

Settembre 2024

Alimentare i rendimenti:

Perché è il momento del debito associato alle infrastrutture energetiche non investment grade?



Don Dimitrievich

Senior Managing Director, Portfolio Manager, Energy Infrastructure Credit, Nuveen

SINTESI

La transizione globale verso le energie rinnovabili è uno dei temi d'investimento più importanti della nostra generazione. I governi e le aziende di tutto il mondo stanno mirando a decarbonizzarsi, mentre la digitalizzazione e l'intelligenza artificiale ("IA") generativa stanno portando a un'impennata nella domanda energetica. Come possono gli investitori beneficiare di questi due megatrend?

Il capitale richiesto per finanziare la creazione di infrastrutture sulla base della transizione energetica globale e della digitalizzazione sarà senza precedenti sia in termini di portata che di impellente necessità d'implementazione. Storicamente, il finanziamento delle infrastrutture è stato in gran parte assicurato dalle banche e dal mercato del debito di tipo investment grade. Le crescenti pressioni normative hanno indotto le banche ad abbandonare i prestiti, mentre le spese per le infrastrutture hanno registrato un'enorme crescita grazie a questi due megatrend. Riteniamo che il capitale di debito privato di tipo non investment grade possa contribuire a colmare questo gap, fornendo soluzioni di finanziamento

flessibili e su misura. Questa opportunità è paragonabile alla disintermediazione dei mercati della leverage finance da parte del credito privato nell'ultimo decennio.

Questa emergente asset class del credito privato offre agli investitori un'alternativa interessante al credito societario, in quanto gli asset infrastrutturali forniscono, generalmente, servizi essenziali, generano flussi di cassa stabili e prevedibili, e storicamente sono caratterizzati da bassi tassi di default.

OPPORTUNITÀ DI MERCATO SENZA PRECEDENTI

Secondo Bloomberg New Energy Finance ("BNEF"), tra il 2024 e il 2030 gli investimenti globali destinati alla transizione energetica dovranno raggiungere una media di 4800 miliardi di USD all'anno per raggiungere le zero emissioni nette richieste dall'Accordo di Parigi. Questo livello di investimenti è quasi triplo rispetto agli 1800 miliardi di USD spesi nel 2023. BNEF prevede un livello crescente di investimenti anche in futuro, prevedendo un aumento degli investimenti globali per la transizione energetica a 6600 miliardi di USD all'anno nel periodo 2031-2040. Negli Stati Uniti, l'implementazione di soluzioni a favore del clima richiederà un aumento di 3,5 volte rispetto agli attuali livelli d'investimento, che passeranno da circa 303

DOCUMENTO CONTENENTE OPINIONI. SI VEDANO LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

PRIVO DI ASSICURAZIONE FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | POSSIBILE PERDITA DI VALORE

miliardi di USD nel 2023 a 1100 miliardi di USD di investimenti annualizzati nel periodo 2024-2030.¹ Per mettere in prospettiva l'entità di questa opportunità di finanziamento, si stima che l'intero mercato del credito privato statunitense valga circa 1700 miliardi di USD.²

La decarbonizzazione interessa quasi tutti i settori dell'economia, fornendo energia sostenibile ad abitazioni, uffici, trasporti e processi industriali, come la produzione di acciaio e cemento. Parallelamente alla decarbonizzazione, la digitalizzazione e l'IA stanno determinando una crescita significativa della domanda energetica. In media, una query di ChatGPT richiede una quantità di elettricità quasi 10 volte superiore a una classica ricerca su Google. Goldman Sachs Research stima che la domanda di energia da parte dei data center crescerà del 160% entro il 2030.³ Tra il 2022 e il 2030, la domanda di energia elettrica aumenterà sulla base di un CAGR pari a circa il 2,4% e, circa 0,9 punti percentuali, pari al 37% della crescita totale, saranno legati ai data center.⁴ Al fine di soddisfare la domanda di energia associata a decarbonizzazione e digitalizzazione, sarà necessario un ampio spettro di soluzioni ad alta intensità di capitali, come progetti di generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili (energia eolica e solare), stoccaggio dell'energia ed efficienza energetica. Indipendentemente dagli andamenti politici, il trend secolare di aumento della domanda di energia elettrica sostenibile rimarrà probabilmente una significativa opportunità

