



Allianz Research | 3 Novembre 2023
Il crollo del settore eolico

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Senior Economist for the United States & France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

Markus Zimmer
Senior Economist, ESG
markus.zimmer@allianz.com

Alberto Giurato
Research assistant
alberto.giurato@allianz.com

Executive summary

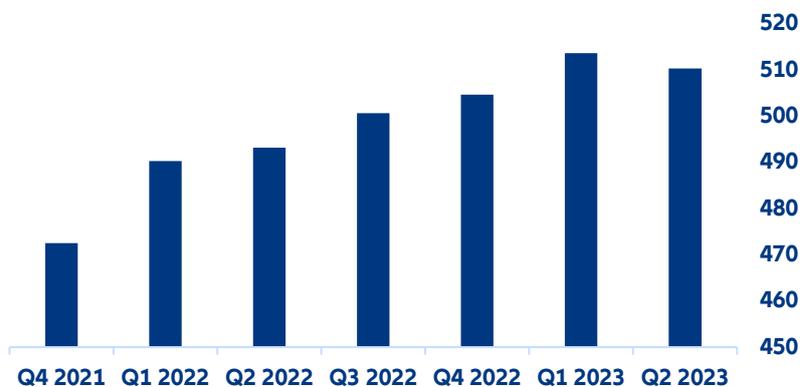
Cosa guardare - riepilogo:

- In primo luogo, **il crollo del settore eolico è un momento cruciale per la politica climatica**. Il settore è alle prese con l'aumento dei costi operativi e di finanziamento, problemi di controllo della qualità e problemi della catena di approvvigionamento. L'inflazione e le fluttuazioni dei prezzi globali dell'energia hanno portato a un aumento dei costi per i progetti di energia eolica, mettendo in dubbio la fattibilità di molte iniziative. Nel complesso, le otto maggiori società di energia rinnovabile hanno registrato un calo combinato di -3 miliardi di dollari di attività nella prima metà dell'anno. Senza garanzie governative che fungano da sostegno finanziario per i grandi progetti industriali, gli obiettivi climatici potrebbero essere a rischio.
- In secondo luogo, **l'immigrazione favorisce la crescita degli Stati Uniti**. Circa un terzo della crescita degli Stati Uniti dal 2021 (1,3 punti percentuali) può essere spiegata dal ritorno dei migranti o dall'occupazione nata all'estero, mentre ha rappresentato solo un quinto della crescita dell'Eurozona. La creazione di posti di lavoro nati all'estero ha rappresentato il 40% dei guadagni dell'occupazione totale negli Stati Uniti, nonostante costituissero circa il 17% dell'occupazione totale nel 2021. Supponendo che l'Eurozona abbia avuto modelli di immigrazione simili a quelli degli Stati Uniti dal 2021, l'Eurozona avrebbe potuto aggiungere 1,3 punti percentuali alla crescita del PIL (o aumentarla al +5,3%). Sono necessarie politiche intelligenti in materia di immigrazione su entrambe le sponde dell'oceano.
- Infine, **gli spread societari statunitensi: troppo bassi per essere veri?** Il rapido aumento dei rendimenti sovrani ha spinto al rialzo quelli delle obbligazioni societarie, che ora offrono alcuni dei rendimenti più alti degli ultimi 20 anni. Tuttavia, gli spread in termini relativi sono al punto più basso dal 2007. In un contesto di crescenti preoccupazioni per l'economia, la compensazione per il rischio aggiuntivo assunto sulle obbligazioni societarie sembra bassa. Tuttavia, in futuro, ci aspettiamo che questa situazione si sviluppi principalmente attraverso rendimenti obbligazionari più bassi anziché spread creditizi più ampi.

