

Financial Corner

È corretto stimare che i rendimenti attesi scontino anche i rischi legati ai cambiamenti climatici?



“Financial Corner”, il report settimanale sulle prospettive dei mercati finanziari che guarda ai temi del futuro, dell’innovazione e della sostenibilità.



Le tematiche ESG occupano, giustamente, sempre maggiore spazio non soltanto nelle cronache di attualità ma anche nel mondo della finanza. Prova ne è il fatto che da almeno cinque anni a questa parte, l'offerta di prodotti finanziari sia nel comparto equity che nei bond, abbia surclassato quella di prodotti tradizionali. Una moda? Assolutamente no! Gli asset manager e quasi tutti i fondi, cercano di contribuire, traendone ovviamente un utile, nel tentativo di dare un contributo utile agli investimenti per il controllo degli effetti dell'attività umana sul clima.

Cercare di limitare il riscaldamento globale a 1,5°C sopra i livelli preindustriali entro il 2100 per rispettare l'accordo di Parigi, richiede sforzi enormi per numerosi settori dell'industria, grandi riduzioni delle emissioni di gas serra nel difficile e disperato tentativo di rendere il mondo neutrale dal punto di vista del carbonio entro il 2050.

Un numero sempre maggiore e consapevole di investitori vuol sapere in che termini il percorso di transizione energetica influenzerà i prezzi degli asset sui quali investono. Proviamo a fare un esempio concreto. Le aspettative, i flussi di cassa attesi sono scontati usando un tasso appropriato che rifletta il rischio sistematico a cui è esposta l'attività. Il tasso di sconto, talvolta indicato anche come *costo del capitale di un'impresa*, è uguale al rendimento atteso dell'attività.



BORGOGNA
THE HOUSE OF MIND



Per esempio, l'impatto dell'introduzione di una tassa sul carbone più alta influenzerebbe i flussi di cassa delle aziende in modo differente.

Nel caso delle aziende di combustibili fossili, le stime dei flussi di cassa futuri devono incorporare la possibilità di attività incagliate, come le riserve di petrolio che devono rimanere inutilizzate.

Attualmente, c'è molta incertezza sulle future politiche climatiche, come per le tasse sul carbone. Pertanto, gli investitori possono scontare i flussi di cassa attesi che sono più sensibili alle politiche climatiche ad un tasso più alto rispetto ai flussi di cassa che sono meno sensibili. Questo significa che gli stessi flussi di cassa attesi possono valere meno oggi se il tasso di sconto viene aumentato per riflettere il rischio carbone.



Questo aumento del tasso di sconto viene definito, *carbon risk premium*, ed è pari al rendimento aggiuntivo che gli investitori guadagnano investendo in aziende rischiose.

Un premio negativo significherebbe che le aziende che comportano un carbon risk più elevato varrebbero di più oggi, e di conseguenza otterrebbero rendimenti inferiori in futuro.

Un modo utile di guardare all'impatto del carbon risk sui portafogli è attraverso il monitoraggio dell'utilizzo di carbone nelle società partecipate e nei settori di appartenenza.

Recenti studi hanno evidenziato che i settori dei materiali, dei servizi e dell'energia hanno le più alte intensità di carbone nei mercati sviluppati, che vanno da 258 a 503 tonnellate di CO2 per milione di dollari di valore aziendale.

Le azioni dei mercati emergenti sono molto più ad alta intensità di carbone, con un livello di 160,8 rispetto a 49,1 dei mercati sviluppati. Dati simili emergono analizzando le obbligazioni societarie. L'indice delle obbligazioni societarie investment grade del mercato sviluppato ha un'intensità di carbone di 72,2, mentre l'intensità dell'indice di obbligazioni societarie high yield è di 164,5. I settori del reddito fisso che contribuiscono maggiormente a questi punteggi sono di nuovo quello elettrico, dell'energia e dei materiali di base.



