore, sulle dinamiche competitive e sul contesto economico più ampio che influenza la performance del settore. Includendo gli scenari NGFS nella determinazione degli input, possiamo tenere conto dei potenziali cambiamenti nei costi operativi, nella crescita dei ricavi, nelle spese in conto capitale e nelle ipotesi di crescita terminale. Inoltre, i percorsi dei tassi di sconto indotti dall'NGFS svolgono un ruolo significativo nella valutazione del settore, in quanto riflettono il livello di incertezza e di rischio associati ai diversi scenari climatici. In condizioni climatiche più avverse, una maggiore incertezza può giustificare un tasso di sconto più elevato, indicando un premio al rischio più elevato richiesto dagli investitori per investire in società all'interno di un settore specifico. Al contrario, una transizione graduale verso un'economia più verde può portare ad aggiustamenti più moderati del tasso di attualizzazione. Proiettando i flussi di cassa futuri, applicando sconti appropriati e integrando i rischi legati al clima, questo approccio ci consente di ricavare valutazioni più resilienti e corrette per il clima. In definitiva, ciò garantisce che le valutazioni settoriali non solo riflettano gli attuali fondamentali finanziari, ma anticipino anche il panorama in evoluzione guidato dal cambiamento climatico e dalle tendenze di sostenibilità.

Nello scenario Net Zero 2050 negli Stati Uniti, la sanità e i beni di consumo discrezionali subirebbero forti correzioni del -16%, poiché l'aumento dei costi di finanziamento (sanità) e lo spostamento della domanda (beni di consumo discrezionali) ridurrebbero i flussi di cassa futuri. I beni di consumo di base (-13%) dovranno probabilmente affrontare costi di produzione più elevati a causa del prezzo del carbonio e delle interruzioni della catena di approvvigionamento. Il settore delle utility (-11%) registrerebbe cali notevoli a causa dei forti investimenti nelle energie rinnovabili e degli aggiornamenti della rete che, insieme all'aumento dei tassi di interesse, aumenterebbero i costi di capitale nonostante la domanda di energia verde a lungo termine. Il settore immobiliare (-10%) e le telecomunicazioni (-10%) sarebbero moderatamente colpiti, quelli immobili da standard di efficienza energetica più severi e costi di finanziamento più elevati e le telecomunicazioni dall'aumento delle spese infrastrutturali e dall'evoluzione del comportamento dei consumatori. L'industria (-9%) e la tecnologia (-9%) vedrebbero correzioni leggermente inferiori. Le imprese industriali devono affrontare costi di decarbonizzazione più elevati che metterebbero sotto pressione i margini, mentre la crescita a lungo termine della tecnologia sarebbe mitigata da tassi di sconto più elevati, riducendo il valore attuale dei flussi di cassa futuri. Infine, le risorse di base (-7%) e l'energia (-6%) subiscono le correzioni più contenute. Il modesto calo dell'energia indica che molte aziende hanno già scontato i rischi di transizione o si sono diversificate nelle energie rinnovabili, e le risorse di base potrebbero beneficiare dell'aumento della domanda di minerali critici nelle tecnologie energetiche pulite. Nel complesso, queste correzioni azionarie sottolineano come le vulnerabilità specifiche del settore, l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine interagirebbero nell'ambito delle politiche legate al clima, con i settori dei consumatori colpiti più duramente e i settori della tecnologia, delle telecomunicazioni e dell'energia relativamente più resilienti (figura 10).

Figura 10: Risultati DCF per i settori statunitensi – Scenario Net Zero 2050

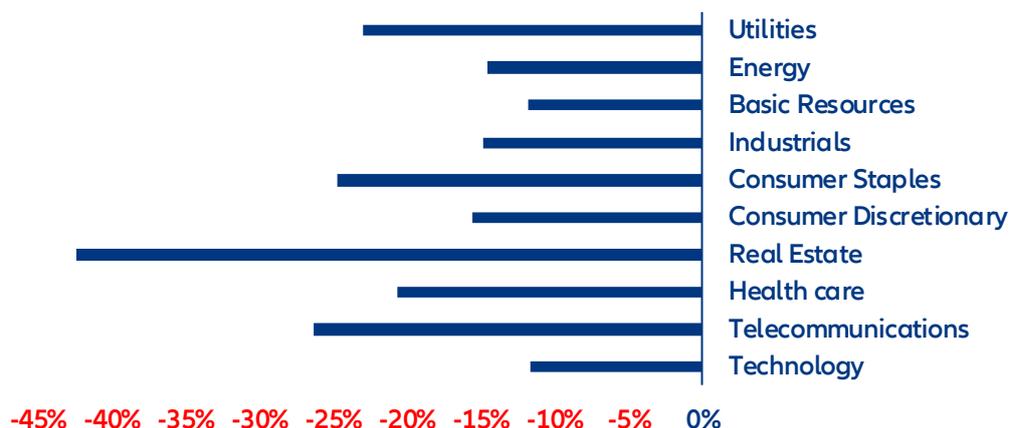


Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research. Nota: Escludiamo i settori dei servizi finanziari e assicurativi in quanto particolari strutture di bilancio non sono ben rappresentate dalle metodologie DCF o ICR.