Il crollo del settore eolico è un momento cruciale per la politica climatica

Le otto maggiori aziende di energia rinnovabile hanno registrato una diminuzione delle attività di -3 miliardi di dollari nella prima metà dell'anno, con i progetti di energia eolica in particolare che si trovano ad affrontare condizioni turbolente. Il settore delle energie rinnovabili si trova nel bel mezzo di un anno difficile, combattendo contro tutto, dall'aumento dei costi all'aumento dei tassi di interesse. Il caso di Siemens Energy, uno dei principali attori nel settore dell'energia eolica, esemplifica le sfide attuali: l'azienda sta cercando garanzie per circa 15 miliardi di euro da parte del governo tedesco per stabilizzare la propria posizione finanziaria dopo la scoperta di difetti nei suoi nuovi modelli di turbine onshore che comporteranno perdite e maggiori costi di riparazione. L'intero settore è alle prese con l'aumento dei costi di costruzione e finanziamento, problemi di controllo della qualità e problemi della catena di approvvigionamento. L'inflazione e le fluttuazioni globali dei prezzi dell'energia hanno anche portato ad un aumento dei costi per i progetti di energia eolica, mettendo in dubbio la fattibilità di molte iniziative. Alcuni progetti negli Stati Uniti ma anche nel Regno Unito rischiano di essere abbandonati se i governi non offrono sostegno. Poiché questi progetti sono stati avviati prima della crisi energetica, con tariffe feed-in garantite che erano basse, ora stanno diventando sempre più non redditizi. Sebbene i bilanci rimangano solidi, le aziende hanno svalutato gli asset (Figura 1) e fornito indicazioni più basse sugli utili. In totale, tra il primo e il secondo trimestre del 2023, le otto maggiori aziende di energia rinnovabile hanno registrato una diminuzione combinata delle attività di 3 miliardi di dollari. Non sorprende che, e come indicatore di ulteriori turbolenze future, la stagione degli utili del terzo trimestre sia iniziata con un'altra grande svalutazione degli asset eolici per 4 miliardi di dollari da parte di Orsted, uno dei leader nel settore delle energie rinnovabili.

Figura 1: attività totali delle otto maggiori società di energia rinnovabile (miliardi di dollari)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Senza garanzie governative che fungano da sostegno finanziario per i grandi progetti industriali, gli obiettivi climatici potrebbero essere a rischio. Le recenti sfide sottolineano la necessità di una rivalutazione globale delle politiche e dei meccanismi di sostegno per il settore delle energie rinnovabili. Il Regno Unito ha fissato l'obiettivo di raggiungere una capacità eolica offshore di 50 GW entro il 2030 (cinque volte la capacità attuale). Tuttavia, queste ambizioni hanno ricevuto una verifica concreta quando l'ultima tornata di aste di capacità non ha ricevuto alcuna offerta poiché l'attuale sistema di aste non fornisce sufficienti ritorni sugli investimenti. In vista della sesta tornata di aste per i Contratti per Differenza (CFD), i rappresentanti del settore hanno suggerito di aumentare i limiti di offerta per i nuovi parchi eolici offshore del 25-70% per compensare l'aumento dei costi della catena di approvvigionamento (l'aumento effettivo sarebbe compreso tra 20%-50%). Inoltre, gli sviluppatori di energia rinnovabile stanno esercitando pressioni sul Ministero del Tesoro del Regno Unito per eliminare la tassa sui guadagni inaspettati sui parchi eolici offshore e per aumentare i sussidi e gli incentivi fiscali, ad esempio sotto forma di indennità di capitale più generose, che offrirebbero sgravi fiscali per alleggerire i costi iniziali del progetto. Allo stesso modo, in Germania, l'espansione della capacità eolica ha raggiunto 1,3 GW nel 2023, appena un quarto

dell'incremento più elevato registrato nell'ultimo decennio. La più recente asta eolica onshore riflette questa tendenza, con solo 1,4 GW di capacità proposta dalle società per lo sviluppo. Questa cifra rappresenta un calo rispetto ai 1,6 GW offerti nell'asta precedente. In risposta al calo di interesse e per sostenere la concorrenza, l'organismo di regolamentazione tedesco, *Bundesnetzagentur*, ha ridotto la quantità di capacità offerta da 3,2 GW a circa 1,7 GW, una mossa controversa considerati gli obiettivi rinnovabili. Inoltre, le tariffe massime delle gare sono aumentate da 5,88 centesimi a 7,35 centesimi di euro per kilowattora per le aste dell'energia eolica onshore e gli offerenti hanno chiesto circa 7,32 centesimi per kilowattora.

