





Outlook Macroeconomic Mensile

Settembre 2023

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

- Le banche centrali si trovano di fronte a un dilemma: continuare a rialzare i tassi nella ricerca della stabilità dei prezzi, oppure ponderare i rischi che una restrizione prolungata potrebbe arrecare alla stabilità economica? Negli Stati Uniti, la crescita del PIL è prevista intorno al 2.5% con un tasso di disoccupazione inferiore al 4%. La crisi economica attesa per quest'anno per ora tarda ad arrivare.
- A causa delle forti esigenze di rifinanziamento, l'offerta di Treasury nei prossimi mesi è prevista in crescita e questo fattore andrà a pesare significativamente sul mercato. Da non sottovalutare anche la diminuzione di alcuni grandi compratori esteri di titoli sovrani americani: cinesi, sauditi e giapponesi.
- La FED ha mantenuto inalterato il costo del denaro, dopo l'ultimo rialzo di 25 punti base in luglio, ma aprendo le porte a un nuovo rialzo dei tassi prima della fine dell'anno. Puntare al Quantitative Tightening per disinvestire la curva dei rendimenti facendo alzare i tassi a lunga scadenza potrebbe diventare necessario per la FED al fine di rendere maggiormente efficace la propria lotta all'instabilità dei prezzi. Il rallentamento fisiologico del ciclo economico nell'ultima parte dell'anno potrebbe facilitare il lavoro della FED ed eliminare i dubbi di possibili ulteriori rialzi dei tassi di interesse.
- L'aumento del costo del petrolio è pericoloso anche per l'economia europea: la produzione tedesca è crollata nei mesi di giugno e luglio. La BCE di Lagarde, invece, sta riflettendo sulla possibilità di una pausa dal rialzo dei tassi, dopo che nell'ultima riunione è stato annunciato il decimo rialzo.
- Gli investitori hanno cancellato 73 miliardi di corone danesi (11 miliardi di dollari) dalla capitalizzazione di mercato di Ørsted dopo l'annuncio di una svalutazione dei progetti di energia eolica in mare aperto. Nel corso degli ultimi anni Ørsted ha adottato una strategia di vincita delle aste ad ogni costo, ma nelle valutazioni sulla redditività attesa dei progetti eolici offshore il management ha minimizzato il potenziale impatto derivante dai rischi di esecuzione, di tasso di interesse, di mercato e regolamentari.
- Sebbene il caso Ørsted abbia amplificato i dubbi, i dati indicano in modo molto convincente che la transizione energetica sta entrando in una fase di crescita esponenziale. In questo scenario, le svalutazioni annunciate negli ultimi mesi potrebbero rapidamente essere sostituite da rivalutazioni altrettanto significative.

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'incertezza delle banche centrali sulla prosecuzione del rialzo dei tassi di interesse

Ci troviamo ormai nella parte finale del percorso di rialzo dei tassi d'interesse di riferimento da parte delle banche centrali, anche se il livello di inflazione che traspare dai dati risulta ancora piuttosto lontano dal target del 2% e i rischi di brusche inversioni nel percorso di disinflazione dell'economia appaiono decisamente non trascurabili.

Le banche centrali sono poste di fronte a un dilemma: proseguire perseguendo la stabilità dei prezzi ad ogni costo, quindi continuando, seppur più lentamente a rialzare il costo del denaro oppure ponderare i rischi che una restrizione prolungata potrebbe effettivamente provocare sulla stabilità economica.