I settori europei subirebbero una correzione maggiore in quanto le ipotesi dell'NGFS sono più rigorose per i paesi dell'UE. Spicca il real estate con il calo più significativo delle valutazioni a -40%. Questo notevole impatto riflette la sua vulnerabilità sia alla transizione che ai rischi climatici fisici, poiché le proprietà necessitano di un sostanziale ammodernamento per soddisfare i nuovi standard di efficienza e sono anche esposte a eventi meteorologici estremi o all'innalzamento del livello del mare. Anche le telecomunicazioni (-26,3%) e i beni di consumo di base (-24,8%) registreranno forti cali, probabilmente a causa delle operazioni ad alta intensità energetica, dell'evoluzione delle normative (come il prezzo del carbonio) e del potenziale di interruzione delle catene di approvvigionamento. Le utility (-23,0%) completano il gruppo a più alto impatto, che probabilmente dovranno affrontare costi elevati per la revisione delle infrastrutture. D'altra parte, la tecnologia (-11,7%) e le risorse di base (-11,9%) vedrebbero correzioni relativamente minori. Le imprese del settore tecnologico hanno spesso modelli di business più flessibili e immateriali in grado di adattarsi più facilmente alle normative sul clima e le risorse di base, sebbene ad alta intensità di carbonio, possono beneficiare della crescente domanda di metalli e minerali

necessari nell'economia a basse emissioni di carbonio (ad esempio per le batterie e le infrastrutture per le energie rinnovabili) (Figura 11).

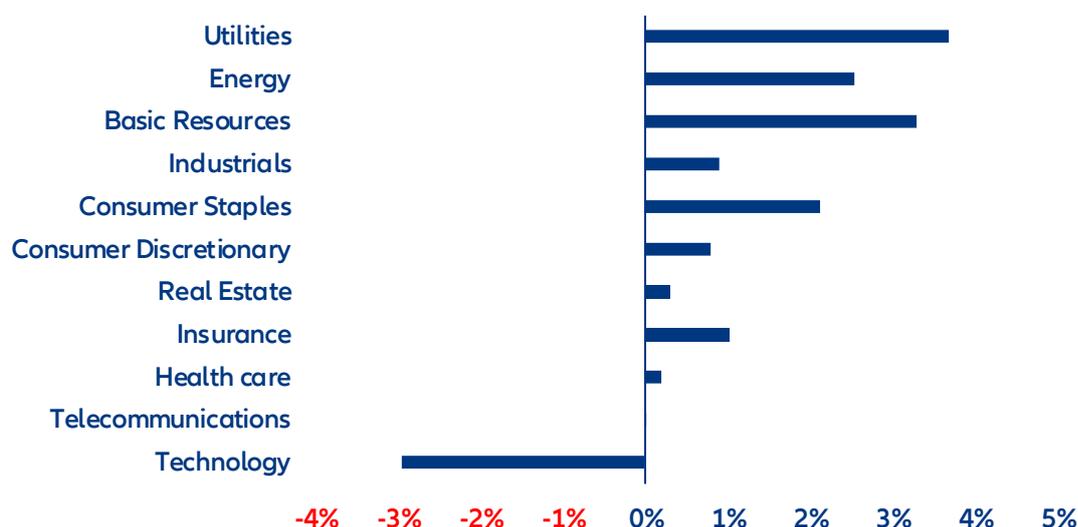
Figura 11: Risultati DCF per i settori europei – Scenario Net Zero 2050



Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Nello scenario di Transizione Ritardata, i settori delle utilities (+3,7%), delle risorse di base (+3,3%) e dell'energia (+2,5%) andrebbero a registrare la performance migliore. È probabile che questi settori traggano vantaggio da modifiche normative più lente, da un uso prolungato di combustibili fossili e da una riduzione delle spese in conto capitale a breve termine, consentendo alle aziende energetiche di mantenere i flussi di cassa, alle risorse di base di godere di una domanda costante e alle utility di ritardare il costoso passaggio alle energie rinnovabili. Anche i beni di consumo di base (+2,1%) beneficerebbero del contenimento dei costi. Nel frattempo, i beni di consumo voluttuari (+0,8%), l'industria (+0,9%) e l'immobiliare (+0,3%) registrerebbero guadagni moderati in quanto dovranno affrontare una minore pressione immediata sulla decarbonizzazione e un aumento graduale dei costi di transizione. La sanità (+0,2%) e le telecomunicazioni (0,0%) rimarrebbero sostanzialmente invariate dal ritardo nel cambiamento. Al contrario, il settore tecnologico diminuirebbe del -2,9% poiché tassi relativamente più alti annullerebbero l'effetto ritardato del prezzo del carbonio. Nel complesso, la transizione ritardata porterebbe a interruzioni minime a breve termine. I settori che dipendono dall'energia e dai materiali tradizionali ne trarrebbero beneficio, mentre quelli che dipendono da rapidi investimenti in tecnologie pulite, come la tecnologia, ne soffrirebbero. Sebbene questo approccio stabilizzi le valutazioni rispetto a uno scenario Net Zero 2050, potrebbe creare volatilità a lungo termine, poiché i rischi climatici non affrontati potrebbero alla fine costringere a cambiamenti politici più aggressivi (Figura 12).

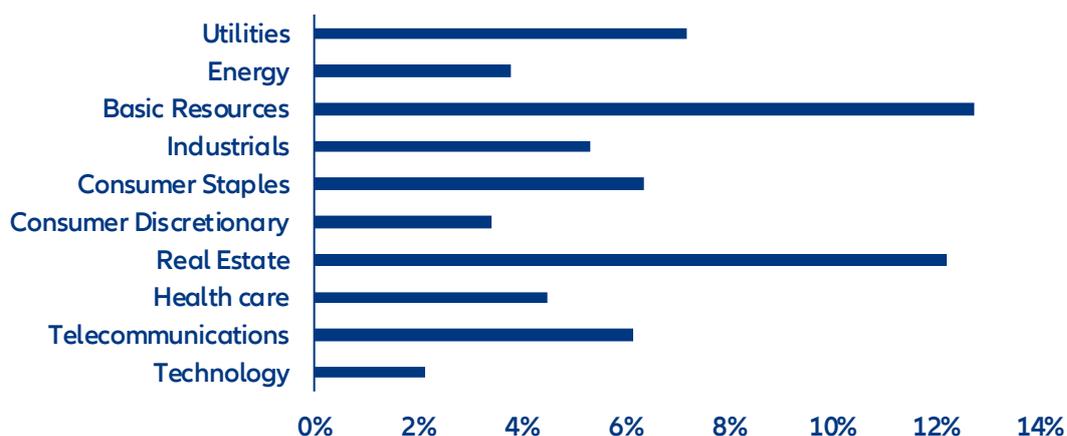
Figura 12: Risultati DCF per i settori statunitensi – Scenario di transizione ritardata



Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

In Europa, le risorse di base (+12,8%) e il settore immobiliare (+12,2%) emergono come i maggiori vincitori di uno scenario di transizione ritardata. Cambiamenti politici più lenti consentirebbero alle società immobiliari di ritardare i costosi ammodernamenti e mantenere forti flussi di cassa, mentre i produttori di materiali di base godrebbero di una domanda costante e di minori costi di conformità a breve termine. Anche i settori delle utility (+7,2%) e dei beni di consumo di base (+6,4%) registreranno solidi guadagni, beneficiando di una moderata pressione regolamentare e di costi dei fattori produttivi relativamente stabili. Nel frattempo, le telecomunicazioni (+6,2%) e l'industria (+5,3%) registrerebbero una crescita rispettabile, aiutata da misure incrementali di efficienza energetica e da un approccio graduale alle transizioni a basse emissioni di carbonio. L'assistenza sanitaria (+4,5%) manterrebbe guadagni moderati, riflettendo la domanda costante del settore e i rischi legati al clima gestibili. L'energia (+3,8%) registrerebbe un modesto rialzo poiché i combustibili fossili rimangono in uso più a lungo, anche se l'aumento dei costi di transizione frenerebbe un'ulteriore crescita. I beni di consumo voluttuari (+3,4%) beneficerebbero della continua spesa dei consumatori, ma si troverebbero ad affrontare potenziali ostacoli derivanti dal cambiamento delle preferenze e dalle spese legate al carbonio. Infine, la tecnologia (+2,1%) registrerebbe il guadagno più contenuto: sebbene le normative ritardate fornirebbero un sollievo a breve termine, la dipendenza del settore dall'innovazione rapida e dalle infrastrutture a basse emissioni di carbonio limiterebbe il suo vantaggio in un contesto di transizione più lenta (Figura 13).

