

18 gennaio 2021

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

# LUCI E OMBRE DEL BOOM DELLA FINANZA VERDE

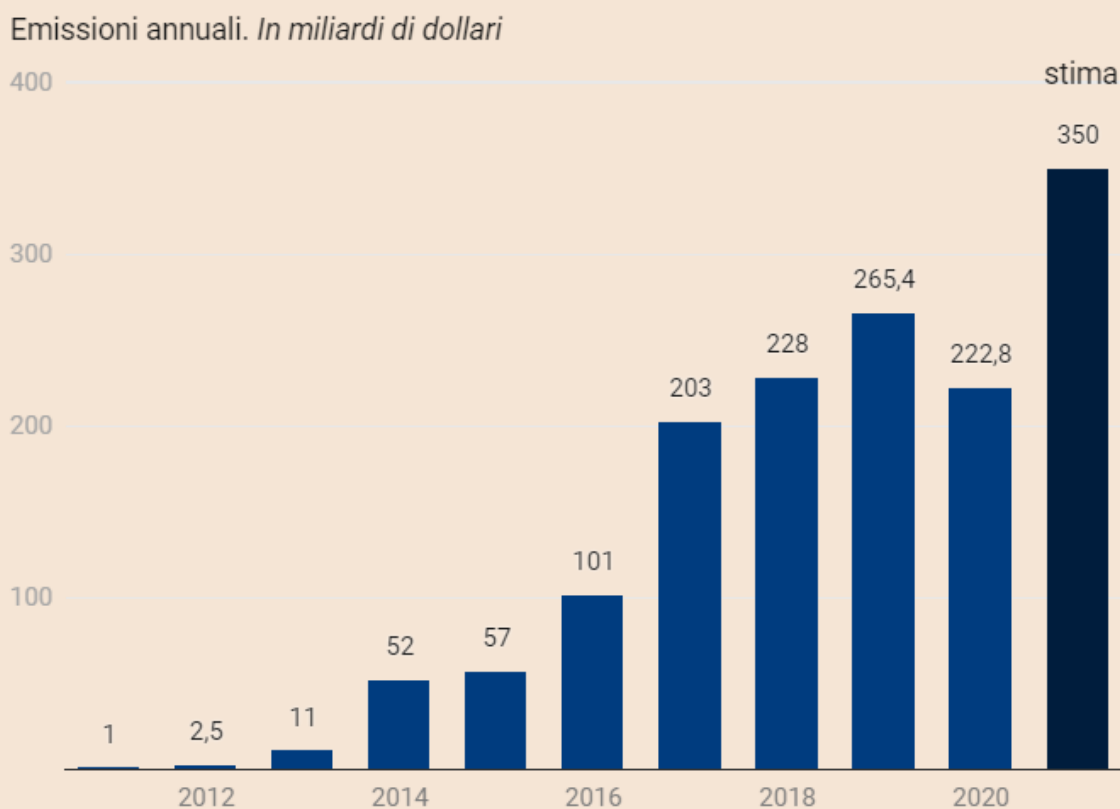
di Marcello Minenna

Dopo un 2020 in frenata, si ritiene verosimile una rinnovata corsa alle obbligazioni verdi nel 2021, trainata dalle dichiarazioni dei principali leader mondiali per una ripresa sostenibile. Secondo le stime più recenti governi e *corporations* dovrebbero emettere 350 miliardi di \$ di “debito verde” nel 2021, il 50% in più del totale raccolto nel 2020 (cfr. Figura 1). L'Unione Europea (UE) ha annunciato che lancerà obbligazioni verdi per un valore di 225 miliardi di € come parte della *tranche* di 750 miliardi di avvio del *Recovery Plan*. La proiezione si baserebbe dunque sull'aspettativa che circa 1/5 di quei 225 miliardi riuscirebbe a raggiungere il mercato già quest'anno.

Ma l'ottimismo arriva anche da oltreoceano: la presidenza di Joe Biden fornirà vento favorevole al settore dopo un'amministrazione Trump ostile agli investimenti ambientali, sociali e di *governance*. Biden ha promesso di rientrare nell'accordo sul clima di Parigi e di portare gli USA ad essere ad emissioni zero (o *carbon-neutral*) entro il 2050, lo stesso orizzonte prefissato dall'UE. La scelta dei suoi collaboratori, tra i maggiori esperti del mercato degli investimenti sostenibili, sembra promettere bene. Alla fine di settembre 2020, anche il presidente cinese Xi Jinping ha annunciato l'obiettivo per il suo paese di diventare *carbon neutral* prima del 2060. La Cina ha già emissioni cumulative di *green bonds* per 117 miliardi di \$, al secondo posto dopo gli USA e questo impegno richiederà probabilmente multipli di tale investimento.

