

## SCELTE DI POLITICA CLIMATICA ED ECONOMIA

## Valutare le implicazioni che le politiche sul cambiamento climatico possono avere sugli investimenti

**Jennifer Wu**, *Global Head of Sustainable Investing*

**Caspar Siegert, Ph.D.**, *Research Analyst, Sustainable Investing*

**Nicolas Aguirre, CFA**, *Portfolio Strategist, Endowments & Foundations Group*

**Vincent Juvyns**, *Global Market Strategist, Global Markets Insights Strategy*

**Tim Lintern, CFA**, *Global Strategist, Multi-Asset Solutions*

**Benjamin Mandel, Ph.D.**, *Global Strategist, Multi-Asset Solutions*

### IN SINTESI

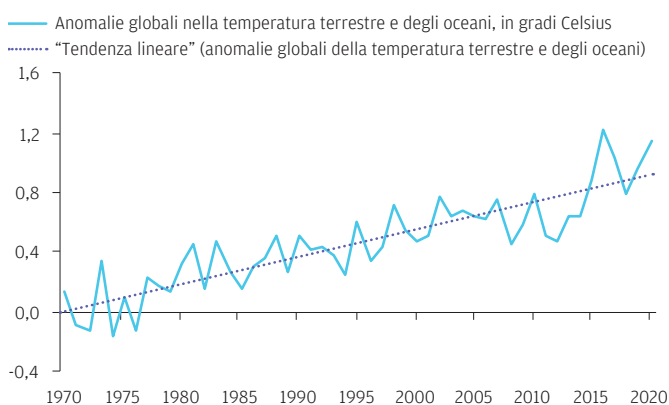
- A causa delle temperature globali in aumento di oltre tre gradi entro la fine del secolo, i cambiamenti nelle politiche climatiche pubbliche potrebbero iniziare ad accelerare riflettendosi nel nostro orizzonte di investimento di 10-15 anni. Muovendosi in anticipo, gli investitori possono trarre vantaggio dalle opportunità legate al cambiamento climatico prima che le stesse vengano scontate nei prezzi.
- Anche se le politiche che riducono l'intensità energetica del PIL (approccio "meno combustibili fossili") possono aiutare ad evitare un aumento delle emissioni, dovremo pensare a produrre sempre più energia verde per ridurre effettivamente le emissioni (approccio "più verde").
- Complessivamente, è probabile che l'impatto della transizione verso un'economia a basse emissioni sulla crescita del PIL, sull'inflazione e sui tassi di interesse sia limitato. Ma molto dipenderà dal fatto che la transizione verso un'economia a basse emissioni sia più "bastone", con le imprese private che sostengono la maggior parte del costo della transizione, che "carota", con i governi che sostengono la transizione attraverso sussidi e altre forme di stimolo fiscale. Uno stimolo fiscale significativo e duraturo, ad esempio, potrebbe aumentare i tassi di interesse di equilibrio fino a 60 punti base (pb).
- Gli investitori devono anche tenere conto delle importanti differenze geografiche e settoriali nella traiettoria della politica climatica. Paesi come Russia, Sudafrica e Brasile saranno probabilmente i più colpiti dal passaggio a un'economia a basse emissioni, anche perchè privi del margine fiscale necessario per attuare i significativi cambiamenti strutturali. Al contrario, la maggior parte dei Paesi europei sembra meglio posizionata.

L'atmosfera terrestre sta cambiando come non accadeva da circa 800.000 anni: le prove sono schiaccianti. In seguito a un aumento senza precedenti delle concentrazioni atmosferiche di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), le temperature sono già un grado sopra la media preindustriale e sono sulla buona strada per aumentare di oltre tre gradi entro la fine del secolo (**FIGURA 1**). Il clima è un bene pubblico globale; se la politica non fornirà chiari incentivi alle aziende per affrontare il cambiamento climatico, è improbabile che si riescano a evitare i rischi concreti provocati da un simile riscaldamento.

I governi si muoveranno con decisione per affrontare il cambiamento climatico e avviare una transizione verso un'economia a basse emissioni? Il nostro scenario base prevede che lo faranno, coniugando politiche finalizzate a fissare il prezzo del carbonio a sussidi per gli investimenti verdi e ad una regolamentazione ambientale più rigorosa. Dati i brevi orizzonti temporali di molti politici e i forti interessi economici in ballo, non vi sono certezze in merito a un'azione globale, coordinata e tempestiva che consenta di evitare gli effetti del cambiamento climatico più dannosi nel lungo termine. I Paesi sembrano però sempre più disposti a intraprendere azioni ambiziose anche in assenza di un consenso globale. Ciò coincide con una crescente attenzione alle "tasse di adeguamento alle frontiere del carbonio", cioè dazi sulle importazioni ad alta intensità di carbonio che riducono il rischio di mettere i settori economici nazionali in una posizione di svantaggio. Per questo gli investitori devono considerare rischi e opportunità associati a queste dinamiche.

### Negli ultimi cinquant'anni, le anomalie nelle temperature globali sono andate costantemente aumentando

**FIGURA 1: TEMPERATURE GLOBALI, 1970-2020**



Fonte: NOAA National Centers for Environmental Information, Climate at a Glance: Global Time Series, pubblicato nell'aprile 2020, <https://www.ncdc.noaa.gov/cag/>, J.P. Morgan Asset Management.

Nota: La semplice tendenza lineare rischia di sottovalutare i futuri aumenti delle temperature in uno scenario ordinario. Ciò è dovuto a importanti non linearità e punti critici del sistema climatico. Le anomalie di temperatura sono definite come deviazioni delle temperature dalla loro media a lungo termine.