Figura 13: Risultati del DCF per i settori europei – Scenario di transizione ritardata



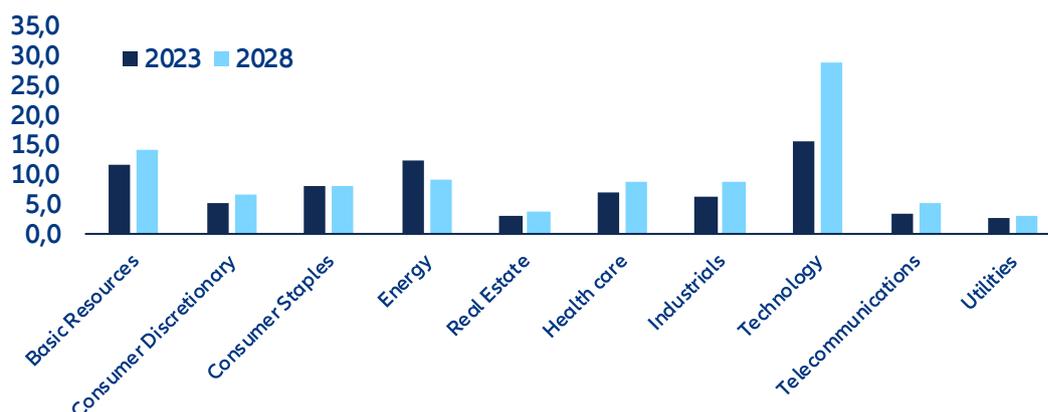
Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Nel complesso, lo scenario di transizione ritardata allevia le pressioni immediate sulla decarbonizzazione per la maggior parte dei settori, sia negli Stati Uniti che in Europa. Tuttavia, gli investitori dovrebbero essere cauti: permane il rischio di bruschi cambiamenti di politica monetaria e la prolungata trascuratezza delle preoccupazioni climatiche potrebbe portare a interventi improvvisi e più severi in futuro, creando significative vulnerabilità a lungo termine per i portafogli impreparati.

Il coefficiente di copertura dei tassi di interesse (ICR) può essere utilizzato anche con gli scenari NGFS per identificare gli effetti delle transizioni climatiche sulle valutazioni settoriali. L'indice ICR misura quante volte l'utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT) di un'azienda può coprire le sue spese per interessi. Un ICR più elevato indica una maggiore stabilità finanziaria e capacità di servizio del debito, il che lo rende un parametro utile sia per gli investitori che per i creditori. Le aziende di solito utilizzano l'ICR per valutare se gli utili correnti sono sufficienti per il pagamento degli interessi. Analogamente, gli stakeholder esterni, come gli istituti di credito e le agenzie di rating del credito, considerano un ICR basso come un potenziale segnale di problemi di liquidità e di un aumento del rischio di insolvenza.

Nello scenario NGFS di base, il rapporto ICR per la tecnologia negli Stati Uniti salirebbe da 15,8 nel 2023 a 28,8 entro il 2028, indicando forti utili e preoccupazioni minime sul debito. Anche le risorse di base migliorerebbero (da 11,7 a 14,0), riflettendo la stabilità della domanda, mentre l'energia vedrebbe il suo ICR diminuire da 12,2 a 9,2, in parte a causa della transizione verso le rinnovabili. L'ICR per l'industria e la sanità salirebbe (rispettivamente da 6,1 a 8,8 e da 7,0 a 8,6), suggerendo utili stabili e un debito gestibile, mentre quello dei beni di consumo discrezionali aumenterebbe modestamente (da 5,1 a 6,7) grazie alla ripresa della spesa, mentre quello dei beni di consumo di base rimarrebbe pressoché invariato (da 8,0 a 7,9). L'ICR delle telecomunicazioni migliorerebbe da 3,2 a 5,3, ma quello degli immobili (da 2,9 a 3,6) e dei servizi pubblici (da 2,6 a 2,9) rimarrebbe il più basso, riflettendo l'elevata leva finanziaria e la vulnerabilità dei tassi di interesse. Nel complesso, lo scenario di base prevede ampi guadagni entro il 2028, con una tecnologia molto avanti. Tuttavia, i settori ad alto indebitamento come l'immobiliare e i servizi di pubblica utilità rimangono più esposti a potenziali pressioni sul debito (Figura 14).