Figura 1

## I GREEN BOND



Il supporto politico appare un elemento più che mai necessario in un mercato che sta cominciando a mostrare evidenti contraddizioni collegate alla tumultuosa crescita degli ultimi anni. Nel 2020 la domanda degli investitori internazionali per progetti di finanza verde è restata altissima nonostante la crisi pandemica. Tuttavia l'offerta di investimenti realmente *green* rigorosamente conformi ai rigidi criteri stabiliti dal consorzio globale della "Climate Bond Initiative", una costola dell'ICMA (l'*International Capital Market Association* che è portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*) non ha tenuto il passo in un periodo di forte recessione economica.

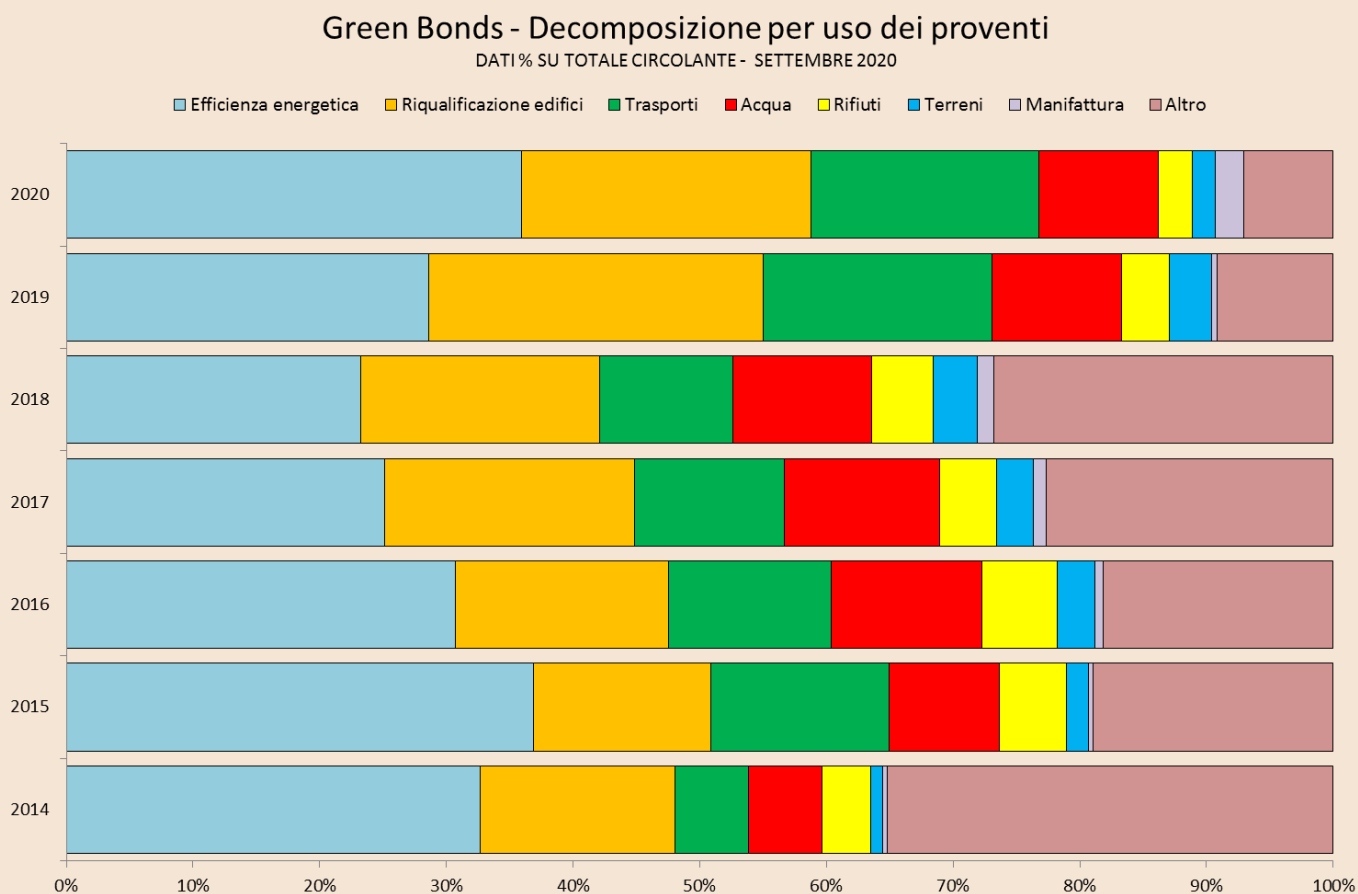
Il "codice verde" per gli investimenti *green* definisce procedure trasparenti in grado di identificare: la destinazione d'uso dei proventi, i processi di valutazione e selezione dei progetti, la loro gestione ed il successivo *reporting* al mercato. I titoli che soddisfano questi *standard* vengono certificati come *green* dall'ICMA, un riconoscimento che funge da garanzia contro comportamenti fraudolenti