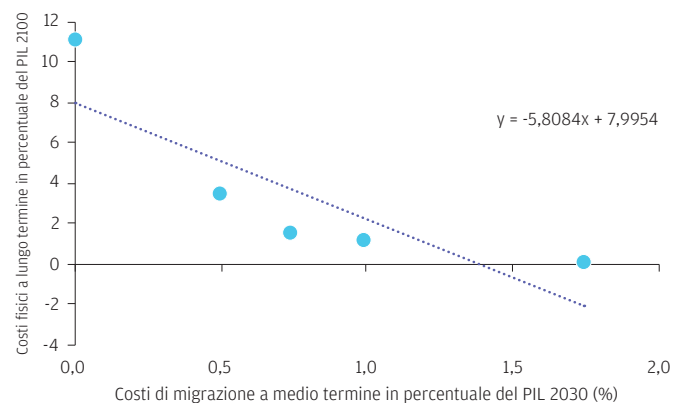
La riduzione del riscaldamento globale di un grado richiederebbe un sacrificio di poco meno dell'1% del PIL globale entro il 2030, secondo le simulazioni accademiche esaminate dall'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) delle Nazioni Unite. E ogni punto percentuale di PIL che sacrifichiamo a medio termine dovrebbe ridurre alcune delle conseguenze reali del cambiamento climatico nel lungo periodo, andando così ad aumentare il PIL di oltre il 5% entro il 2100 (**FIGURA 2**). Alcune stime prevedono che gli effetti benefici potrebbero essere addirittura superiori, suggerendo che le politiche climatiche generino valore aggiunto anche in termini di garanzia contro i rischi di eventi estremi.

Secondo noi, la transizione verso un'economia a basse emissioni potrebbe essere più "bastone" con i governi che impongono comportamenti sostenibili e privati che sostengono la maggior parte del costo della transizione, o più "carota" con i governi che incentivano il comportamento verde attraverso sussidi e altre forme di stimolo fiscale. In questa fase non è chiaro quale percorso verrà scelto. Al contrario, è evidente che ridurre l'intensità energetica del PIL (approccio "meno fonti fossili") non sarà sufficiente ad evitare un aumento significativo della temperatura. Sarà essenziale generare energia con modalità che producano meno carbonio (approccio "più verde").

Nel complesso, riteniamo che l'impatto della transizione sulla crescita del PIL, sull'inflazione e sui tassi di interesse sarà limitato. Tuttavia, c'è incertezza sulla forma e sulla struttura della transizione. Gli investitori dovranno inoltre considerare le differenze geografiche e settoriali nell'individuare i rischi e le opportunità di investimento. In questo documento, analizziamo quali potrebbero essere le implicazioni di investimento su un orizzonte di 10-15 anni nell'ambito delle nostre proiezioni di lungo termine per i mercati finanziari (LTCMA).

### Sebbene la transizione verso un'economia a basse emissioni comporti dei costi nel breve termine, essa previene danni molto maggiori in futuro

**FIGURA 2: COSTI FISICI A LUNGO TERMINE DEI CAMBIAMENTI CLIMATICI, COSTI DI MITIGAZIONE A MEDIO TERMINE DELLA TRANSIZIONE VERSO UN'ECONOMIA A BASSE EMISSIONI**



Fonte: Vari studi accademici, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions.

## TRANSIZIONE VERSO UN'ECONOMIA A BASSE EMISSIONI: USARE IL BASTONE O LA CAROTA?

I politici devono innanzitutto decidere chi pagherà per la transizione. In secondo luogo dovranno tener conto della struttura della transizione (**FIGURA 3**), in particolare quanto peso dare alle politiche che riducono l'intensità energetica del PIL (approccio "meno fonti fossili") e quanto alle politiche che generano energia con meno emissioni di carbonio (approccio "più verde").

Le misure per ridurre l'intensità energetica del PIL (approccio "meno combustibili fossili") comprendono automobili più efficienti in termini di consumi e la riqualificazione verde degli edifici esistenti. Storicamente, queste misure hanno faticato a compensare gli effetti distorsivi della crescita del PIL, una delle ragioni per cui le emissioni hanno raggiunto il massimo storico nel 2019. Dunque qualsiasi riduzione delle emissioni dipenderà dalle modalità di generazione di energia a minore intensità di carbonio (approccio "più verde").

**Il percorso verso un'economia a basse emissioni può assumere forme diverse**

**FIGURA 3: DIVERSI APPROCCI ALLA POLITICA SUL CLIMA**

	Chi sostiene il costo	
	Settore pubblico ("carota")	Settore privato ("bastone")
Più energia verde ("più verde")	Investimenti governativi in energia pulita	Richiedere alle utility di privilegiare l'energia verde
	Combinazione di investimenti in energia pulita e incentivi per una maggiore efficienza energetica	Imporre prezzi delle emissioni di carbonio e consentire al settore privato di scegliere come ridurre le emissioni
Bassa intensità energetica ("meno combustibili fossili")	Incentivi fiscali per una maggiore efficienza energetica	Normative a livello di prodotto (ad esempio, efficienza del carburante)

Fonte: J.P. Morgan Asset Management.

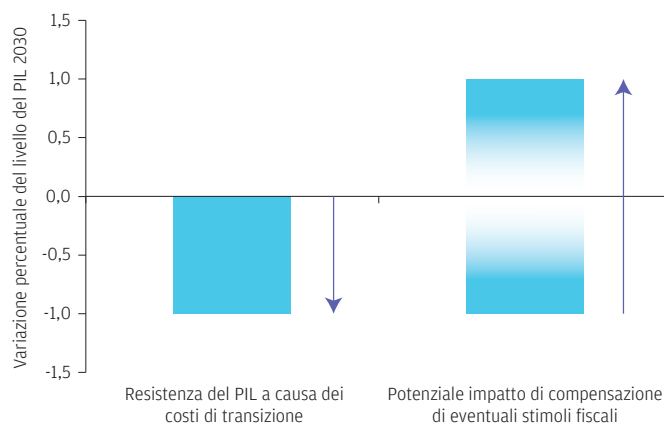
Dato il forte calo del costo relativo delle energie rinnovabili negli ultimi anni e l'aspettativa di ulteriori diminuzioni, un aumento significativo dell'uso di energia verde è alla portata di tutti. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) prevede che in uno "scenario di sviluppo sostenibile", il calo dell'intensità di carbonio nel PIL potrebbe contribuire a ridurre le emissioni del 45% rispetto ai livelli attuali entro il 2040. La tecnologia determinerà in gran parte come ridurre le emissioni, ma decidere chi paga è,

in sostanza, una scelta politica. Il costo può essere sostenuto dalle famiglie e dalle imprese di oggi, oppure essere finanziato dal debito pubblico e spostato sulle generazioni future, con gran parte del debito che finirà nei bilanci pubblici. Potremmo anche assistere a un approccio ibrido in cui una parte dei costi di transizione è sostenuta da partenariati pubblico-privato.