Figura 14: Risultati dell'ICR per i settori statunitensi – Scenario di base

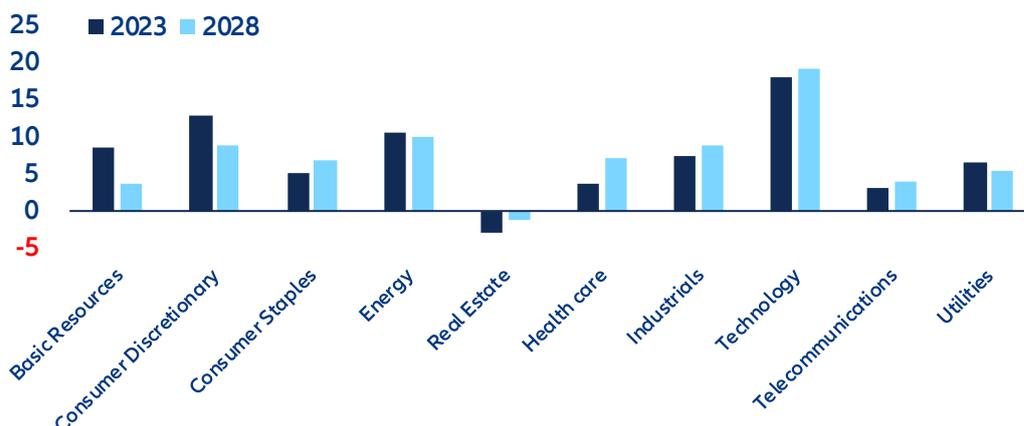


Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

In Europa, l'ICR della tecnologia vedrebbe un leggero aumento – da 18,15 nel 2023 a 19,03 entro il 2028 – suggerendo utili sani e problemi di debito minimi. Nel frattempo, l'ICR delle risorse di base scenderebbe bruscamente da 8,67 a 3,58, riflettendo l'indebolimento della domanda di materie prime, mentre quello dell'energia vedrebbe un calo più lieve (da 10,42 a 9,99) a causa di uno spostamento verso le energie rinnovabili. Sia l'industria che la sanità vedrebbero il loro ICR espandersi notevolmente (da 7,41 a 8,71 e da 3,73 a 7,20, rispettivamente), indicando profitti stabili e un debito gestibile. L'ICR dei beni di consumo discrezionali si contrarrebbe da 12,78 a 8,90, indicando un rallentamento della spesa, mentre quello dei beni di consumo di base salirebbe da 5,02 a 6,73. L'ICR delle telecomunicazioni migliorerebbe da 2,97 a 3,86 ma quello degli immobili rimarrebbe negativo (da -2,88 a -1,13), e l'ICR delle utility scenderebbe (da 6,43 a 5,43), rivelando un'elevata leva finanziaria e sensibilità ai tassi. Nel complesso, le previsioni

suggeriscono cambiamenti moderati entro il 2028, con la tecnologia che mantiene una posizione forte. Tuttavia, le risorse di base e gli immobili appaiono più vulnerabili, sottolineando la necessità di una gestione prudente del debito (Figura 15).

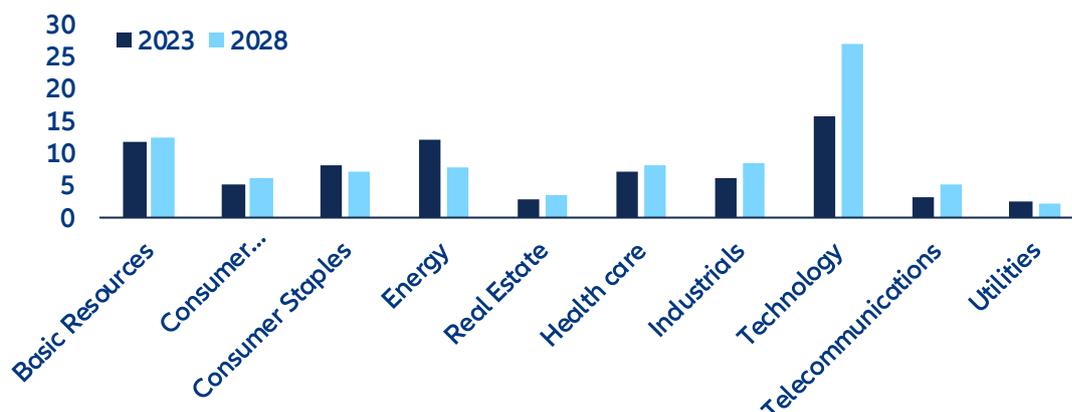
Figura 15: Risultati dell'ICR per i settori europei – Scenario di base



Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Lo scenario Net Zero 2050 porterebbe a un drastico aumento dell'ICR per la tecnologia negli Stati Uniti – da 15,75 nel 2023 a 27,12 entro il 2028 – indicando forti investimenti in soluzioni digitali e preoccupazioni minime sul debito. Anche l'ICR delle risorse di base migliorerebbe (da 11,7 a 12,51), riflettendo la domanda costante di materie prime in un'economia più verde, mentre l'energia vedrebbe un calo notevole (da 12,23 a 7,91) poiché i modelli di combustibili fossili cedono il passo agli impegni per l'energia pulita. L'industria e la sanità mostrerebbero entrambi guadagni sani (rispettivamente da 6,14 a 8,39 e da 7,01 a 8,26), suggerendo utili stabili e passività gestibili. L'ICR per i beni di consumo discrezionali salirebbe da 5,08 a 6,07, sostenuto da una graduale ripresa della fiducia dei consumatori, mentre quello dei beni di consumo di base scenderebbe da 7,99 a 7,29, segnalando modesti aggiustamenti nella spesa essenziale. L'ICR delle telecomunicazioni quasi raddoppierebbe (da 3,23 a 5,08), beneficiando di maggiori esigenze di connettività. Nel frattempo, l'ICR del settore immobiliare salirebbe (da 2,9 a 3,39), anche se l'elevata leva finanziaria e la sensibilità ai tassi d'interesse rimangono preoccupanti. L'ICR delle utility, compreso tra 2,63 e 2,27, si aggirerebbe vicino alla fascia inferiore, sottolineando le sfide in corso legate ai progetti ad alta intensità di capitale e ai cambiamenti normativi. Nel complesso, entro il 2028, la tecnologia dovrebbe chiaramente sovraperformare nell'ambito dell'agenda Net Zero 2050. Tuttavia, l'energia e i servizi di pubblica utilità si troverebbero ad affrontare venti contrari nella transizione dell'economia statunitense verso pratiche più sostenibili (Figura 16).

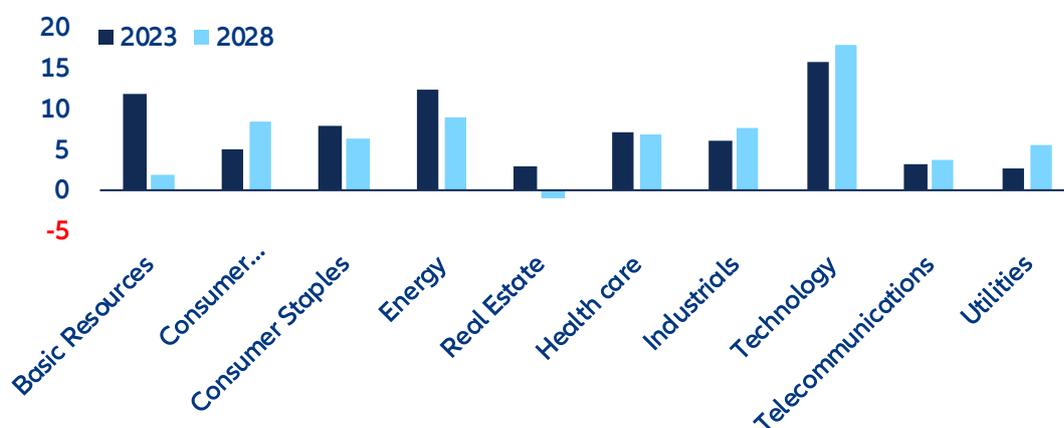
Figura 16: Risultati ICR per i settori statunitensi – Scenario Net Zero 2050



Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Per l'Europa, alcuni settori dimostrano un forte slancio, mentre altri devono affrontare venti contrari. L'ICR dei beni di consumo discrezionali aumenterebbe notevolmente da 5,08 a 8,31, suggerendo una ripresa della spesa e una prospettiva positiva. Anche gli industriali guadagneranno terreno (da 6,14 a 7,75), riflettendo la resilienza dell'attività manifatturiera nonostante le transizioni guidate dalla sostenibilità. Nel frattempo, l'ICR della tecnologia salirebbe da 15,75 a 17,88, sottolineando la continua innovazione digitale e i rischi di debito relativamente moderati. Al contrario, l'ICR delle risorse di base scenderebbe da 11,7 a 1,92, indicando una notevole pressione sulle industrie estrattive mentre l'Europa accelera le sue politiche a basse emissioni di carbonio. L'ICR dell'energia scenderebbe da 12,23 a 9,05, pur rimanendo a un livello relativamente più alto rispetto ad altri settori, probabilmente a causa del graduale passaggio a fonti energetiche più pulite. Nel frattempo, l'ICR del settore immobiliare si sposterebbe in territorio negativo (da 2,9 a -1,07), suggerendo sfide persistenti con la leva finanziaria, i tassi di interesse o le modifiche normative volte a ridurre le emissioni. L'ICR delle utility sarebbe più che raddoppiato (da 2,63 a 5,42), suggerendo un aumento degli investimenti in progetti di infrastrutture verdi. L'ICR delle telecomunicazioni registrerebbe un moderato aumento (da 3,23 a 3,64), aiutato dalla continua domanda di connettività. L'ICR dei beni di consumo di base scivolerebbe da 7,99 a 6,31, indicando potenziali cambiamenti nel comportamento dei consumatori e nelle dinamiche dei prezzi, mentre quello della sanità vedrebbe un leggero calo (da 7,01 a 6,81), riflettendo le pressioni sui costi e l'evoluzione dei quadri politici. Nel complesso, questi dati segnalano che la spinta alla decarbonizzazione dell'Europa avvantaggia alcuni settori più di altri, con la tecnologia e l'industria che mostrano resilienza, mentre le risorse di base e il settore immobiliare devono affrontare rischi maggiori in un mercato sempre più attento al clima (Figura 17).