finalizzati a perseguire un ambientalismo puramente di facciata (il c.d. *greenwashing*) da parte di industrie inquinanti.

## L'impatto pandemico sul mercato delle obbligazioni verdi

Fino ad ora la regolamentazione ha efficacemente impedito fenomeni di sfruttamento improprio della qualifica di obbligazioni verdi. Dall'analisi dei dati (cfr. Figura 2) si osserva come circa 1/3 dei proventi sia stato utilizzato per interventi di miglioramento dell'efficienza energetica (barre celesti). In crescita tendenziale (barre arancioni) la quota destinata alla riqualificazione edilizia che nel 2020 ha assorbito il 22% dei flussi in ingresso, insieme all'ammodernamento dei veicoli di trasporto (barre verdi, in aumento dal 5,8% del 2014 al 18% del 2020). Si sono ridotti invece soprattutto negli ultimi anni le quote destinate a progetti di ammodernamento delle reti idriche (barre rosse) e degli impianti di trattamento rifiuti (barre gialle).

Figura 2



## La quota Renmimbi

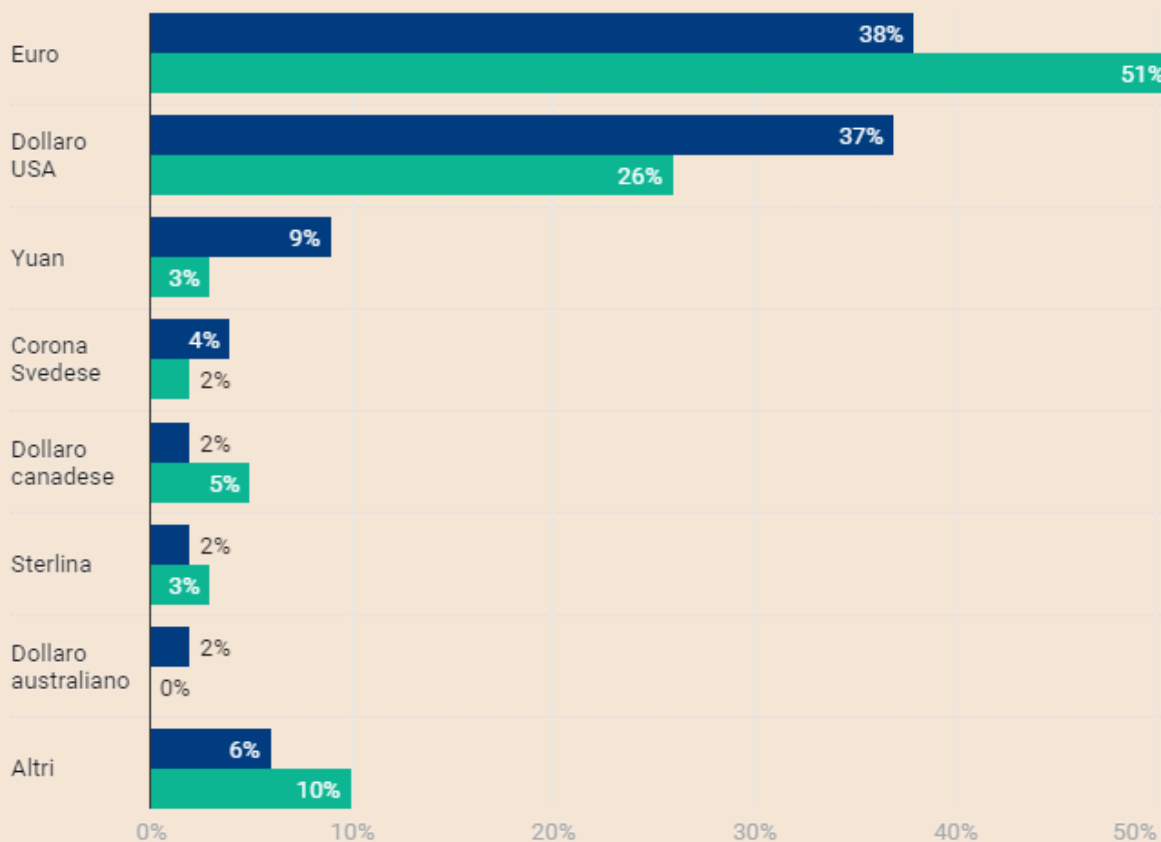
Nel 2020 il mercato è andato incontro a cambiamenti strutturali (cfr. Figura 3): se nel 2014 la maggioranza delle emissioni era denominata in Euro e in Dollari, dal 2017 ha acquisito una crescente importanza la quota denominata in Renmimbi, segnaletica dell'ingresso dirompente dell'industria cinese sugli investimenti in energie rinnovabili. Tuttavia nel 2020 la quota di emissioni in Euro ha subito un incremento drastico, a fronte della riduzione del peso delle emissioni in tutte le altre valute (in special modo Dollari e Yuan).