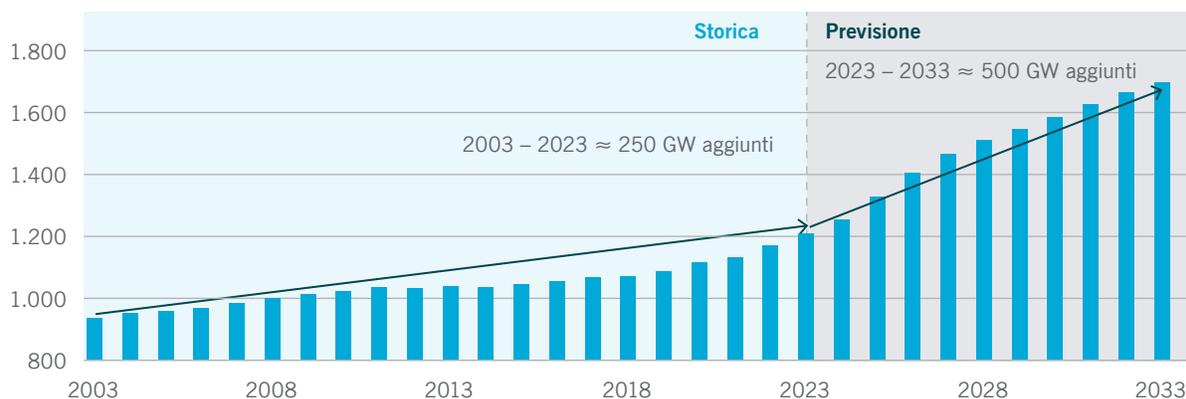
d'investimento, che richiederà soluzioni di finanziamento flessibili per incrementare le tradizionali fonti di capitale.

FONTI TRADIZIONALI DI CAPITALE: PRESSIONE NORMATIVA

La crisi finanziaria globale ("GFC") del 2008-2009 ha avuto un profondo impatto sui mercati del finanziamento delle infrastrutture. Prima della GFC, le banche internazionali finanziavano oltre il 90% del debito infrastrutturale privato a livello mondiale. In questo periodo, le problematiche connesse ai bilanci delle banche commerciali consentirono agli investitori istituzionali di intervenire per colmare le lacune di finanziamento. Sebbene le banche commerciali rimangano un attore importante, gli investitori istituzionali hanno accresciuto significativamente la loro presenza sui mercati del debito infrastrutturale.⁵ In presenza di una crescente pressione normativa e di vincoli patrimoniali, riteniamo che le banche avranno capacità limitate per finanziare l'implementazione della decarbonizzazione. I requisiti patrimoniali imposti dalla normativa di Basilea III sono particolarmente onerosi per le banche che operano sul mercato dei prestiti di tipo non investment grade. La citazione riportata di seguito di Global Infrastructure Hub illustra la sfida che le banche devono affrontare sul mercato infrastrutturale:

"Le ultime riforme previste da Basilea III riducono l'attrattiva degli investimenti

Figura 1: Capacità di generazione del settore dell'energia elettrica statunitense (GW)



Fonte: Capacità effettiva di generazione del settore elettrico dal 1990 al 2022 – Rapporto annuale sui generatori elettrici AIE-860 (pubblicato a settembre 2023). Capacità di generazione del settore elettrico dal 2023 al 2050 – Prospettive energetiche annuali 2023 (pubblicazione nel marzo 2023).

infrastrutturali per il settore bancario, dove le ponderazioni del rischio applicate ai prestiti in project finance sono significativamente più alte di quelle dei profili di rischio storici dei progetti infrastrutturali. Di conseguenza, stiamo assistendo al ritiro delle banche dai progetti infrastrutturali. Prevediamo che questa tendenza si accentuerà nei prossimi anni.”⁶

Il credito privato è pronto a svolgere un ruolo cruciale nel colmare il vuoto lasciato dalle banche, fornendo soluzioni di finanziamento creative agli emittenti nel comparto infrastrutturale che sono alla ricerca di capitali.