Negli Stati Uniti, la crescita del prodotto interno lordo sarà verosimilmente intorno al 2.5% con un tasso di disoccupazione inferiore al 4%. Se consideriamo che la prima economia mondiale è reduce da un rialzo dei tassi di interesse di 525 punti base in meno di un anno e mezzo, questo risultato appare particolarmente impressionante. La crisi economica che tutti gli operatori, e la FED in primis, si aspettavano per quest'anno tarda ad arrivare. Come è stato più volte osservato, ad una politica monetaria restrittiva, si è affiancata in America una politica fiscale ultra-espansiva, che non è riconducibile unicamente alla prosecuzione inerziale dei sussidi dell'epoca del Covid, ma che è proseguita con particolare forza sotto l'amministrazione Biden. La crescita americana è quindi finanziata da debito pubblico, il cui servizio continua a diventare sempre più oneroso. L'indebitamento degli Stati Uniti è oggi sopra il 120% del PIL (il livello italiano negli anni della crisi del 2011) e con i tassi via via crescenti, la spesa per interessi ha ormai superato il livello del 3.5% del PIL. Negli anni '80, il servizio del debito era su livelli relativi ancora più elevati, ma all'epoca i tassi erano molto più alti mentre il rapporto debito/PIL era tra il 40% e il 50%. Entro la fine del 2024, il Tesoro americano si troverà di fronte ad un enorme esigenza di rifinanziamento di circa il 40% del proprio debito pubblico (più l'emissione di nuovo debito per finanziare il deficit corrente): se i tassi continuassero a salire e se, oltretutto, l'inflazione dovesse rientrare entro il target del 2%, in modo da non sostenere più il contenimento nominale del rapporto debito/PIL, ci si potrebbe trovare di fronte ad un reale problema di sostenibilità del debito.

Un primo segnale è stato il downgrade del debito pubblico americano da parte dell'agenzia di rating Fitch, avvenuto ad inizio agosto. Nell'abbassare la valutazione da AAA ad AA+, l'agenzia ha citato un deterioramento degli standard di governance e il fallimento di trovare una soluzione tempestiva nel corso delle negoziazioni per il tetto del debito dello scorso mese di giugno. Il risultato è stato un rialzo dei rendimenti della parte lunga della curva e un leggero steepening della curva dei rendimenti che è proseguito per tutto agosto e settembre. L'aumento dei tassi a lungo incorpora un maggior rischio della solvibilità dell'emittente, dovuto, come già sottolineato, al debito pubblico crescente, ai continui disavanzi pubblici, al venir meno del sostegno della FED con il Quantitative easing e all'inflazione decrescente.

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

A causa delle forti esigenze di rifinanziamento e di nuove emissioni, l'offerta di Treasury risulterà necessariamente crescente nei prossimi mesi e, non essendo più assorbita dalla banca centrale, andrà a pesare sul mercato.

Un altro fattore da non sottovalutare è la diminuzione di alcuni grandi compratori esteri di titoli sovrani americani, in particolare cinesi e sauditi (gli assets stranieri detenuti dagli arabi sono oggi piombati ai minimi da 14 anni). L'instabilità potrebbe risultare anche dall'aumento dei rendimenti dei titoli sovrani giapponesi, dove il decennale nelle ultime settimane si avvicina "pericolosamente" all'1%. Dopo che il governatore della Bank of Japan, Kazuo Ueda, ha dichiarato che il limite di oscillazione del decennale da -0.5% a +0.5% non è rigido, e la banca interverrà con flessibilità solo qualora i rendimenti dovessero sfiorare l'1%, i tassi hanno gradualmente iniziato a salire. I giapponesi, abituati da oltre un decennio a rendimenti a zero o negativi sui propri titoli di stato, sono grandi compratori di Treasury. Qualora i tassi dei propri titoli domestici tornassero a rialzarsi, questo potrebbe rappresentare un disincentivo ad acquistare governativi esteri.