Dal punto di vista macroeconomico, il costo economico del cambiamento climatico sarà enorme se gli obiettivi dell'Accordo di Parigi non saranno raggiunti. In uno studio di quest'anno di Swiss Re si ipotizza una flessione del PIL reale globale fino al 18% entro il 2050 se non si interviene subito.

I mercati finanziari potrebbero quindi riflettere l'incertezza prevalente sul cambiamento climatico come un fattore di rischio sistematico.

Il nostro quesito di partenza è: *fino a che punto il rischio climatico è già prezzato in tutte le asset class?* La risposta varia a seconda dell'asset class, date le differenze nelle strutture di mercato, nella liquidità, nei flussi di denaro attivi rispetto a quelli passivi, nelle quote di acquirenti insensibili ai prezzi (come le banche centrali) e nella vulnerabilità dei flussi di cassa al cambiamento climatico. Vediamo cosa significa, da un punto di vista pratico per le tre principali asset class, l'obbligazionario governativo, il mercato azionario e quello delle materie prime.





Titoli di stato

I rallentamenti nella crescita del PIL pro capite, causati dal cambiamento climatico, dovrebbero tradursi in rendimenti reali più bassi per le obbligazioni governative. Storicamente, i rendimenti reali delle obbligazioni sono circa l'80% della crescita del PIL reale.

Tenendo conto di questo tasso e delle proiezioni di Swiss Re di un calo del 18% del PIL in caso di inerzia, ciò significherebbe che gli investitori dovrebbero aspettarsi che i rendimenti annualizzati delle obbligazioni saranno inferiori dello 0,4% da qui al 2050.

Nel medio termine, paradossalmente è un po' più complesso.

Esiste una relazione positiva tra i rendimenti obbligazionari e la vulnerabilità climatica, che ha un impatto maggiore sui rendimenti rispetto alla resilienza climatica. Questo crea un circolo vizioso: i paesi che sono più vulnerabili al rischio climatico devono affrontare costi di indebitamento più elevati per creare la resilienza che desiderano ottenere, diminuendo così gli investimenti e lasciandoli ancora più vulnerabili al rischio climatico.



Mercati azionari

La domanda chiave è come il cambiamento climatico influenzerà la capacità di creare cash flow ed il tasso di sconto nelle società quotate, tipica nelle valutazioni del valore attuale netto degli investitori. Nel lungo periodo, ci si dovrebbe aspettare che la crescita degli utili sia uguale alla crescita del prodotto economico di lungo periodo. Se la crescita del PIL pro capite venisse strutturalmente compromessa dal cambiamento climatico, ci dovrebbero essere ripercussioni anche sul potenziale di crescita degli utili a lungo termine delle aziende. Assumendo uno scenario peggiore, con un aumento delle temperature fino a 3,2°C al di sopra dei livelli preindustriali, il declino del 18% nella crescita del PIL globale previsto da Swiss Re, questo implicherebbe una riduzione della crescita degli utili aziendali globali di circa lo 0,5% all'anno da qui al 2050. La crescita degli utili nei mercati emergenti dovrebbe calare di più di questa media globale.



Materie prime

Il cambiamento climatico sembra essere un'arma a doppio taglio per le materie prime. Da un lato, la domanda di materie prime potrebbe diminuire con il rallentamento dell'attività economica globale. Dall'altro, la domanda è in aumento per alcune materie prime utilizzate nelle soluzioni al cambiamento climatico, come i veicoli elettrici, che utilizzano in media 83 kg di rame rispetto ai soli 23 kg di un'auto a benzina.

L'impatto sui rendimenti attesi delle materie prime in uno scenario "business-as-usual" potrebbe essere neutrale. Tuttavia, nello scenario di progresso verso gli obiettivi climatici di Parigi e la transizione energetica verde, l'intensità delle materie prime dell'attività economica potrebbe aumentare. Nel complesso, ci aspettiamo che i rendimenti delle materie prime saranno superiori alla media nei prossimi cinque anni.