Con un approccio più "bastone", i governi trasferiscono il costo del cambiamento climatico sul settore privato, ad esempio imponendo significative tasse o normative stringenti sulle emissioni di carbonio. L'utilizzo di misure rigide per limitare l'aumento previsto delle temperature di 2 °C potrebbe ridurre il PIL del 2030 di circa l'1%, secondo gli studi accademici citati sopra. Usando invece misure più morbide, i governi possono sostenere il costo della transizione fornendo stimoli verdi finanziati dal debito. Questo stimolo fiscale potrebbe essere utilizzato per costruire infrastrutture a basse emissioni, sovvenzionare tecnologie ecologiche, aumentare la spesa pubblica in attività di ricerca e sviluppo verde o investire diffusamente nella capacità di un Paese di adattarsi ai cambiamenti climatici. Questi sforzi potrebbero fornire importanti vantaggi fiscali, abbastanza forti da compensare eventuali costi a medio termine della transizione verso un'economia a basse emissioni. Stimiamo che una transizione così espansiva potrebbe aumentare il livello del PIL globale entro il 2030 di circa l'1% (**FIGURA 4**). Tuttavia, l'impatto delle misure fiscali benefiche sul PIL a medio termine è altamente incerto e dipende dal modo in cui la spesa legata al clima ridurrà altre forme di investimento. Sebbene politiche di transizione più benigne comportino un aumento significativo del debito pubblico, orientando gli investimenti pubblici verso infrastrutture ecologiche, ricerca e sviluppo a basse emissioni o trasporti più economici e sostenibili, i governi sarebbero in grado di ridurre in futuro il costo fiscale dell'adattamento a un ambiente più caldo.

**Lo stimolo fiscale potrebbe più che compensare il (piccolo) costo di una transizione**

**FIGURA 4: L'IMPATTO DELLO STIMOLO FISCALE SUL PIL GLOBALE**



Fonte: Vari studi accademici, J.P. Morgan Asset Management.

## IL PESO DELLA TRANSIZIONE VARIA MOLTO DA PAESE A PAESE

L'impatto abbastanza modesto sul PIL aggregato maschera differenze significative tra i diversi Paesi. I Paesi che hanno un'economia nazionale ad alta intensità di carbonio o che accolgono grandi società ad alta intensità di carbonio troveranno la transizione più problematica. Anche i Paesi che sono attualmente grandi esportatori netti di combustibili fossili o che ospitano grandi società energetiche dovranno affrontare una transizione più difficile.

A nostro avviso, Russia, India, Sudafrica, Canada, Australia e Brasile saranno probabilmente i più colpiti dalla transizione verso un'economia a basse emissioni (**FIGURA 5**). Se Australia e Canada dispongono del margine fiscale necessario per alleviare le difficoltà nel breve termine potendo emettere debito, Brasile, Russia e Sudafrica non hanno la stessa capacità (**FIGURA 6**). È probabile che anche l'India rischi di soffrire durante la transizione. Come risultato di queste sfide, la Russia potrebbe vedere la transizione ridurre il PIL di oltre il 6,5% nell'arco dei

prossimi 30-40 anni, ponendo un freno significativo alla crescita. Ciò dà un'idea del potenziale impatto delle politiche climatiche sui Paesi più esposti. Tuttavia, l'impatto specifico su un determinato Paese è altamente incerto e dipende dalla forma esatta della transizione. Di conseguenza, non abbiamo riflettuto su questo nelle nostre prospettive a 10-15 anni.<sup>1</sup>

Al contrario, Svizzera, Unione Europea e Giappone sembrano molto più pronte alla transizione. Questi Paesi sono in effetti meno dipendenti dai combustibili fossili, hanno la volontà di intraprendere la transizione verso un'economia a basse emissioni e in molti casi sono già leader nelle tecnologie verdi. Inoltre, hanno forti interessi geopolitici a ridurre la dipendenza dai combustibili fossili, dunque la dipendenza da i principali Paesi esportatori di petrolio e gas.

<sup>1</sup> Si veda, ad esempio, BCG, "The Economic Case for Combating Climate Change", settembre 2018, per una valutazione bottom-up dettagliata dei costi di transizione che alcuni Paesi potrebbero dover affrontare.