Grafico 1: Rendimento del decennale giapponese nell'ultimo anno



Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

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

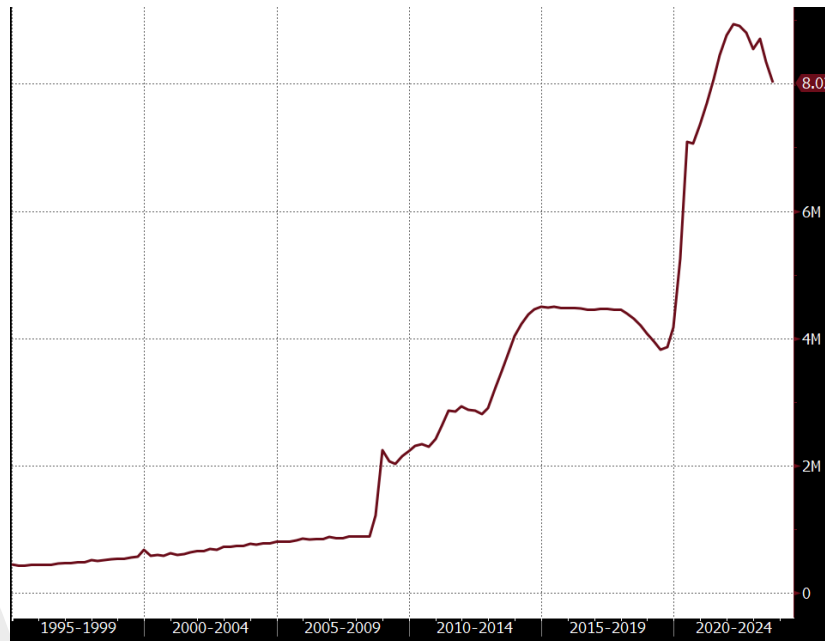
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

I rendimenti dei titoli di Stato americani hanno reagito e si sono mossi portandosi sui massimi da circa 15 anni: a sei mesi il tasso è oltre il 5.50%, a due anni oltre 5.10%, a dieci anni si avvicina al 4.50%.

Le scelte della FED sul costo del denaro: si teme un nuovo rialzo dei tassi prima della fine dell'anno

Di fronte al dilemma se proteggere la stabilità finanziaria o proseguire la lotta all'inflazione, la FED ha optato nell'ultima riunione per mantenere inalterato il costo del denaro (dopo l'ultimo rialzo di 25 punti base in luglio), ma aprendo le porte a un nuovo rialzo dei tassi prima della fine dell'anno. La pausa viene come al solito giustificata con la volontà di vedere gli effetti dell'azione monetaria dopo gli inevitabili ritardi di trasmissione all'economia reale.

Grafico 2: Bilancio della FED 1993-2023



Fonte: Bloomberg, 2023

Nonostante, la FED stia implementando un'azione di Quantitative Tightening il suo bilancio rimane circa doppio di quello che aveva alla fine del 2019. Molti osservatori ritengono che, perché le politiche restrittive siano effettivamente efficaci, oltre alla leva del tasso, la banca centrale debba accelerare sulla riduzione del proprio bilancio in modo da annullare l'inversione profonda della curva dei rendimenti, che, sebbene abbia iniziato un movimento di steepening nel mese di agosto, continua ad essere negativamente inclinata a livelli record.

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 3: Curva dei rendimenti del tesoro americano (22/09/2023)



Fonte: Bloomberg, 2023

Con una curva dei rendimenti profondamente invertita, le aziende possono continuare a indebitarsi a lunga scadenza a tassi relativamente bassi e investire la propria liquidità a rendimenti più alti: finché i tassi a lunga scadenza non iniziano a esercitare pressione sulle aziende, aumentandone il costo del capitale e comprimendone i multipli di valutazione, i mercati azionari rimangono tutto sommato resilienti e i consumi vengono alimentati da wealth effect. Inoltre, la curva dei rendimenti invertita tende ad acuire le disuguaglianze sociali in quanto fa impennare il costo dell'indebitamento a breve termine, cui tipicamente fanno ricorso le classi sociali più svantaggiate. I nuclei familiari a basso reddito normalmente non hanno liquidità da investire sui mercati finanziari e non sono aiutati da wealth effect. Al contrario, sono indeboliti nel proprio potere d'acquisto dai prezzi crescenti a causa di un'inflazione che si attenua con lentezza e devono ricorrere a maggiore indebitamento a breve termine a sua volta sempre più oneroso, alimentando un pericoloso circolo vizioso.

