

22 marzo 2021

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | BOND SOVRANI

QUANDO I GOVERNI SCELGONO IL DEBITO VERDE

di Marcello Minenna

La domanda globale di investimenti verdi è in continua crescita. Nel 2020 governi, enti sovranazionali e società private hanno raccolto la cifra record di 490 miliardi di \$ collocando obbligazioni verdi, sociali e sostenibili (ESG *Environmental, Social and Governance*). 347 miliardi sono stati versati in fondi di investimento incentrati sulla finanza verde - un massimo storico - e più di 700 nuovi fondi sono stati lanciati per intercettare il crescente flusso di denaro.

Il 2021 si preannuncia altrettanto esplosivo. La società di *rating* Moody's prevede che le emissioni complessive di debito verde raggiungeranno i 650 miliardi, guidate dalla crescente presenza dei governi sul mercato.

Nei primi anni di sviluppo il mercato delle obbligazioni verdi è stato dominato da emittenti del segmento sovranazionale. I primi due *green bonds* sono stati emessi dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) e dalla Banca mondiale nel 2007 e nel 2008, seguiti da banche di sviluppo multilaterali e emittenti del settore pubblico locale. Dal 2012-2013 è iniziata la crescita del debito verde privato, in forma di singole emissioni o di cartolarizzazioni, in cui grandi banche di investimenti rendevano liquidi i prestiti di lungo periodo verso le *corporations* per la riduzione dell'impatto ambientale e la sostenibilità delle produzioni.

In questa fase era evidente lo scarso interesse degli Stati sovrani. C'era una ragione predominante: l'offerta di investimenti realmente *green* rigorosamente

conformi ai criteri stabiliti dal consorzio globale della "*Climate Bond Initiative*" (CBI), una costola dell'ICMA (*l'International Capital Market Association* che è portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*) insospettiva le tesorerie governative, abituate ad un utilizzo totalmente discrezionale dei proventi.

Il "codice verde" per gli investimenti *green* definisce infatti procedure rigide 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. Solo 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'ASCESA DELLE OBBLIGAZIONI SOVRANE VERDI

Il primo vero *green bond* sovrano è stato emesso dalla Polonia soltanto nel dicembre 2016.

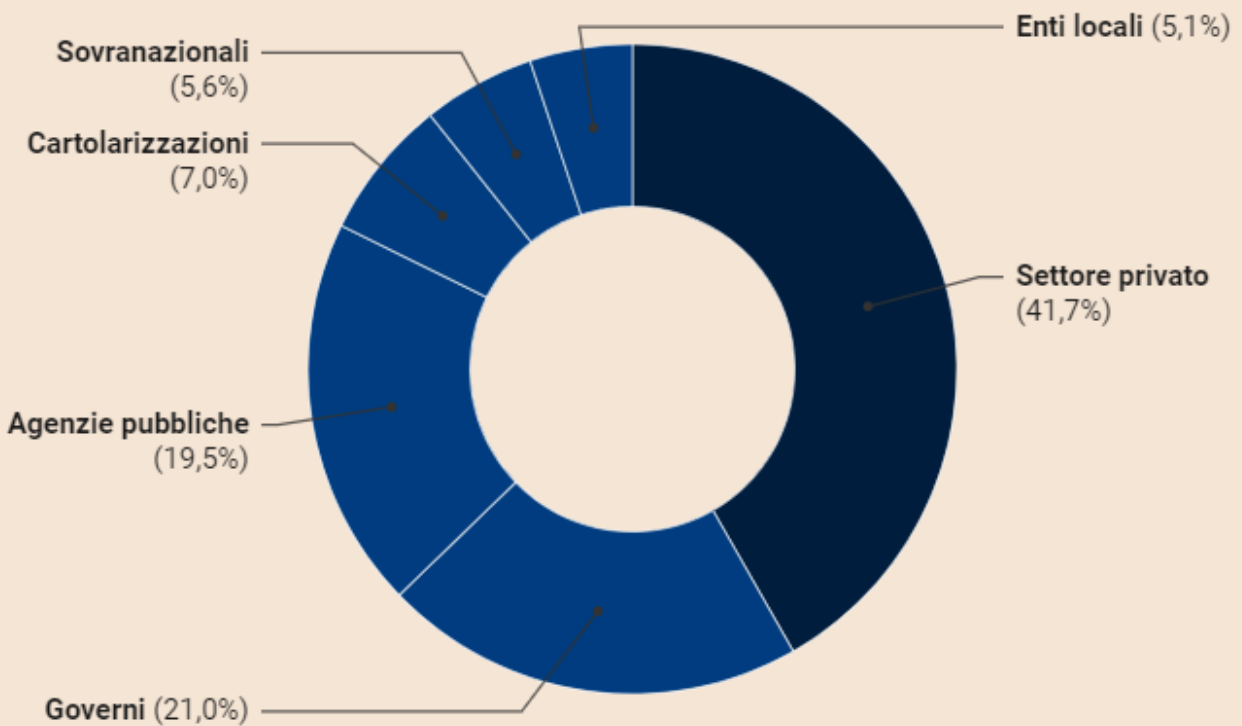
Da allora, diversi Paesi dell'Unione Europea tra cui Francia, Paesi Bassi, Germania e più recentemente l'Italia hanno fatto ingresso in questo mercato in crescita, così come Indonesia, Cile ed Egitto in altri continenti. Questi emittenti di alto profilo hanno contribuito a migliorare lo stato del mercato delle obbligazioni verdi elevandone la liquidità. Questo cambiamento è stato plausibilmente guidato dalla pressione dell'opinione pubblica e dagli impegni dei governi ad affrontare il cambiamento climatico, nonché dal desiderio di convalidare il mercato delle obbligazioni verdi come un'opzione di finanziamento praticabile e trasparente.