### Esistono differenze regionali significative nella difficoltà dell'adattamento

**FIGURA 5: L'INTENSITÀ DELLE EMISSIONI DI CARBONIO NEI MERCATI E NELLE ECONOMIE GLOBALI**

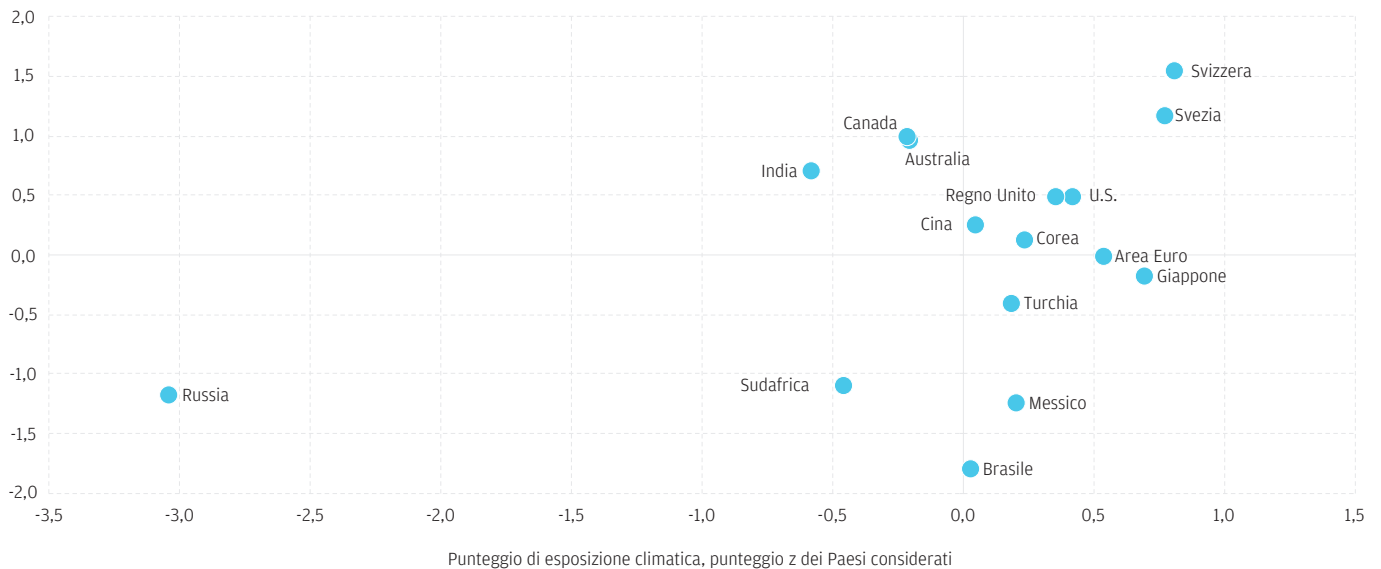
Mercato	Economia interna (punteggi z)		Mercato azionario interno (punteggi z)		Classifica totale
	Esportazioni di carburante in % delle esportazioni di merci	Intensità di emissioni di carbonio in % del PIL	Esposizione a energia e materiali	Intensità di emissioni di carbonio del mercato azionario interno	
Stati Uniti	-0,2	0,4	0,8	0,6	0,4
Area Euro	0,8	0,7	0,5	0,1	0,5
Regno Unito	0,2	0,8	-0,1	0,4	0,3
Giappone	0,8	0,7	0,8	0,4	0,7
Australia	-1,0	0,4	-0,3	0,2	-0,2
Canada	-1,0	0,4	-0,6	0,4	-0,2
Svezia	0,4	1,0	0,9	0,7	0,7
Svizzera	0,9	1,0	0,7	0,5	0,8
Brasile	-0,1	0,6	-0,7	0,3	0,0
Russia	-3,1	-1,6	-3,2	-3,6	-2,9
India	-0,1	-1,4	-0,4	-0,2	-0,5
Cina	0,8	-1,6	0,8	0,2	0,0
Sudafrica	0,1	-1,8	-0,3	0,3	-0,4
Corea	0,3	0,0	0,6	0,0	0,2
Messico	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2
Turchia	0,6	0,3	0,3	-0,4	0,2

Fonte: Bloomberg, MSCI, Banca Mondiale, J.P. J.P. Morgan Asset Management; dati al 9 settembre 2020.

Russia, Sudafrica e Brasile sembrano essere fortemente influenzati dalla transizione e hanno un margine fiscale minimo per affrontarla

**FIGURA 6: ESPOSIZIONE CLIMATICA RISPETTO ALLA CAPACITÀ DI UN PAESE DI FORNIRE STIMOLI FISCALI**

Misura dei margini fiscali, punteggio z



Fonte: J.P. Morgan Asset Management; dati al 9 settembre. I dettagli della nostra misura dell'esposizione climatica si trovano nella Figura 5. La nostra misura del margine fiscale è il risultato di un punteggio combinato di "solidità istituzionale" e uno di "stato delle finanze pubbliche". La solidità istituzionale viene misurata prendendo il punteggio z di una media della classifica di ogni Paese nella percezione della corruzione (Transparency International), libertà economica (Fraser Institute) e governance mondiale (Banca mondiale). I dati sulle finanze pubbliche sono raccolti dalle nostre stime di RG, la differenza tra i tassi di interesse sul debito pubblico (R) e la crescita economica (G); il carico del debito pubblico in % del PIL; e una misura esterna di Moody's del margine prima di raggiungere i limiti del debito pubblico.

## POLITICA CLIMATICA E PRESSIONI INFLAZIONISTICHE

Gli effetti inflazionistici della politica climatica dipendono dal fatto che gli interventi politici seguano un approccio basato sul "bastone" o sulla "carota".

### Bastone

Le politiche di «fixing» del prezzo del carbonio è uno degli esempi più chiari di un approccio basato sul "bastone". Ciò può essere implementato attraverso imposte sulle emissioni o richiedendo alle aziende di acquistare permessi di emissione. L'obiettivo in entrambi i casi è di rendere più costosa per le aziende l'emissione di gas serra e per le famiglie l'acquisto di beni e servizi ad alta intensità di emissioni di carbonio.

Sebbene un certo numero di Paesi abbia già introdotto schemi di fixing del prezzo del carbonio, il prezzo medio è ancora di soli 2 Dollari per tonnellata di CO<sub>2</sub>, ben al di sotto dei 40-80 USD/tonnellata ritenuto necessario per limitare il riscaldamento globale a meno di due gradi.