IL DEBITO INFRASTRUTTURALE OFFRE AGLI INVESTITORI IL POTENZIALE PER RENDIMENTI INTERESSANTI ADEGUATI AL RISCHIO

Gli asset infrastrutturali offrono agli investitori nel credito privato diversi vantaggi rispetto al credito societario di tipo non investment grade, tra cui:

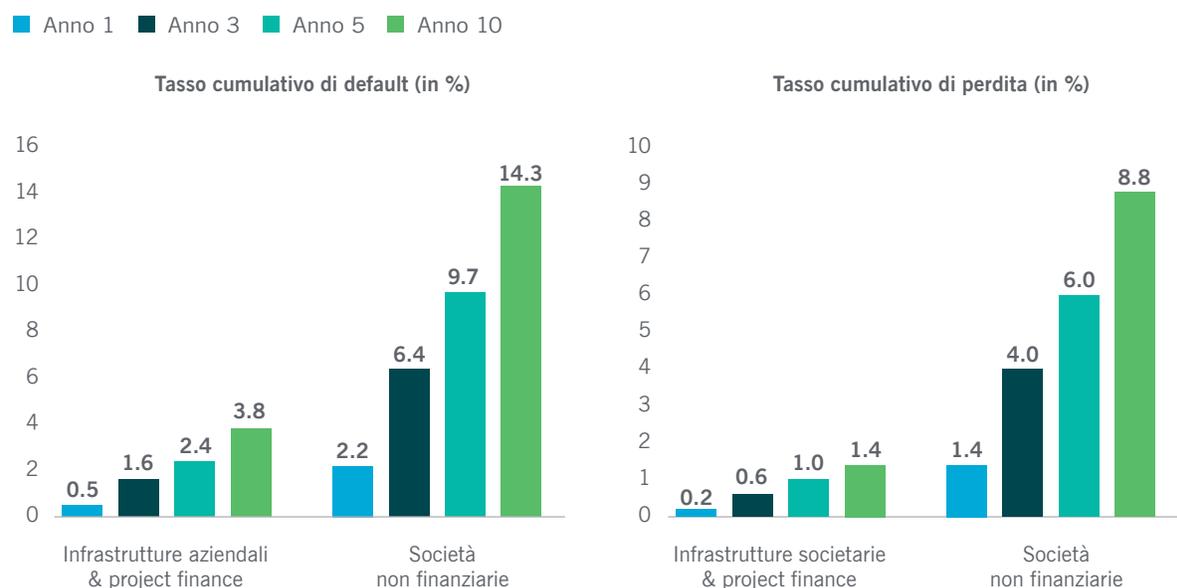
- Tassi di default e di perdita storicamente più bassi rispetto al debito societario non finanziario.

- Flussi di reddito stabili e di natura difensiva, meno correlati ai mercati azionari pubblici e del credito societario.
- Servizi essenziali per i consumatori e le imprese, come l'energia elettrica, il riscaldamento e il raffreddamento.