Per questo, puntare al Quantitative Tightening per disinvertire la curva dei rendimenti facendo alzare i tassi a lunga scadenza potrebbe diventare necessario per la FED al fine di rendere maggiormente efficace la propria lotta all'instabilità dei prezzi; anche perché oltretutto, come già sottolineato, la Banca centrale non può alzare ancora troppo i tassi di riferimento senza pregiudicare in modo serio i conti pubblici: la fase 2 della restrizione monetaria post-pandemica potrebbe essere rappresentata dal mantenimento dei Fed Funds sui livelli attuali combinati con un QT più robusto di quello finora condotto.

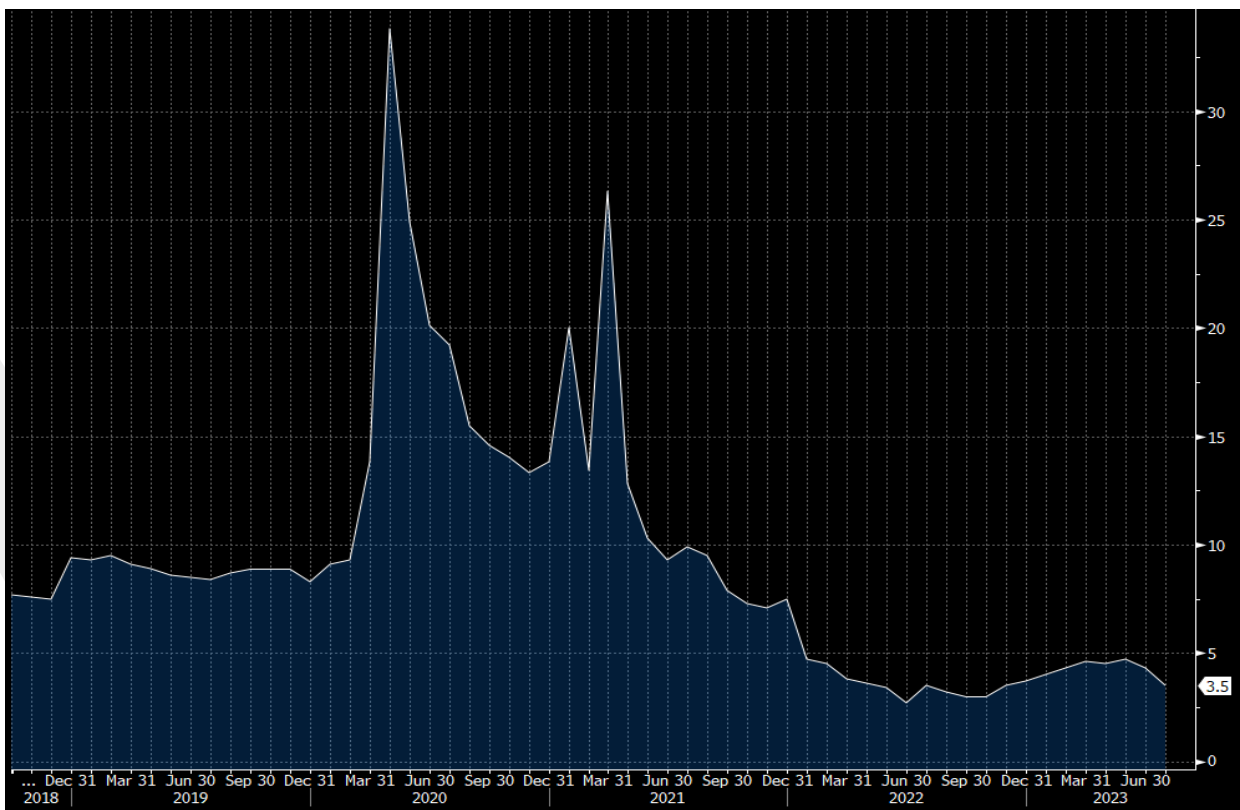
IMPact SGR S.p.A.