Una inaspettata introduzione di prezzi del carbonio molto più elevati potrebbe avere un effetto drammatico sull'inflazione. Nel caso più estremo, potremmo assistere a uno shock inflazionistico una tantum fino al 3,3% sull'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo, qualora si applicasse improvvisamente e simultaneamente in tutto il mondo un prezzo di USD 80/tonnellata, che verrebbe subito scaricato sui consumatori finali attraverso le filiere produttive. (Riteniamo che gli effetti

inflazionistici scomparirebbero rapidamente una volta assestatosi il livello dei prezzi.) Non prevediamo tuttavia movimenti così improvvisi e ci aspettiamo invece che i prezzi del carbonio vengano introdotti gradualmente, con un impatto più modesto sull'inflazione. In **FIGURA 7** si ipotizza che questa graduale introduzione dei prezzi del carbonio inizi entro i prossimi cinque anni, sebbene le tempistiche possano facilmente slittare.

I governi potrebbero fare affidamento su una forma diversa di "bastone", ovvero la regolamentazione ambientale, ad esempio sull'efficienza energetica delle nuove case, al posto di o in aggiunta al prezzo del carbonio. Ciò potrebbe portare ad aumenti che rischiano di influenzare il livello di prezzo aggregato; ad esempio, un'abitazione passiva costa dal 5% al 10% in più di una casa tradizionale.<sup>2</sup> Tuttavia, i costi iniziali più elevati dei prodotti ecologici tendono ad essere mitigati da costi operativi inferiori. Di conseguenza, ci aspetteremmo che anche le pressioni inflazionistiche di tali regolamenti diminuiscano nel tempo.

<sup>2</sup> Passive House Institute degli Stati Uniti.

La scelta di un approccio basato sul bastone o la carota porterà probabilmente a tassi di inflazione diversi

FIGURA 7: PANORAMICA DELLE IMPLICAZIONI INFLAZIONISTICHE DELLE DIVERSE OPZIONI DI POLITICA CLIMATICA

Orizzonte temporale Politiche	Impatto a breve termine sull'inflazione (0-5 anni)	Impatto a medio termine sull'inflazione (5-10 anni)	Impatto a lungo termine sull'inflazione (oltre 10 anni)
<b>BASTONE</b> (Attribuire prezzi al carbonio o applicare normative specifiche)	++	+	=
<b>CAROTA</b> (Stimolo fiscale)	+?	+?	+?

Fonte: J.P. Morgan Asset Management.

## Carota

Adottando un approccio “carota”, con l'utilizzo di sussidi e altre forme di sostegno fiscale per sostenere la maggior parte dei costi della transizione verso un'economia a basse emissioni, i governi dovrebbero riuscire a ridurre i costi che sono stati scaricati sulle famiglie mediante prezzi al consumo più elevati.

Allo stesso tempo, lo stimolo fiscale su larga scala potrebbe a sua volta creare pressioni inflazionistiche. Sarebbe probabilmente necessaria una spesa fiscale sostanziale, probabilmente fino all'1,5% del PIL annuo, per coprire i costi della transizione. Parte di questa spesa fiscale potrebbe servire a colmare il divario esistente negli investimenti in infrastrutture o contribuire ad altri obiettivi di sostenibilità, come l'accesso all'acqua pulita.

Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) stima che tale spesa fiscale per le politiche climatiche potrebbe aggiungere circa lo 0,3% ai tassi di inflazione annui nei prossimi 10 anni. Tuttavia, considerando che l'inflazione resta bassa in tutto il mondo, questa previsione ci sembra eccessiva. Ad esempio, nonostante i piani dell'Unione Europea per un “accordo verde” che implichi una spesa fiscale significativa, riteniamo che l'inflazione nell'area Euro continuerà probabilmente a restare sotto l'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE).

Guardando oltre il nostro orizzonte di previsione da 10 a 15 anni, la transizione verso un'economia a basse emissioni può ridurre sia la volatilità dell'inflazione che l'inflazione stessa: una minore dipendenza dalle importazioni di petrolio ridurrà la volatilità del costo dell'energia e un uso più diffuso di tecnologie verdi efficienti può ridurre l'inflazione media, sia fornendo un'alternativa scalabile ai combustibili fossili sia aiutandoci a evitare alcuni degli effetti inflazionistici che i cambiamenti climatici presenterebbero.

## POLITICA CLIMATICA E TASSI DI INTERESSE DI EQUILIBRIO: OSCILLAZIONI MODESTE VERSO L'ALTO O IL BASSO

La struttura della transizione verso un'economia a basse emissioni potrebbe influenzare i tassi di interesse di equilibrio, ma riteniamo che l'impatto sarà modesto. Il nostro scenario di base presume che le variazioni nei tassi reali a lungo termine rifletteranno i cambiamenti nei tassi di crescita attesi. Se il settore privato sostenesse la maggior parte del costo della transizione, ciò comporterebbe un piccolo freno alla crescita economica a medio termine e una riduzione proporzionalmente modesta dei tassi di interesse reali di equilibrio. D'altra parte, se i governi lanciassero un sostanziale stimolo verde, assumendosi il costo della transizione, ciò favorirebbe la crescita, stimolando la crescita dei tassi. In entrambi i casi, vediamo movimenti del tasso di equilibrio di appena circa 10 punti base verso l'alto o verso il basso.

Un aumento significativo della spesa pubblica (e del debito) associato a un approccio "carota" potrebbe anche assorbire parte dei risparmi che negli ultimi anni hanno spinto i tassi di interesse di equilibrio al di sotto dei tassi di crescita. Ciò potrebbe ridurre la quantità di capitale disponibile per altri investimenti produttivi e tenderebbe a spingere verso l'alto i tassi di equilibrio per tali investimenti (**FIGURA 8**). Secondo le ricerche svolte dagli economisti Lukasz Rachel e Lawrence Summers<sup>3</sup> se i governi emettessero più debito per finanziare la transizione, i tassi di interesse di equilibrio potrebbero risalire di altri 50 punti base. Ma questo effetto è molto incerto e dipende in parte dal fatto che lo stimolo verde sia "speciale" o semplicemente riduca i fondi per altre forme di spesa pubblica.