Finora, le risposte dei governi del Regno Unito e degli Stati Uniti (obiettivo eolico: 630 GW entro il 2035) sono state relativamente meno proattive di quelle dell'UE (obiettivo eolico: 420 GW entro la fine del decennio). La Commissione europea ha presentato un "pacchetto energia eolica" di misure per assistere gli sviluppatori, comprese misure come una specifica progettazione d'asta (incluso che gli Stati membri indicizzino i prezzi e le tariffe d'asta), sostegno finanziario (sviluppare strumenti di riduzione del rischio e controgaranzie con la BEI entro la fine del 2023 e aumentare i sussidi per le tecnologie pulite), parità di condizioni (monitorare possibili pratiche commerciali sleali e attivare i pertinenti strumenti politici, se necessario), affrontare le carenze di personale amministrativo (utilizzando la digitalizzazione per aumentare il numero di permessi rilasciati questi possono essere elaborati dal personale attuale) e semplificando le lunghe procedure di approvazione (i progetti eolici offshore spesso aspettano fino a cinque anni per avere il via libera). Poiché la domanda di energia pulita continua a crescere e l'espansione dei progetti di energia eolica rimarrà essenziale per raggiungere gli obiettivi climatici globali, affrontare le questioni relative al finanziamento, al controllo di qualità, alla stabilità della catena di approvvigionamento e al sostegno del governo sarà cruciale.

L'immigrazione favorisce la crescita degli Stati Uniti

Circa un terzo della crescita statunitense dal 2021 è stato alimentato dall'occupazione nata all'estero, rispetto a solo un quinto per l'Eurozona. Su base puramente contabile, la crescita del PIL può essere scomposta in quattro componenti principali: ore lavorate per posto di lavoro, produttività del lavoro e occupazione (interna e estera). Dal 2021, il PIL degli Stati Uniti è cresciuto in media del +3,5%, in gran parte alimentato dalla creazione di posti di lavoro. L'occupazione totale è cresciuta in media del +3,2% annualizzato dal primo trimestre del 2021, il che riflette in gran parte un effetto di recupero dovuto alle perdite di posti di lavoro indotte dalla pandemia. Di questi, la creazione di posti di lavoro nati all'estero ha rappresentato 1,3 punti percentuali, ovvero il 40% dell'aumento dell'occupazione totale, nonostante costituisca circa il 17% dell'occupazione totale nel 2021 (18,6% nel secondo trimestre del 2023) (Figura 2). In effetti, l'occupazione nata all'estero è del +9,8% superiore al livello pre-pandemia rispetto al +0,6% dell'occupazione nata negli Stati Uniti. Poiché la prima ha contribuito per 1,3 punti percentuali, spiega il 37% della crescita del PIL. Tuttavia, nell'Eurozona, la crescita dell'occupazione ha rappresentato solo l'1,8% della crescita del PIL del +4,0% osservata dal 2021 (annualizzata). Di questo, l'occupazione nata all'estero ha contribuito per 0,8 punti percentuali, rappresentando circa il 21% della crescita complessiva del PIL. Nell'Eurozona, il principale contributo alla crescita del PIL sono state le ore lavorate (2,3 punti percentuali). Supponendo che l'Eurozona avesse modelli di immigrazione simili a quelli degli Stati Uniti dal 2021, l'Eurozona avrebbe potuto aggiungere 1,3 punti percentuali alla crescita del PIL (o aumentarla al +5,3%), con la crescita dell'occupazione che rappresentava 3,1 punti percentuali della crescita del PIL totale. In questa analisi controfattuale, l'occupazione nata all'estero aggiungerebbe 1,2 punti percentuali o il 23% alla crescita del PI.