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

Dopo tre trimestri forti, forse l'ultima parte dell'anno potrebbe mostrare i primi segnali di rallentamento: la moratoria sugli *student loans* dovrebbe concludersi e i risparmi delle famiglie americane accumulati durante il biennio pandemico si stanno decisamente assottigliando. Il rallentamento fisiologico del ciclo economico potrebbe facilitare il lavoro della FED ed eliminare i dubbi di possibili ulteriori rialzi. Ad oggi, tuttavia, l'80% degli economisti stima che il tasso terminale dei Fed Funds dovrebbe posizionarsi a 5.75%-6%, cioè 50 punti base sopra i livelli attuali.

Gráfico 4: US Personal Saving as a % of Disposable Income 09/2018-09/2023



Fonte: Bloomberg, 2023

L'aumento del costo del petrolio e l'incertezza della Banca Centrale Europea

Nelle ultime settimane abbiamo anche assistito ad un deciso aumento del prezzo del petrolio, arrivato a superare i 90-95 dollari al barile, vicino ai massimi da dieci mesi, mentre le riserve strategiche di petrolio (SPR) negli Stati Uniti sono scese ai minimi da quarant'anni. Parallelamente l'OPEC+ ha già implementato tagli significativi alla produzione e anche la Russia potrebbe essere incentivata a fare altrettanto. Il petrolio più caro rappresenta da un lato un "aiuto" alla FED nel rallentare il ciclo economico, gravando necessariamente sui

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

consumi e sul costo della produzione, dall'altro però chiaramente potrebbe generare uno shock esogeno da offerta tale da far ripartire l'inflazione, allontanando la fine del ciclo dei rialzi.

Grafico 5: Exhibit: US SPR inventory level



Source: Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Fonte: Bloomberg, 2023

L'aumento del costo del petrolio è pericoloso anche per l'economia europea, che quest'anno, a differenza degli Stati Uniti, è tornata nella propria cronica stagnazione. Per citare un dato, la produzione industriale tedesca è crollata del 1.4% mese su mese in giugno e di -0.8% in luglio contro aspettative decisamente più benigne. Quella che era la locomotiva industriale d'Europa, la Germania, ha mostrato quest'anno importanti segnali di affanno, tanto da spingere il Governo a varare un programma di sostegno pubblico all'economia (che ha tuttavia incontrato diverse critiche da parte degli industriali tedeschi, che anziché aiuti di stato chiedono di ripensare il modello industriale nazionale, troppo basato sulla disponibilità di materie prime a basso prezzo e sull'export verso la Cina). Anche i consumi tedeschi e dei paesi del Nord Europa in generale sono calati quest'anno e un effetto di questa crisi si può vedere nella riduzione dello spread tra il dato di disoccupazione in Germania, oggi al 5.7% e dell'Italia (al 7.6%): questo dipende sia dal mercato italiano del lavoro in miglioramento, ma soprattutto dal peggioramento del sistema produttivo tedesco, che deve affrontare la transizione verso un mondo decarbonizzato e deglobalizzato.

IMPact SGR S.p.A.