Infine, le azioni delle Banche Centrali nel contesto del cambiamento climatico potrebbero rivelarsi un ulteriore fattore determinante dei tassi di interesse futuri. Le Banche Centrali, comprese la BCE e la Banca d'Inghilterra, hanno affermato chiaramente che considerano il cambiamento climatico pertinente ai loro mandati e hanno inoltre lasciato intendere, senza troppi sottintesi, la possibilità di riorientare i rispettivi programmi di quantitative easing (QE) verso attivi più verdi. Ciò potrebbe includere l'acquisto di debito societario emesso da società ritenute più sostenibili e/o l'acquisto di obbligazioni verdi, un mercato in rapida crescita, attualmente stimato a circa USD 850 miliardi.<sup>4</sup> Più dell'80% delle obbligazioni verdi ha un rating Investment Grade, che è probabilmente una condizione necessaria per la loro inclusione nei programmi delle Banche Centrali.<sup>5</sup>

Pur non aspettandoci che i programmi di QE verde influenzino il livello aggregato dei tassi di interesse, questi potrebbero alzare un muro tra i rendimenti delle attività verdi e le loro controparti non verdi. Al momento, le obbligazioni verdi non sembrano offrire un vantaggio significativo in termini di costi di finanziamento per i loro emittenti rispetto alle obbligazioni convenzionali, ma ciò potrebbe cambiare se le Banche Centrali intervenissero nel mercato ancora piuttosto piccolo aumentando la domanda (e riducendo quindi i rendimenti) di obbligazioni verdi rispetto ad altri attivi.

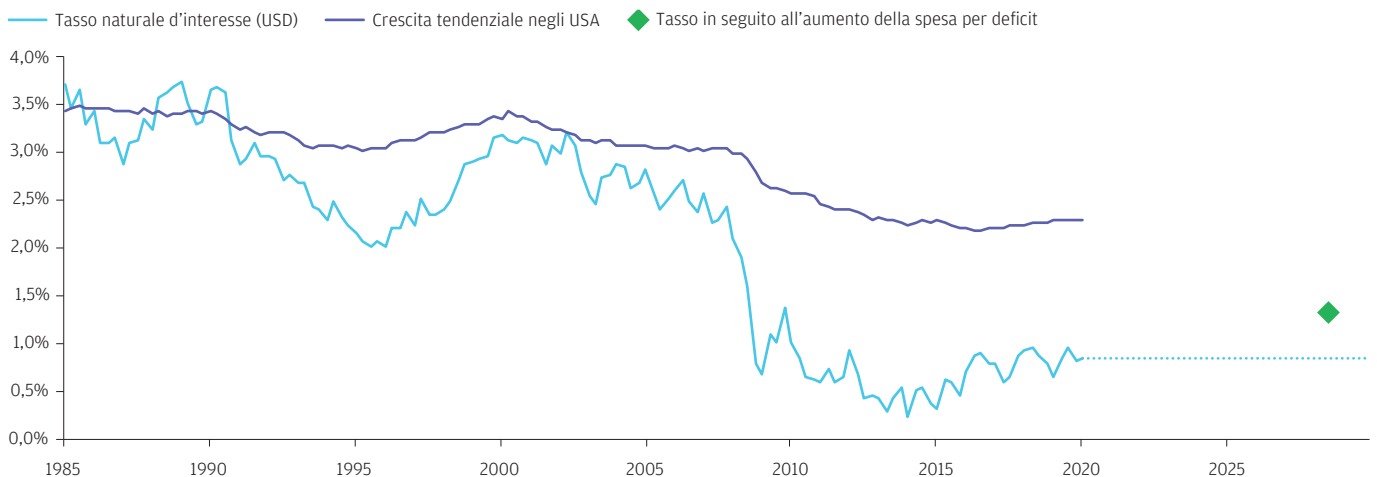
<sup>3</sup> Rachel, Lukasz e Lawrence Summers. "On Secular Stagnation in the Industrialized World," Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2019.

<sup>4</sup> Iniziativa Climate Bonds; dati ad agosto 2020

<sup>5</sup> FMI, Agosto 2019.

### Investimenti su larga scala in tecnologie verdi potrebbero aiutare a ridurre il divario tra tassi di crescita e tassi di interesse di equilibrio a lungo termine

**FIGURA 8: TASSI DI CRESCITA E DI INTERESSE A LUNGO TERMINE DAL 1985**



Fonte: Laubach and Williams, "Measuring the Natural Rate of Interest," Review of Economics and Statistics 85, no. 4 (novembre 2003): 1063-70, Rachel and Summers (2019) e J.P. Morgan Asset Management.

## FORZE COMPENSATIVE IN GIOCO NEI MERCATI AZIONARI

In che modo la transizione verso un'economia a basse emissioni potrebbe influire sui mercati azionari? Qui entrano in gioco varie forze di compensazione. Supponendo che i governi adottino misure per affrontare il cambiamento climatico (il nostro scenario di base), i modelli di sconto sui dividendi che utilizzano i tassi di sconto attuali suggeriscono che il freno sulla redditività aziendale potrebbe portare a un modesto calo dei valori azionari medi di circa il 3%.<sup>6</sup> Tuttavia, è probabile che ciò vari in modo significativo da un Paese all'altro. Ci sono anche una serie di plausibili bilanciamenti. Proteggere le economie dalla volatilità esogena del prezzo del petrolio può favorire una minore volatilità macroeconomica e quindi ridurre i premi al rischio azionario (a tutto vantaggio delle valutazioni azionarie). Allo stesso modo, il livello dei tassi di interesse e le strategie di politica fiscale adottate influenzeranno le valutazioni delle azioni nel nostro orizzonte di investimento da 10 a 15 anni.