Come illustrato nella Figura 2 sottostante, il debito infrastrutturale ha storicamente registrato tassi cumulativi di perdita e di default inferiori rispetto al debito societario non finanziario. Riteniamo che questi tassi più bassi siano dovuti alla stabilità dei flussi di cassa e ai servizi essenziali forniti dagli asset infrastrutturali. I principali asset infrastrutturali nei Paesi sviluppati presentano caratteristiche monopolistiche o quasi monopolistiche e beneficiano di elevate barriere d'ingresso.⁷ Inoltre, la natura fisica e di lunga durata della maggior parte degli asset infrastrutturali fornisce ai finanziatori una garanzia collaterale dei real asset. Riteniamo che la combinazione di queste considerazioni positive sul credito riduca i tassi d'insolvenza e aumenti i tassi di recupero.

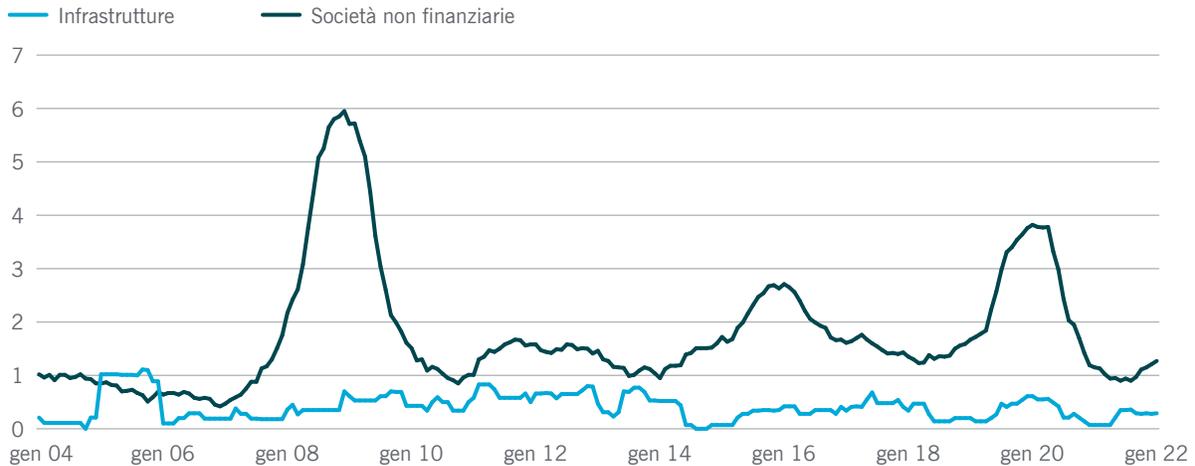
La precedente Figura 3 illustra come il debito infrastrutturale non sia strettamente correlato ai cicli economici o al credito societario. Mentre i

Figura 2: Tassi cumulativi di default e di perdita



Fonte: Moody's Investor Services: Tassi di default e di recupero nel comparto infrastrutturale, 1983-2023 (pubblicazione luglio 2024).

Figura 3: Tasso d'insolvenza a 12 mesi trailing relativo al debito delle infrastrutture e delle società non finanziarie (in %)



Fonte: S&P Global (Ratings Direct) – default, transizione e recupero: studio annuale del 2022 su default e transition rating nel comparto infrastrutturale (pubblicato nel novembre 2023).

tassi di default delle società non finanziarie hanno registrato un'impennata durante la Grande Crisi Finanziaria, i tassi d'insolvenza rolling su 12 mesi per il comparto infrastrutturale sono rimasti inferiori all'1%.

OPPORTUNITÀ DI SOLUZIONI FLESSIBILI NEL DEBITO PRIVATO

I fornitori tradizionali di debito nel comparto infrastrutturale sono spesso rigidi per quanto riguarda le tipologie di strutture di capitale e di progetti che sono disposti a finanziare. Il credito privato può subentrare per fornire soluzioni su misura, che esulano dai normali finanziamenti dei progetti. Tra gli esempi in tal senso rientrano l'efficienza energetica, il finanziamento di piattaforme per lo sviluppo delle energie rinnovabili, i progetti di stoccaggio dell'energia, la digitalizzazione e i progetti per le catene di fornitura nel comparto infrastrutturale. Anche il capitale privato può essere più flessibile per quel riguarda l'ambito e la modalità d'intervento nella struttura del capitale. Ad esempio, il credito privato per le infrastrutture energetiche impiegato per finanziare uno sviluppatore di energie rinnovabili può essere un debito junior a livello di progetto, ma essere first lien a livello di sviluppo e/o di altri asset aziendali. Il finanziamento nel suo complesso verrebbe sostenuto da asset infrastrutturali, che, come riportato nei grafici precedenti, hanno storicamente registrato tassi d'insolvenza