Figura 3

### DECOMPOSIZIONE PER VALUTA

Dati % su totale circolante - settembre 2020

■ Totale circolante ■ Emissioni del 2020

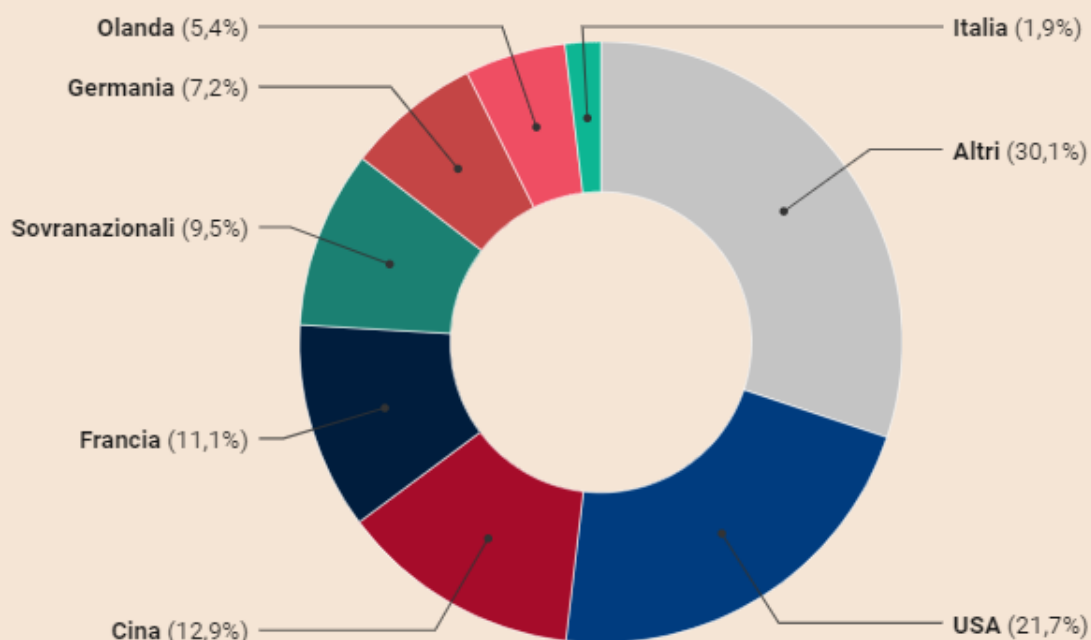


Se si guarda alla nazionalità degli emittenti (cfr. Figura 4), l'UE continua a detenere una posizione dominante con oltre il 30% delle emissioni; Germania, Francia ed Olanda cubano da sole il 25%. La spiegazione sta nell'elevato coinvolgimento dei governi: l'Olanda è stata la prima emittente con rating "AAA" nel 2019 per circa 6 miliardi; la Francia ha seguito con un'emissione di ben 21 miliardi. Nel 2020 il mercato è stato dominato da Svezia e Germania.