È probabile che l'impatto della transizione climatica tra e all'interno dei singoli settori vari in modo significativo. I settori che ne trarranno vantaggio includono l'energia rinnovabile e le infrastrutture verdi. I settori che probabilmente saranno colpiti più duramente sono: energia, beni di consumo ciclici (soprattutto automobili), materiali di base e alcune utility. Le aziende di questi settori subiranno un calo della domanda, poiché i beni che vendono diventeranno meno ricercati e i costi del carbonio diventeranno un onere costante. Tuttavia, l'intensità delle emissioni di un'azienda e la sua capacità di trasferire i costi del carbonio sui consumatori determineranno quanto sarà difficile la transizione climatica per quella azienda. Per fare l'esempio più noto, consideriamo l'impatto sulle compagnie petrolifere.

### Gas e del petrolio: oltre le valutazioni del settore, diverse tonalità di verde

La maggior parte delle compagnie petrolifere sarà probabilmente penalizzata da qualsiasi transizione verso un'economia a basse emissioni per il semplice motivo che l'estrazione di combustibili fossili, insieme al consumo di petrolio, è una causa significativa di emissioni di CO<sub>2</sub>. Questi rischi non sono del tutto nuovi per il mercato e la sottoperformance del settore energetico negli ultimi anni potrebbe suggerire che tali rischi inizino a essere scontati (sebbene vi siano state anche altre forze in gioco).

All'interno del settore energetico, tuttavia, ci aspettiamo una dispersione abbastanza significativa, per tre motivi fondamentali. In primo luogo, alcuni tipi di estrazione petrolifera sono più inquinanti di altri e quindi alcune aziende dovranno probabilmente affrontare limiti più severi alla loro attività. In secondo luogo, un accesso ridotto al credito, che sta già frenando la crescita dell'offerta di petrolio, rischia di colpire in modo

sproporzionato i produttori che dipendono maggiormente da capitale esterno.<sup>7</sup>

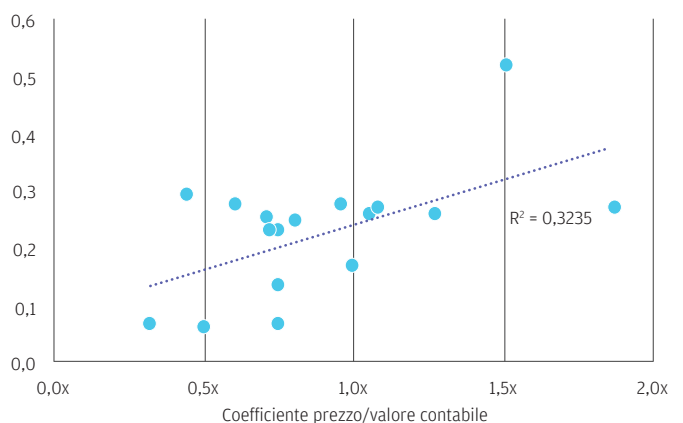
Terzo, alcune "grandi compagnie petrolifere" stanno utilizzando le loro infrastrutture, un migliore accesso al capitale, un approccio agli investimenti a lungo termine e la competenza tecnologica per riconvertirsi essenzialmente in "grandi aziende energetiche". Ad esempio, il gigante petrolifero BP ha recentemente delineato un'ambiziosa strategia di decarbonizzazione che include un calo del 40% nella produzione di petrolio e gas e prevede di aumentare dieci volte gli investimenti nell'energia pulita. La principale compagnia energetica danese, Ørsted, si è già trasformata da produttore di petrolio e gas a società completamente focalizzata sulle energie rinnovabili. Ora è la più grande azienda di parchi eolici offshore del mondo.

In generale, i mercati sono stati lenti nel distinguere tra le società energetiche che aderiscono alla transizione verso un'economia a basse emissioni e quelle che non lo fanno. Tuttavia, ultimamente gli investitori hanno iniziato a guardare con favore gli annunci delle compagnie petrolifere di voler compiere la transizione verso nuovi mercati. Ad esempio, i recenti annunci di BP sono stati visti positivamente. Come illustrato nella **FIGURA 9**, i nostri modelli proprietari indicano la presenza di una correlazione positiva tra le valutazioni delle società petrolifere rispetto alla loro esposizione alla transizione energetica.

### Le compagnie petrolifere integrate che sono più esposte alle tecnologie di transizione hanno rapporti prezzo/valore contabile più elevati

**FIGURA 9: VALUTAZIONI DELLA SOCIETÀ PETROLIFERA RISPETTO ALL'ESPOSIZIONE A TECNOLOGIE DI TRANSIZIONE**

Punteggio di transizione delle emissioni, ThemeBot



Fonte: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.

Nota: In base all'esposizione relativa delle aziende al tema della transizione delle emissioni, misurata dal ThemeBot proprietario di J.P. Morgan Asset Management, uno strumento di intelligenza artificiale.

<sup>6</sup> Si veda, ad esempio, l'Inevitable Policy Response dei Principi d'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite.

<sup>7</sup> Discutiamo questo problema nella sezione materie prime delle proiezioni sulle strategie alternative LTCMA 2021.



In sintesi, l'impatto della transizione verso un'economia a basse emissioni sottolinea il valore di un approccio attivo alla selezione dei titoli. Crediamo che gli investitori debbano costruire i propri portafogli azionari per essere "pronti alla transizione". Ciò può aiutare a isolarli dai rischi del cambiamento climatico, cogliendo al contempo le opportunità di investimento rese possibili dalla transizione.

## INFRASTRUTTURE: OPPORTUNITÀ NEGLI ALTERNATIVI

Anche i mercati privati offriranno un ventaglio sempre più ampio di opportunità. È probabile che la necessità di investimenti infrastrutturali continui a crescere man mano che i Paesi rinnovano le rispettive infrastrutture energetiche per mitigare i cambiamenti climatici e compiono ulteriori investimenti per far fronte alle conseguenze dell'aumento delle temperature (generalmente definito come adattamento climatico).