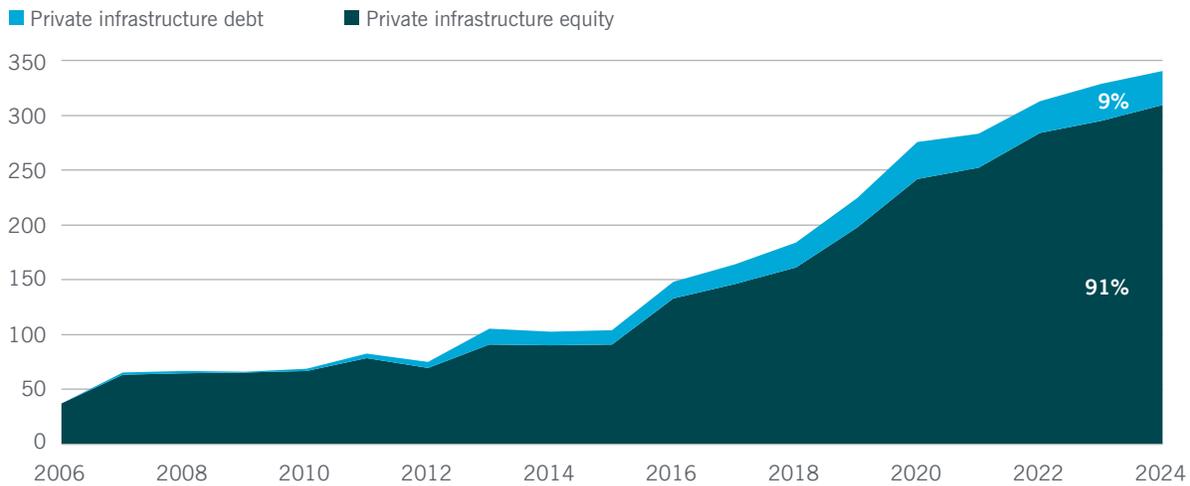
e di perdita inferiori al credito societario non finanziario.

Riteniamo che il credito privato possa offrire strutture di finanziamento non tradizionali, pur mantenendo molti dei vantaggi del debito infrastrutturale tradizionale, come i covenant finanziari, l'ammortamento, lo sweep dei flussi di cassa in eccesso, le restrizioni alla vendita di asset e dividendi, le garanzie reali e la seniority strutturale rispetto agli investitori azionari. Il credito privato di tipo non investment grade punta a rendimenti con un premio di diverse centinaia di punti base rispetto al comparto investment grade, grazie a una combinazione di commissioni anticipate, cedole e call protection.

DISALLINEAMENTO NELLA RACCOLTA DI FONDI PER INFRASTRUTTURE PRIVATE EQUITY E CREDITO PRIVATO

Mentre il private infrastructure equity è una classe d'investimento del tutto consolidata, il credito privato per le infrastrutture, pur essendo in crescita, è in rapporto minuscolo. L'infrastructure equity rappresenta il 91% del capitale privato cumulativo raccolto dal 2006, rispetto a solamente il 9% del debito privato nel comparto infrastrutturale. Riteniamo che il credito privato in ambito infrastrutturale come classe d'investimento sia solo agli albori e sia destinato a una crescita significativa.