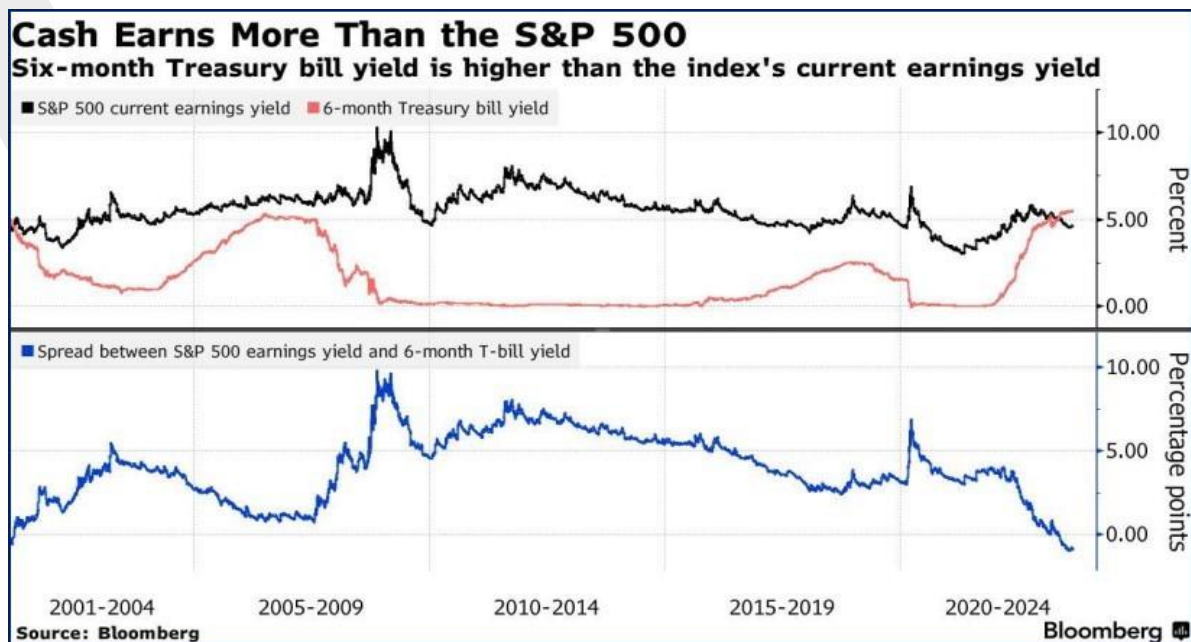
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgroup.it www.impactsgroup.it

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

La BCE deve quindi affrontare un dilemma di natura diversa rispetto alla FED: continuare ad alzare i tassi con un'inflazione ancora al 5.3% pur rischiando di indebolire eccessivamente l'economia stagnante dell'Eurozona? Nell'ultima riunione del 14 settembre, la Presidente Lagarde ha annunciato il decimo rialzo dei tassi, portando il tasso del Deposit Facility al 4%. Pur alzando i tassi, la Presidente ha ammiccato ad una lunga pausa che, dati permettendo, potrebbe mantenere i tassi al livello attuale per molti mesi. Come ha detto con altre parole il Presidente della Banque de France Villeroy, la durata dei tassi elevati è ora più importante del rialzo del livello degli stessi. Nei prossimi mesi si prevede che l'economia resterà debole: "La minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e l'impatto delle condizioni di finanziamento restrittive stanno frenando la crescita, anche attraverso la riduzione degli investimenti residenziali e delle imprese. Anche il settore dei servizi, che finora si era dimostrato resistente, si sta ora indebolendo. Con il tempo, lo slancio economico dovrebbe aumentare, in quanto i redditi reali dovrebbero crescere, sostenuti dal calo dell'inflazione, dall'aumento dei salari e da un mercato del lavoro forte, e ciò sosterrà la spesa dei consumatori", ha dichiarato Christine Lagarde.

I mercati hanno ormai assimilato lo scenario "Higher for longer" come scenario base. Quello che si sta osservando è che i retail, soprattutto in America, con i treasury bill al 5.5% stanno abbandonando l'equity per investire nel risk free. Al contrario, i gestori appaiono oggi particolarmente ottimisti (mai così ottimisti dal febbraio 2022): l'investimento in cash è ai minimi da due anni e sta gradualmente aumentando il posizionamento sull'equity. Il trade più "affollato" dell'anno rimane l'overweight sulla tecnologia americana.