Figura 4

#### DECOMPOSIZIONE PER PAESE

Dati % su totale circolante - settembre 2020



L'ultima emissione tedesca è significativa sotto diversi aspetti: si tratta di un *green Bund* a 10 anni collocato a settembre 2020 che ha incontrato una domanda record, raccogliendo 6,5 miliardi di €. Il governo tedesco intende creare a stretto giro una curva delle obbligazioni *green* con l'aggiunta di *green Bund* a 2, 5 e 30 anni che plausibilmente diventerà un riferimento per il mercato del debito verde. Più a lungo termine, l'idea del Tesoro tedesco è quella di effettuare un "twinning" completo della curva governativa, tale per cui ci sarà in offerta un'obbligazione *green* con la stessa cedola e la stessa scadenza per ogni titolo di Stato convenzionale. L'importanza di quest'operazione è che il differenziale di

rendimento tra obbligazioni tradizionali e verdi (il c.d. *greenium*) sarà finalmente prezzato regolarmente in uno dei mercati più ampi e liquidi del mondo.

Tra il 2014 ed il 2019, mediamente le obbligazioni *green* hanno offerto dei rendimenti più bassi rispetto a quelle ordinarie di alcuni punti base, ma le stime sono sempre state approssimative per via della scarsa liquidità dei titoli. Questo premio al rischio negativo dovrebbe riflettere l'internalizzazione dei costi di tutela climatica e ambientale ed il vantaggio di operare in un mercato strutturalmente in eccesso di domanda.

### **La controversa ascesa dei «transition bonds»**

La scelta dell'etichetta verde può aumentare in modo sostanziale la domanda per un'emissione obbligazionaria: i *green bonds* sono sottoscritti in media cinque volte in eccesso all'offerta disponibile, rispetto alle tre volte dei *bond* standard (*vanilla*). Nel 2020 la combinazione dell'eccesso di domanda per qualsiasi investimento che esibisse etichetta di sostenibilità, di emittenti desiderosi di mostrare le loro credenziali ecologiche e di banche a caccia di accordi ha creato le condizioni ideali per lo sviluppo di una nuova controversa classe di *assets*, i c.d. *transition bonds*.

Un *transition bond* è una categoria intermedia di investimento in progetti non esattamente *green* ma che puntano comunque ad una riduzione del danno ambientale. Dunque è possibile che i progetti prevedano ancora l'utilizzo di forme di energia “sporche” (carbone, petrolio) ma in una prospettiva di riduzione dei consumi e dell'impatto. Ad es., una compagnia di navigazione che revisiona la sua flotta per funzionare a gas naturale meno inquinante del petrolio, o il *refitting* di centrali elettriche per bruciare gas invece che carbone sono entrambi progetti fuori dal perimetro degli investimenti *green* ma finanziabili attraverso *transition bonds*.