Figura 4: Dry powder del capitale privato in ambito infrastrutturale globale (miliardi di USD)



Fonte: Preqin, maggio 2024. Il private infrastructure equity è composto da fondi core, core plus, a valore aggiunto e opportunistici.

CONCLUSIONE

Riteniamo che i gestori degli investimenti nel credito privato che vantano una significativa esperienza nel settore energetico ed elettrico, oltre che una competenza in materia di sottoscrizione del credito, siano in grado di sfruttare le opportunità d'investimento derivanti dai megatrend della decarbonizzazione e della digitalizzazione. Tali trend richiederanno investimenti senza precedenti nelle infrastrutture energetiche ed elettriche al fine di soddisfare la crescente domanda. Il credito privato nel comparto infrastrutturale è idoneo a fornire soluzioni flessibili, relativamente al capitale di debito, a favore di emittenti potenzialmente in grado di generare solidi rendimenti adeguati al rischio.

Per ulteriori informazioni, visitare il nostro sito Web, nuveen.com/infrastructure.

Note finali

- 1 BloombergNEF: Le tendenze della transizione degli investimenti energetici 2024, 30 gennaio 2024.
- 2 Bloomberg: Attualmente tutti optano per il credito privato, aprile 2024.
- 3 Goldman Sachs: L'IA è destinata a far crescere del 160% la domanda di energia dei data center, 14 maggio 2024.
- 4 Ibid. Il tasso di crescita della domanda di energia del 37% attribuito ai data center è stato calcolato prendendo il CAGR dello 0,9% per la crescita dei data center diviso per il tasso di crescita totale del 2,4%.
- 5 MetLife Investment Management, investimenti nel debito infrastrutturale: Una panoramica, 21 settembre 2020.
- 6 Marie Lam – Fendo, CEO di GI Hub, pubblicato in Infrastructure Investor: Mitigating the Impacts of Basel III on Private Infrastructure Investment, 23 novembre 2023.
- 7 Capacità storica di generazione del settore elettrico dal 2003 al 2022 - EIA-860 Annual Electric Generator Report (released: 9/20/2023) – Existing Nameplate and Net Summer Capacity by Energy Source, Producer Type and State (EIA-860) – <https://www.eia.gov/electricity/data/state/> (State Code: US, Fuel Source: All Sources, Producer Type: Combined Heat and Power, Electric Power - Electric Generators, Electric Utilities - Electric Generators, Independent Power Producers). Previsione della capacità di generazione del settore elettrico dal 2023 al 2033 - Annual Energy Outlook 2023 (released: 3/16/2023, Reference Case Projections Tables – Table 9. Electricity Generating Capacity, https://www.eia.gov/outlooks/aeo/tables_ref.php) – Row 74: Total Electric Power Sector Capacity.

Questo materiale non è da intendersi come una raccomandazione o una consulenza in materia d'investimento, né costituisce una sollecitazione alla compravendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento, e non è fornito a titolo fiduciario. Le informazioni comunicate non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifici di un particolare investitore, né suggeriscono una specifica linea d'azione. Le decisioni in materia d'investimento devono essere assunte in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore, che si deve consultare coi suoi advisor. I giudizi e le opinioni espressi sono solo a titolo informativo ed educativo alla data di redazione/scrittura e possono essere modificati senza preavviso, in qualsiasi momento, in base a fattori quali le condizioni di mercato o gli sviluppi legali e normativi. Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Il presente materiale può contenere informazioni "previsionali", che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e composizione proposta o prevista dei portafogli. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate al momento della redazione di questo materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni presentate all'interno di questo documento. I risultati passati non sono garanzia di risultati futuri. L'investimento comporta un rischio; è altresì possibile la perdita del capitale investito. Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia d'investimento secondo la definizione della MiFID. Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non viene rilasciata alcuna dichiarazione o garanzia circa l'accuratezza, affidabilità o completezza, né si assume alcuna responsabilità per le decisioni basate su tali informazioni e non si dovrebbe fare affidamento su di esse.