Grafico 6: Cash Earns More Than the S&P 500



Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgri.it 🌐 www.impactsgri.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 quanto riguarda gli spread di credito, essi appaiono oggi piuttosto stretti e in linea con le medie storiche, nonostante l'abbondante offerta sul mercato primario, soprattutto sul segmento investment grade. Nei prossimi mesi sarà possibile assistere ad un allargamento dei premi al rischio, a causa del crescente servizio sul debito che le aziende che si rifinanziano sul mercato sono costrette a sostenere.

Infine, la prospettiva di tassi alti per più tempo, il rialzo anche della parte lunga della curva, i dati economici solidi dell'economia americana e l'apprezzamento del petrolio hanno contribuito ad un significativo movimento rialzista del dollaro. Dai minimi di luglio, il dollar index è salito di poco meno del 6%.

Il caso Ørsted: segnale di rallentamento della transizione energetica o caso di malagestione?

Gli investitori hanno cancellato 73 miliardi di corone danesi (11 miliardi di dollari) dalla capitalizzazione di mercato di Ørsted dopo l'annuncio di una svalutazione dei progetti di energia eolica in mare aperto per un potenziale di 16 miliardi di corone danesi.

La svalutazione degli asset eolici offshore di Ørsted sono derivati da una serie complessa di fattori: una strategia di bidding di capacità produttiva eccessivamente aggressiva, scelte manageriali sbagliate e aspettative eccessivamente ottimistiche circa il contesto macroeconomico e delle catene di fornitura, le tempistiche di implementazione degli incentivi fiscali e l'effettiva capacità di esecuzione dei progetti eolici vinti attraverso aste e appalti negli Stati Uniti.

Nel corso degli ultimi anni Ørsted ha adottato una strategia di bidding di capacità eolica offshore fortemente aggressiva, seguendo un principio di vincita delle aste ad ogni costo. Al 2021 i capex complessivi di Ørsted erano pari a 40 miliardi di euro, valore corrispondente all'intera capitalizzazione di mercato della società. Nelle valutazioni sulla redditività attesa dei progetti eolici offshore il management ha minimizzato il potenziale impatto derivante dai rischi di esecuzione, di tasso di interesse, di mercato e regolamentari.

A causa dell'aumento dei capex nell'ordine del +40%, dettato principalmente dall'aumento dei prezzi delle materie prime, quali acciaio e rame, dell'esposizione eccessiva a tassi variabili, alla quale il CEO di Ørsted ha attribuito un aumento complessivo dei costi pari a 650 milioni di dollari, e di un quadro regolamentare in cui gli incentivi fiscali americani sono stati inferiori di 750 milioni rispetto alle aspettative ottimistiche della società, una serie di progetti offshore sui cui l'azienda aveva scommesso convintamente sono diventati economicamente insensati. Ørsted si è dunque trovata esposta ad una situazione in cui i costi sono stati lasciati variabili mentre i ricavi derivanti dalla vendita di elettricità fissi.

L'aumento del costo del capitale dei progetti di investimento in tecnologie pulite, dettato in misura significativa dall'aumento dei tassi di interesse, ha cambiato i fondamentali economici. I tassi interni di rendimento al 5-7% che Ørsted aveva ipotizzato nei propri scenari ottimistici, in cui i tassi di interesse sarebbero rimasti vicini allo zero, non ci sarebbero stati rischi di esecuzione, gli incentivi fiscali sarebbero arrivati in abbondanza e in tempo e lungo le catene di fornitura i prezzi sarebbero rimasti stabili o in diminuzione, si sono scontrati con

costi complessivi di finanziamento nell'ordine del 6-7%, rendendo di fatto economicamente insensati progetti eolici che inizialmente avrebbero dovuto generare uno spread di 150-300 punti base tra tasso interno di rendimento e WACC.