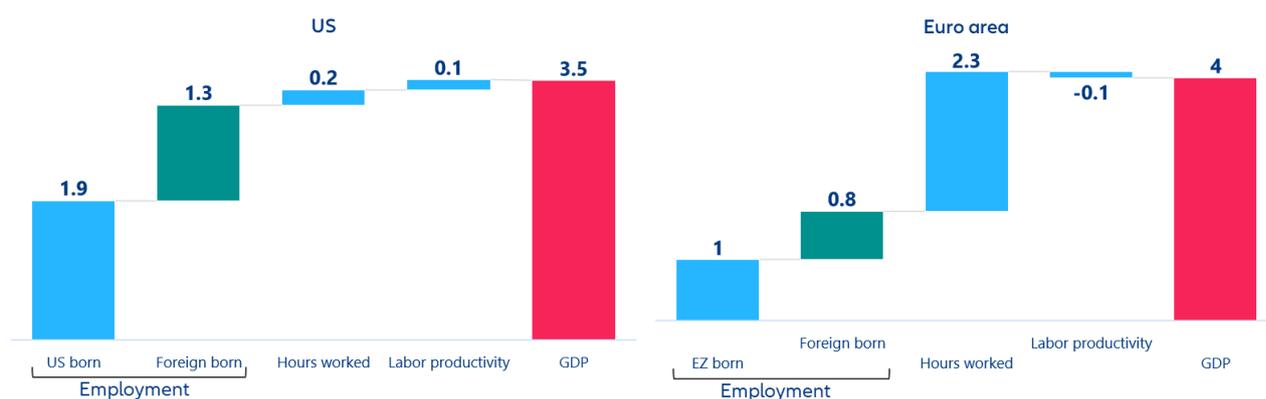
Figura 2: scomposizione della crescita trimestrale dell'occupazione (% , non annualizzata)



Fonti: BLS, Allianz Research

Ma il vantaggio della manodopera straniera è destinato a svanire negli Stati Uniti a causa dell'inasprimento della politica di immigrazione. La forza lavoro nata all'estero è aumentata negli Stati Uniti a causa di una rapida ripresa dell'immigrazione negli ultimi due anni. Nel 2022 sono stati rilasciati quasi un milione di visti di lavoro temporanei, in linea con i modelli pre-pandemia, e anche l'immigrazione permanente è ripresa, con 460.000 nuovi arrivi. Tuttavia, il margine per una continua e rapida crescita dell'offerta di lavoro sembra limitato. Anche se potrebbe esserci una breve fase di recupero dell'immigrazione, i limiti sui visti H1-B e H2-B e i limiti rigorosi sull'immigrazione permanente basata sull'occupazione probabilmente freneranno questa tendenza. I dati recenti indicano un calo dell'immigrazione temporanea e la maggior parte degli immigrati permanenti sono ancora accettati in base ai legami familiari, con solo 50.000 carte verdi basate sull'occupazione rilasciate lo scorso anno. Il tasso di partecipazione alla forza lavoro nata all'estero ha registrato una rapida ripresa, ma con il superamento dei livelli pre-pandemia e l'invecchiamento della popolazione, sembrano improbabili ulteriori aumenti significativi. I dati mostrano che il tasso di partecipazione nella fascia di età più elevata è ai massimi da 20 anni, sostenendo la crescita della forza lavoro nata negli Stati Uniti. In sintesi, sebbene il miglioramento dell'offerta di lavoro abbia contribuito a stabilizzare il mercato del lavoro, i futuri aggiustamenti dipenderanno probabilmente maggiormente dalla moderazione della domanda di lavoro.

Figura 3: scomposizione della crescita annualizzata del PIL dal 2021 (%)



Fonti: BLS, Eurostat, Allianz Research

Spread societari statunitensi: troppo bassi per essere veri?