Delucidazioni sul rischio

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio e non viene rilasciata alcuna garanzia che un investimento ottenga una performance positiva per un dato periodo di tempo. Gli investimenti azionari comportano dei rischi. Gli investimenti sono altresì soggetti a rischi politici, valutari e normativi. Tali rischi possono essere maggiori sui mercati emergenti. La diversificazione è una tecnica che aiuta a ridurre il rischio. Non viene fornita alcuna garanzia che la diversificazione garantirà una protezione a da una perdita di reddito. L'investimento in obbligazioni municipali comporta dei rischi, quali il rischio correlato ai tassi d'interesse, il rischio creditizio e il rischio di mercato, compresa una possibile perdita del capitale. Il valore del portafoglio fluttuerà in base al valore dei titoli sottostanti. Sussistono particolari rischi associati a investimenti in obbligazioni high yield, attività di copertura e potenziale utilizzo della leva finanziaria. I portafogli che includono obbligazioni municipali con un rating più basso, comunemente denominate obbligazioni "high yield" o "junk", considerate speculative, presentano un maggiore rischio creditizio e d'investimento. I rating creditizi sono soggetti a variazione. AAA, AA, A, e BBB sono rating di tipo investment grade; BB, B, CCC/CC/C e D sono rating al di sotto di investment grade. Quale classe d'investimento, i real asset sono meno sviluppati, più illiquidi e meno trasparenti rispetto alle classi d'investimento tradizionali. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla detenzione di beni immobili e agli investimenti all'estero, comprese le variazioni di condizioni economiche, valori delle divise, rischi ambientali, costo e capacità di ottenere un'assicurazione e i rischi legati alla locazione degli immobili. Gli investitori devono essere consapevoli che gli investimenti alternativi, inclusi il private equity e il private debt, hanno carattere speculativo, sono soggetti a dei rischi sostanziali, compresi quelli associati a liquidità limitata, ricorso alla leva finanziaria, vendite allo scoperto e investimenti concentrati, e possono comportare strutture fiscali e strategie d'investimento complesse. Gli investimenti alternativi possono essere illiquidi, e potrebbero non essere presenti un mercato secondario liquido o acquirenti pronti a comprare tali titoli, potrebbe non sussistere l'obbligo di fornire informazioni periodiche sui prezzi o sulle valutazioni agli investitori, potrebbero esserci ritardi nella distribuzione delle informazioni fiscali agli investitori. Inoltre gli investimenti alternativi non sono soggetti agli stessi requisiti normativi di altre tipologie di veicoli d'investimento in pool e potrebbero essere soggetti a commissioni e spese elevate, che ne ridurrebbero gli utili. Gli investimenti alternativi non sono adatti a tutti gli investitori e non dovrebbero rappresentare un programma d'investimento complessivo. Gli investitori possono perdere tutto o quasi tutto il capitale investito. I ricavi storici conseguiti dai veicoli che ricorrono ad asset alternativi non costituiscono una previsione della performance futura né una garanzia dei risultati futuri, e non viene rilasciata alcuna garanzia che rendimenti equiparabili saranno conseguiti da una specifica strategia. I gestori nell'impact investing e nell'ESG ("Environmental, Social and Governance", ambito Ambientale, Sociale e di Governance) potrebbero prendere in considerazione fattori al di là delle tradizionali informazioni finanziarie per la selezione dei titoli, il che potrebbe comportare una performance relativa degli investimenti che si discosta da quella di altre strategie o dei benchmark di mercato in generale, a seconda del fatto che tali settori o investimenti godano o meno del favore del mercato.

Nuveen, LLC offre soluzioni d'investimento tramite i suoi specialisti degli investimenti.

PRIVO DI ASSICURAZIONE FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | POSSIBILE PERDITA DI VALORE

nuveen

A TIAA Company