Figura 17: Risultati ICR per i settori europei – Scenario Net Zero 2050

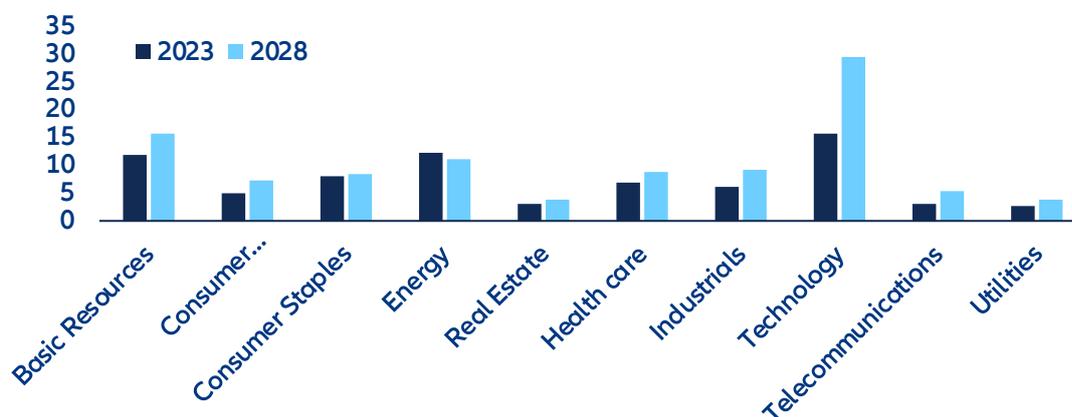


Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Nello scenario di transizione ritardata negli Stati Uniti, l'ICR tecnologico salirebbe da 15,75 nel 2023 a un notevole 29,63 entro il 2028, riflettendo forti flussi di investimento e livelli di debito gestibili. Anche le risorse di base registrerebbero un notevole aumento (da 11,7 a 15,59), indicando una domanda sostenuta di materie prime nonostante un passaggio più lento a un'energia più pulita. Nel frattempo, l'ICR dell'energia scenderebbe da 12,23 a 10,89, suggerendo una pressione moderata sulle operazioni di combustibili fossili. I beni di consumo voluttuari e i beni di consumo di base si espanderebbero entrambi, passando rispettivamente da 5,08 a 7,13 e da 7,99 a 8,37, sottolineando modelli di spesa stabili. L'ICR dell'assistenza sanitaria salirebbe da 7,01 a 8,78 e quello degli industriali salirebbe da 6,14 a 9,16, indicando una robusta domanda core e finanziamenti gestibili. Al contrario, l'ICR del settore immobiliare registrerebbe solo un modesto miglioramento (da 2,9 a 3,74), suggerendo un persistere della leva finanziaria e della sensibilità ai tassi d'interesse. L'ICR delle telecomunicazioni passerebbe da 3,23 a 5,37, sostenuto dalle esigenze di connettività, mentre quello delle utility (da 2,63 a 3,72) rimarrebbe in calo, in parte a causa dei progetti ad alta intensità di capitale e delle misure di decarbonizzazione più lente. Nel complesso, la transizione ritardata favorisce settori come la tecnologia e le risorse di base, anche se

l'energia e il settore immobiliare dovranno ancora affrontare sfide man mano che il passaggio a un'economia più verde procede più gradualmente (Figura 18).