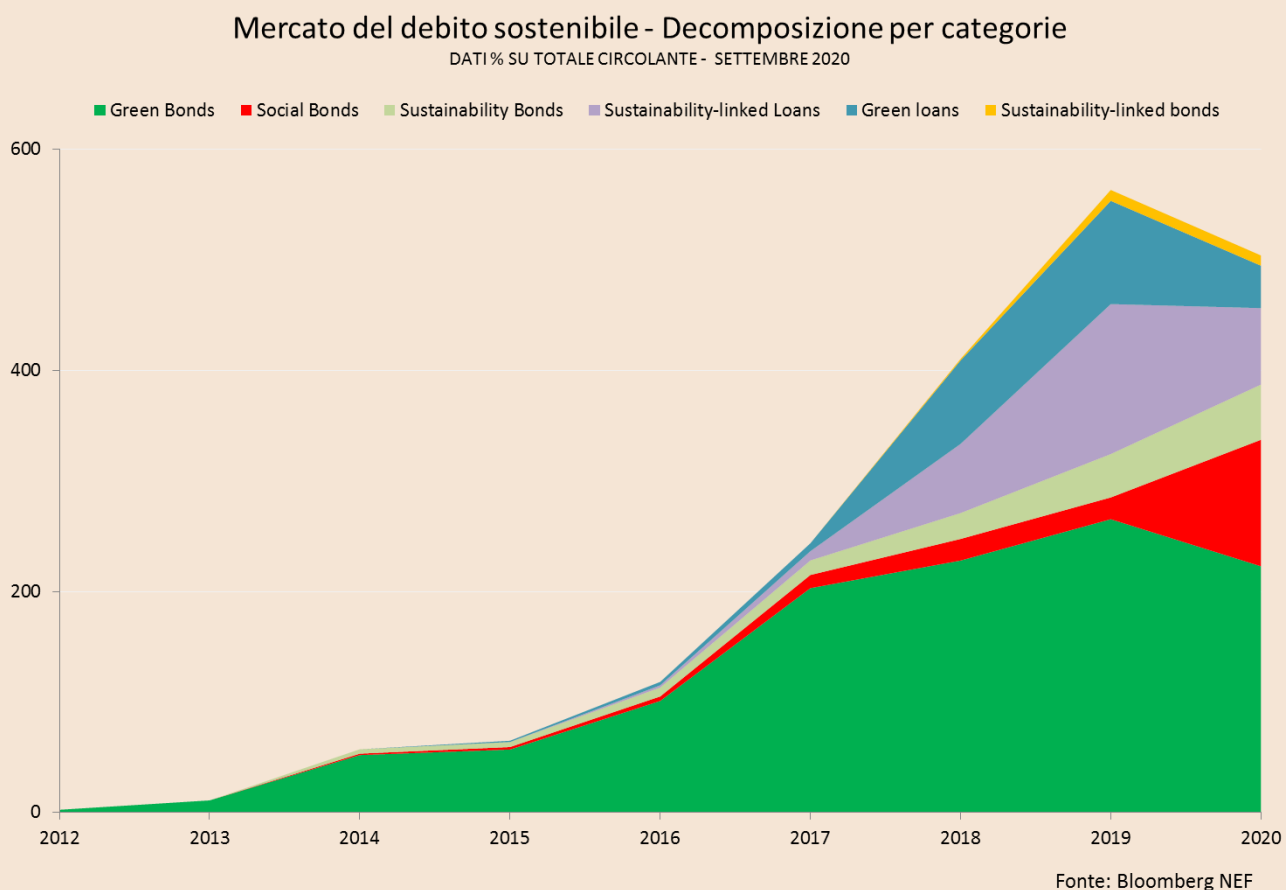
Sebbene la filosofia alla base di questa *asset class* abbia senso, al momento non ci sono regole o un *consensus* di mercato su quali attributi precisi siano necessari per definire un particolare progetto come “di transizione” ovvero sostenibile. Altresì non è possibile fornire alcuna garanzia in termini di linee-guida su rendicontazione, gestione dei proventi e strategie di sostenibilità degli emittenti,

nella prospettiva di creare un mercato rigoroso per tali operazioni. Insomma per i *transition bonds* l'asticella è posta evidentemente al ribasso.

Di conseguenza, c'è il rischio tangibile che i *transition bonds* possano essere soggetti ad abusi da parte delle banche incentivate a guadagnare alte commissioni ed emittenti desiderosi di poter vantare credenziali verdi. A differenza dei *green bonds*, che vengono utilizzati per finanziare specifici progetti legati ad es. al clima, per questa *asset class* non ci sono restrizioni su come un emittente possa utilizzare il denaro raccolto. Nei mesi scorsi ci sono già stati sul mercato casi di emissioni che hanno generato forti controversie, specialmente nel settore dell'allevamento intensivo e della produzione industriale di carne.

Il mercato del debito verde sta dunque osservando dal 2019 l'ascesa di rivali emergenti. A fine 2020 siamo a circa 128 miliardi di emissioni annuali (cfr. Figura 5) alternative ai *green bonds* standard, con un più ampio bacino di investitori ed un potenziale di crescita più elevato.

Figura 5



I dati confermano come nell'ultimo biennio ci sia stato un generale ridimensionamento di prestiti ed emissioni obbligazionarie strettamente *green* a favore di altri strumenti di finanziamento ibridi di transizione (*sustainability bonds*, *sustainability-linked bonds*) soggetti a forme meno intense di regolamentazione. In forte espansione anche il mercato dei *social bonds* (area rossa), che sono stati utilizzati come strumenti di contrasto agli effetti della pandemia sul mercato del lavoro. Recentemente, le emissioni del Fondo SURE della Commissione Europea sono state effettuate proprio attraverso questo tipo di strumento finanziario.

In definitiva, ci sono tutti gli elementi per prevedere un fortissimo rimbalzo del mercato del debito verde nel 2021, ed una posizione di primo piano dell'UE grazie all'impatto del *Recovery Plan*. Tuttavia una crescita sregolata ed un generale abbassamento degli standard potrebbero facilmente minare la credibilità della macchina burocratica di etichettatura "verde" che ha permesso lo sviluppo del mercato quando era ancora in fasce.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*