Negli Stati Uniti, il rendimento aggiuntivo delle obbligazioni societarie rispetto a quelle sovrane ha raggiunto livelli record che non si vedevano dal 2007. Il rapido aumento dei rendimenti sovrani ha spinto al rialzo quelli delle obbligazioni societarie, che ora offrono rendimenti tra i più alti visti negli ultimi 20 anni. Infatti, escludendo il 2008, i

rendimenti delle obbligazioni investment grade (IG) sono i più alti dal 2003 (Figura 4). In questo contesto, gli spread creditizi sono leggermente più alti rispetto ai livelli pre-Covid, ma si aggirano attorno alle medie post-GFC. Tuttavia, se guardiamo agli spread in termini relativi – ovvero quanto rendimento aggiuntivo ottiene un investitore dalle obbligazioni societarie rispetto ai titoli di Stato – scopriamo che sono al punto più basso dal 2007 (Figura 5) nell’Eurozona e negli Stati Uniti, investment grade e ad alto rendimento. Ma non è questa una contraddizione? Concentrandosi sugli Stati Uniti, dove i mercati svolgono un ruolo maggiore nel finanziamento del debito e dove questo fenomeno è più acuto, sembra che la compensazione per il rischio aggiuntivo assunto sulle obbligazioni societarie sia bassa e a rischio di correzione, date le crescenti preoccupazioni sull’economia. Come dimostrano i crescenti numeri di insolvenza, le aziende si trovano in una posizione difficile mentre l’economia si raffredda e i tassi di interesse sul debito aumentano. Inoltre, l’imminente spostamento verso una politica fiscale più restrittiva nel 2024, insieme a un graduale allentamento della politica monetaria previsto solo nella seconda metà del 2024, rappresentano ulteriori ostacoli per le obbligazioni societarie.

I rischi per le imprese sono orientati al ribasso, ma ci sono tre elementi che potrebbero contribuire a spiegare l’attuale errata valutazione degli spread creditizi relativamente bassi. Le imprese hanno tratto vantaggio dai tassi di interesse estremamente bassi dopo la pandemia di Covid-19 e dall’allungamento delle scadenze del debito in condizioni favorevoli, il che ha permesso loro di allungare il “ritardo della politica monetaria” e di conseguenza di superare il periodo iniziale di tassi di interesse più elevati. Tuttavia, questo è solo temporaneo, poiché il rapporto di copertura degli interessi si sta riducendo e il “muro del debito aziendale” si avvicina, come mostrato nella Figura 6. In uno scenario elevato per un periodo prolungato, questo lato positivo potrebbe scemare man mano che le aziende integrano pienamente tassi di interesse più elevati. Un altro argomento correlato sarebbe l’offerta limitata di obbligazioni societarie, soprattutto rispetto alle obbligazioni sovrane (Figura 7). Dopo la pandemia, ciò è stato determinato da emissioni societarie contenute, poiché le aziende hanno evitato di sfruttare il mercato il più possibile in un contesto di aumento del rischio, sostegno del governo e aumento dei rendimenti. Allo stesso tempo, il mercato è stato inondato di titoli del Tesoro statunitensi nell’ambito di ampi programmi di stimolo a sostegno dell’economia – una tendenza che si è avviata non solo dopo la pandemia ma già dalla crisi finanziaria globale. Ultimo, ma non meno importante, l’ampio deficit fiscale, il recente downgrade del debito sovrano da parte di Fitch e l’accresciuto rischio politico potrebbero aver portato alla percezione di un aumento del rischio relativo dei titoli del Tesoro statunitensi rispetto a quelli societari.