Detto ciò, considerando che i progetti eolici statunitensi rappresenteranno meno del 15% dei 205 gigawatt di capacità offshore totale di Ørsted entro il 2030, la correzione della capitalizzazione del mercato del titolo di Ørsted risulta essere eccessiva rispetto all'effettivo impatto finanziario delle svalutazioni sul bilancio e conto economico dell'azienda. Lo scenario peggiore prevede che le svalutazioni rappresentino meno del 7% della capitalizzazione di mercato, a fronte di un calo tre volte superiore già verificatosi. Ørsted non ha ancora preso una decisione definitiva sugli investimenti nei suoi progetti statunitensi. La decisione dovrebbe arrivare alla fine di quest'anno o all'inizio del 2024.

L'avvertimento sulle svalutazioni dei progetti eolici offshore di Ørsted arriva dopo una serie di annunci da parte di Siemens Gamesa riguardanti problemi tecnici alle turbine eoliche vendute, che costeranno più di un miliardo di euro all'azienda, una perdita trimestrale di quasi 3 miliardi di euro nel Q3 e una revisione al ribasso dell'outlook tale da far pensare che per il 2023 l'azienda registrerà perdite nette per 4,5 miliardi di euro. Il titolo di Siemens Gamesa ha perso oltre il 30% alla luce di queste informazioni nel mese di giugno.

La forte accelerazione della transizione energetica

Sebbene il caso Ørsted abbia amplificato i dubbi che si possa essere vicini a problemi sistemici per gli investimenti in energie pulite, i dati sui flussi di investimento descrivono una realtà opposta, che vede la transizione energetica in forte accelerazione, soprattutto grazie agli investimenti nello sviluppo di capacità installata fotovoltaica.

Secondo le stime dell'IEA, la capacità aggiuntiva installata di energie rinnovabili, in primis solare fotovoltaico, nel 2023 sarà in grado per la prima volta di coprire il 100% di aumento della domanda di elettricità. Secondo Goldman Sachs, i processi autorizzativi sia per l'installazione di energia eolica che fotovoltaica sono in fase di forte accelerazione sia negli USA che in Europa, soprattutto grazie all'introduzione del principio di silenzio assenso per l'autorizzazione di nuovi impianti. Negli Stati Uniti recenti Power Purchase Agreement (PPAs) rinnovabili sono stati chiusi a 45 euro/MWh, che corrisponde ad un prezzo dell'elettricità di 4,5 centesimi/kWh; anche in Europa il mercato dei PPAs è in forte espansione. Secondo Jefferies, il prezzo dei pannelli fotovoltaici sta continuando a scendere, soprattutto grazie alla potenza manifatturiera cinese, che attualmente ha creato una sovracapacità produttiva nel mercato. Il costo delle principali tecnologie pulite, quali solare fotovoltaico, eolico e batterie, rimane su una traiettoria di riduzione dei costi sugli ultimi 10 anni tra il 60% e l'80% e le proiezioni indicano un'ulteriore probabile riduzione dei costi nell'ordine del 25-50% rispetto ai prezzi di oggi entro il 2030. Per il 2023, il 90% dei flussi di investimento globali nel settore elettrico e il 60% di tutto il settore energetico sarà in tecnologie pulite.

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



I dati indicano in modo molto convincente che la transizione energetica sta entrando in una fase di crescita esponenziale. Inoltre, eventi catalizzatori, come l'aumento dei prezzi di base d'asta per l'assegnazione di progetti solari fotovoltaici ed eolici, misura attualmente in discussione in diverse giurisdizioni, a partire dallo Stato di New York, potrebbero migliorare, in modo repentino e sostanziale, la redditività di molti progetti che negli ultimi mesi sono stati oggetto di svalutazioni. In questo scenario, le svalutazioni annunciate negli ultimi mesi potrebbero rapidamente essere sostituite da rivalutazioni altrettanto significative, con conseguenti recuperi anche sui prezzi dei titoli delle società di energie pulite recentemente colpite da forti correzioni.

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