Secondo un rapporto del 2019 della Commissione globale sull'adattamento, l'adattamento climatico a livello globale richiederà un investimento cumulativo di circa USD 1.800 miliardi nel periodo 2020-30, pari allo 0,2%/anno del PIL globale. Gran parte di quest'investimento sarà necessario nei settori regolamentati in cui i rendimenti del capitale sono in parte modellati dalla regolamentazione dei prezzi (di accesso)<sup>8</sup>. Per attirare nuovo capitale privato, i politici potrebbero dover aumentare i ROE consentiti in futuro, a vantaggio di coloro che oggi investono in infrastrutture verdi.

## CONCLUSIONI

In parole semplici gli investitori non devono temere una transizione ordinata verso un'economia a basse emissioni. Non sappiamo ancora come avverrà la transizione, cioè se i governi tenderanno ad adottare un approccio basato sul bastone o sulla carota. Crediamo che emergeranno significative differenze geografiche e settoriali ed è abbastanza chiaro che alcuni Paesi stiano già muovendo per realizzare una transizione di successo, mentre altri potrebbero seguire a breve. Gli investitori devono identificare le società meglio posizionate per la transizione, anche valutando le informazioni sulla loro impronta ecologica attuale e futura, sulle loro tecnologie a basse emissioni e sulle tendenze specifiche del settore. Agendo in anticipo, gli investitori possono evitare o mitigare i rischi della politica climatica e cogliere opportunità in tutte le classi di attivo e nei mercati, ben prima che vengano scontate.

---

<sup>8</sup> Un prezzo di accesso è il prezzo che le altre società pagano per utilizzare le infrastrutture a valle come i binari, le reti elettriche o le reti di telecomunicazione.


**MATERIALE DESTINATO SOLAMENTE AI CLIENTI PROFESSIONALI | È PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO**

**JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions:** data la complessità intrinseca del trade-off rischio/rendimento, raccomandiamo ai clienti di fare affidamento sul proprio giudizio, oltre che su metodi di ottimizzazione quantitativa, nel definire le strategie di allocazione.

Si fa presente che tutte le informazioni riportate sono basate su analisi qualitative. L'affidamento esclusivo a queste ultime è sconsigliato. Le presenti informazioni non costituiscono una raccomandazione a investire in una particolare classe di attivo o strategia, né una garanzia di rendimenti futuri. Si segnala che le classi di attivo e le ipotesi strategiche riportate nel presente documento sono esclusivamente passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva.

I riferimenti a rendimenti futuri non sono indicativi né garanzia dei rendimenti effettivamente conseguibili dai portafogli dei clienti. Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite a solo scopo illustrativo. Non vanno intese come raccomandazioni d'acquisto o di vendita di titoli. Le previsioni delle tendenze dei mercati finanziari basate sulle condizioni di mercato correnti sono frutto del nostro giudizio e sono soggette a variazioni senza preavviso.

Le informazioni riportate nel presente documento sono ritenute attendibili, ma non se ne garantisce la correttezza o la completezza. Il presente materiale è fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi né deve essere utilizzato come una consulenza contabile, legale o fiscale.

Gli esiti delle previsioni sono indicati a solo scopo illustrativo/analitico e sono soggetti a limitazioni rilevanti. Le stime di rendimenti "attesi" o "alfa" sono soggette a incertezza ed errore. Ad esempio, variazioni dei dati storici da cui tali stime sono desunte determineranno implicazioni diverse per i rendimenti delle classi di attivo. I rendimenti attesi per ciascuna classe di attivo sono dipendenti da uno scenario economico; i rendimenti effettivi al verificarsi dello scenario possono essere superiori o inferiori, rispetto al passato, pertanto un investitore non dovrebbe aspettarsi di conseguire risultati simili ai dati riportati nel presente documento. I riferimenti a rendimenti futuri sia per le strategie di asset allocation che per le classi di attivo non sono garanzie dei rendimenti effettivi conseguibili dai portafogli dei clienti. A causa delle intrinseche limitazioni di tutti i modelli, i potenziali investitori non devono fare affidamento esclusivamente sul modello nel formulare decisioni di investimento. Il modello non può tenere conto dell'impatto che fattori economici, di mercato e di altra natura possono avere sull'implementazione e sulla regolare gestione di un effettivo portafoglio d'investimento. A differenza delle performance di portafoglio reali, i risultati del modello non riflettono contrattazioni, vincoli di liquidità, commissioni, spese, imposte e altri fattori reali suscettibili di incidere sui rendimenti futuri. Le ipotesi del modello sono solo passive e non considerano l'impatto di una gestione attiva. La capacità di un gestore di conseguire simili rendimenti è soggetta a fattori di rischio che possono esulare in tutto o in parte dal controllo del gestore stesso.

Le opinioni contenute nel presente documento non sono da intendersi come una consulenza o una raccomandazione di acquisto o di vendita di investimenti in alcuna giurisdizione, né rappresentano un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Le previsioni, le cifre, le opinioni o le tecniche e strategie di investimento illustrate sono fornite a solo scopo informativo, sono basate su alcune ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti, e sono soggette a variazioni senza preavviso. Le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione.

Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare decisioni di investimento e pertanto non deve essere utilizzato come base di valutazione dei meriti dell'investimento in alcun titolo o prodotto. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili, e stabilire, con l'assistenza dei loro consulenti di fiducia, se gli investimenti menzionati nel presente documento possono considerarsi adatti ai loro obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di disporre di tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti possono subire oscillazioni dipendenti dalle condizioni di mercato e dal trattamento fiscale, e che gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale investito. Le performance e i rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo.

Nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. I dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui alla pagina internet [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Il presente materiale è emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Via Cordusio 3, 20123 Milano, Italia.

Copyright 2020 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

LV-JPM52180 | 11/20 | IT | 0903c02a82a745cb