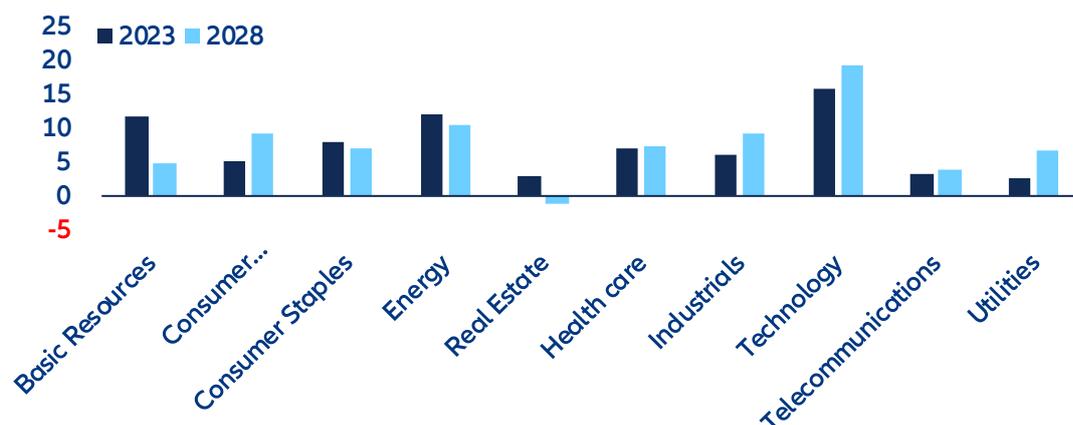
Figura 18: Risultati dell'ICR per i settori statunitensi – Scenario di transizione ritardata



Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Nello scenario di transizione ritardata in Europa, l'ICR della tecnologia continuerebbe ad espandersi, passando da 15,75 a 19,46, indicando una domanda robusta e una pressione sul debito limitata anche in un contesto di cambiamenti più lenti delle politiche climatiche. L'ICR dei beni di consumo discrezionali sarebbe più che raddoppiato (da 5,08 a 9,17), riflettendo la rinnovata fiducia dei consumatori, mentre anche quello degli industriali sarebbe balzato (da 6,14 a 9,33), suggerendo una resilienza dell'attività manifatturiera. Al contrario, l'ICR delle risorse di base precipiterebbe da 11,7 a 4,98, evidenziando un raffreddamento della domanda di materie prime quando lo slancio politico è ritardato. L'ICR dell'energia si modererebbe (da 12,23 a 10,58) ma rimarrebbe relativamente elevato rispetto ad altri settori, probabilmente sostenuto dalla continua dipendenza dai combustibili fossili. L'ICR del settore immobiliare scivolerebbe in territorio negativo (da 2,9 a -1,14), segnalando persistenti sfide di leva finanziaria. Nel frattempo, quello dei beni di consumo di base scenderebbe leggermente (da 7,99 a 6,95) e quello sanitario salirebbe leggermente (da 7,01 a 7,35). L'ICR delle utility sarebbe più che raddoppiato (da 2,63 a 6,88), probabilmente trainato dagli investimenti infrastrutturali e dalla continua domanda di servizi essenziali, mentre le telecomunicazioni avrebbero visto un modesto miglioramento (da 3,23 a 3,95), sostenuto dalle continue esigenze di connettività. Nel complesso, un ritardo nella transizione verso fonti energetiche più pulite rimodellerebbe la performance del settore, a vantaggio della tecnologia e dei beni di consumo discrezionali, mentre le risorse di base e gli immobili sono sotto pressione (Figura 19).

Figura 19: Risultati ICR per i settori europei – Scenario di transizione ritardata



Fonti: NGFS, LSEG Workspace, Allianz Research

Nel complesso, la nostra analisi sottolinea che una transizione ordinata verso un'economia sostenibile non è solo positiva per il pianeta, ma anche per i valori degli asset a lungo termine e la stabilità finanziaria. Una transizione ordinata e proattiva, come previsto nello scenario Net Zero 2050, fornisce un quadro più prevedibile che non solo facilita il riprezzamento degli asset, ma stabilizza anche i principali indicatori finanziari. Al contrario, una transizione ritardata o disordinata potrebbe far precipitare brusche svalutazioni e tensioni finanziarie a cascata tra i settori interconnessi, amplificando in ultima analisi il rischio complessivo per i portafogli. Poiché settori che vanno dall'immobiliare all'automotive alla tecnologia sono alle prese con rischi climatici in rapida evoluzione, è essenziale incorporare valutazioni rigorose e lungimiranti del rischio climatico sia nelle strategie a livello di settore che nella gestione più ampia del portafoglio. Promuovendo una transizione ordinata sostenuta da valutazioni precise dei DCF e da un attento monitoraggio dell'ICR, gli investitori e i responsabili politici possono proteggere meglio il valore del portafoglio a lungo termine, garantendo che l'allocazione del capitale rimanga resiliente e adattabile alle sfide emergenti.