Figura 4: Evoluzione recente degli spread creditizi IG statunitensi e dei rendimenti statunitensi (10 anni)



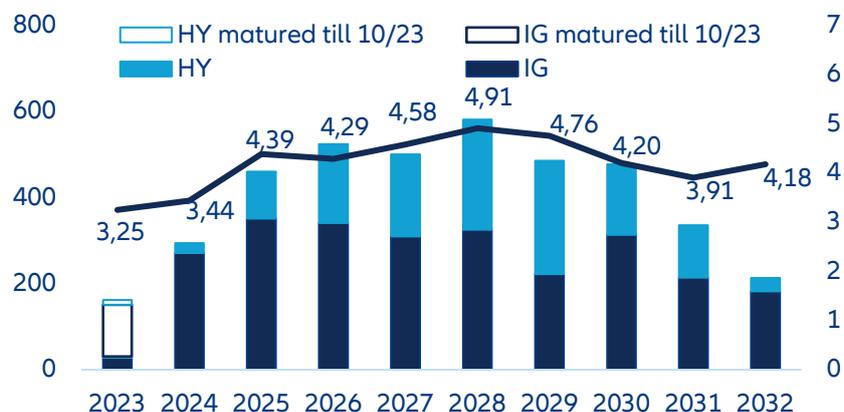
Fonti : LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 5: Spread più bassi rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato dal 2007 negli Stati Uniti. A sinistra: IG, a destra: HY



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Note: gli spread relativi ai rendimenti dei titoli di stato sono calcolati come (spread IG/rendimento UST 10 anni); entrambi gli assi sono ricoperti per garantire la leggibilità.

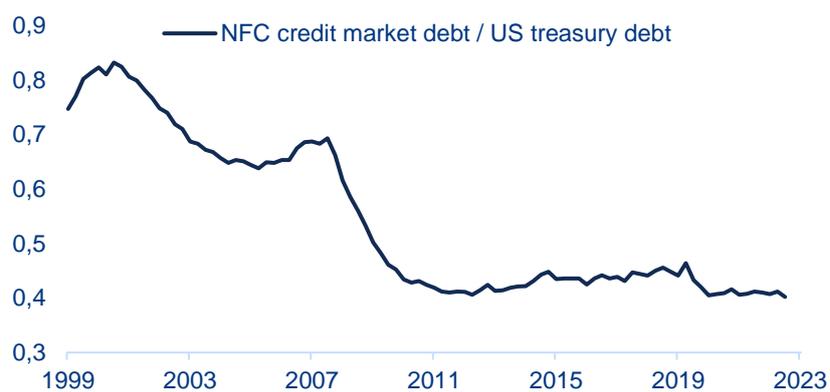
Figura 6: Debito societario non finanziario in scadenza per anno e qualità (miliardi di dollari)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: i dati relativi alle obbligazioni scadute da inizio anno sono stati calcolati a posteriori e sono indicativi.

Ci aspettiamo che l'errata valutazione degli spread relativi si manifesti principalmente attraverso rendimenti obbligazionari più bassi anziché spread creditizi più ampi, il che renderebbe nuovamente più attraente la compensazione aggiuntiva del rischio aziendale. Mentre le nostre aspettative di fine anno per i rendimenti statunitensi sono di circa 50 pb inferiori ai livelli attuali (4,7% contro 4,2%), il prezzo attuale degli spread creditizi è molto più vicino alle nostre previsioni di fine anno (133 attuali contro 130 attesi) e a 50 pb nel segmento HY. (450 attuali contro 400 previsti). Se così non fosse, con i rendimenti sovrani che restano elevati e le aspettative macroeconomiche che non migliorano, un ritorno alla media di lungo termine degli spread relativi implicherebbe un ampliamento di circa 50 punti base e 120 punti base, rispettivamente, nel settore IG e HY.

Figura 7: Rapporto tra debito societario non finanziario e debito sovrano negli Stati Uniti.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: \1 Il campione per calcolare il tasso di copertura degli interessi nell'RHS è quello delle 1000 principali società quotate negli Stati Uniti; i pesi di ciascun settore negli indici azionari o di debito differiscono notevolmente. Nota: \2 I dati relativi alle obbligazioni scadute da inizio anno sono stati calcolati a posteriori e sono indicativi.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione della responsabilità di cui sotto.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, tranne che per le informazioni che devono essere divulgate per legge.