A marzo 2021 (cfr. Figura 1), la ripartizione del mercato globale delle obbligazioni verdi è sostanzialmente mutata: il 20% è ora rappresentato direttamente da emissioni governative mentre più del 50% fa riferimento ad organizzazioni pubbliche/sovrane.

Figura 1

GREEN BONDS - DECOMPOSIZIONE DEL MERCATO PER SETTORE EMITTENTE

Dati % su totale circolante - marzo 2021



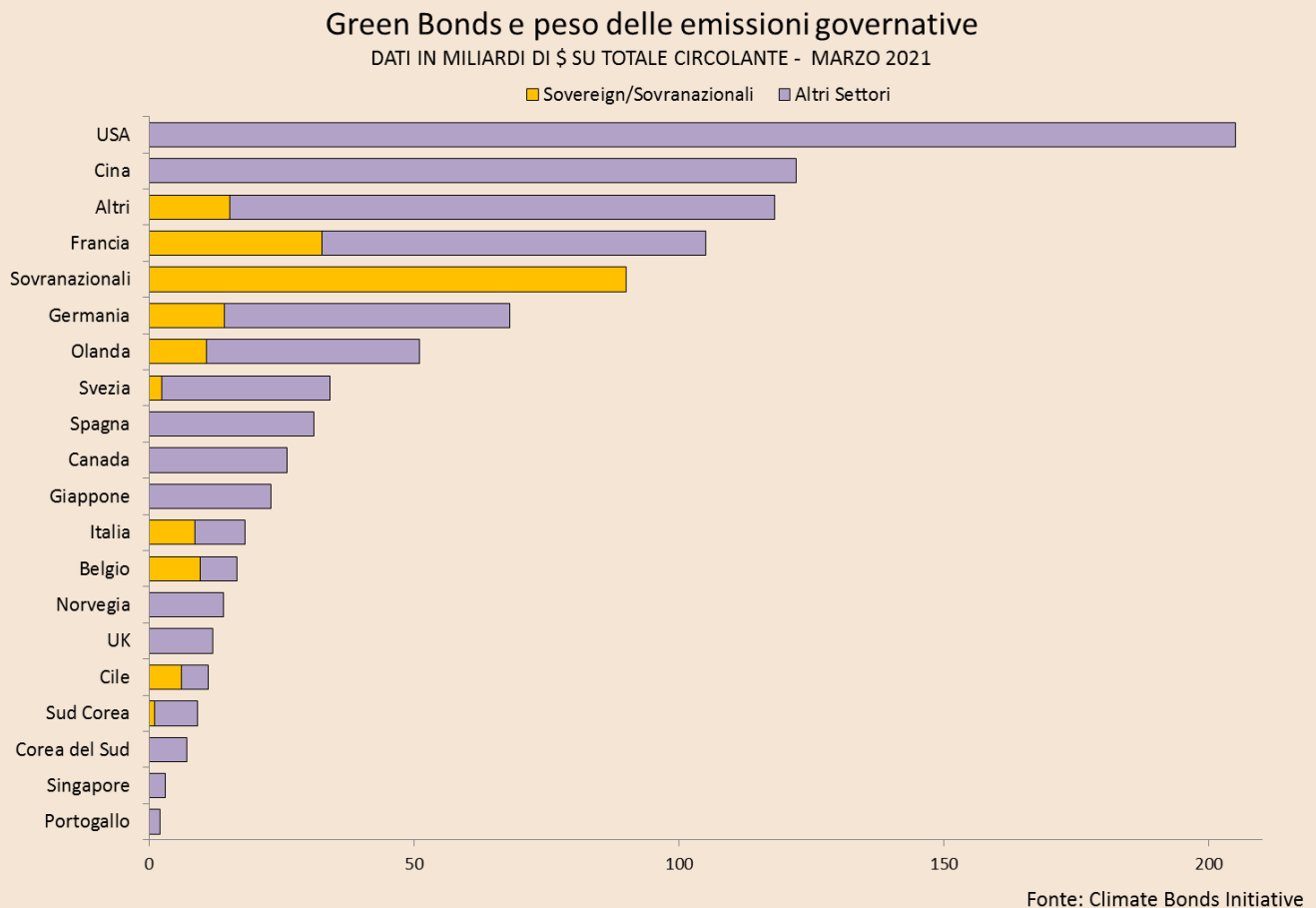
Il controvalore collocato di obbligazioni verdi sovrane è stato di 34 miliardi di \$ nel 2020, più del doppio del 2019. Nel 2021 si prevede che almeno 7 paesi emetteranno obbligazioni verdi, portando lo *stock* di debito verde di 17 Paesi a circa 114,5 miliardi di \$.

Tra gli attuali emittenti di obbligazioni verdi governative, i primi cinque sono tutti paesi europei (i “*big five*”, cfr. Figura 2). Anche altri grandi Paesi europei come Spagna e Regno Unito dovrebbero emettere quest'anno i loro *green bonds* inaugurali. Ciò non sorprende per via della sottoscrizione da parte dell'UE dell'accordo sul clima di Parigi, nella prospettiva di portare il blocco ad essere ad emissioni zero (o *carbon-neutral*) entro il 2050. La posizione di più grande emittente di obbligazioni verdi a livello globale plausibilmente si rafforzerà per

via dell'intenzione di finanziare un terzo del programma UE *Next Generation* da 750 miliardi di € collocando oltre 200 miliardi di debito *green*.

Secondo i dati dell'Agenzia europea dell'ambiente, circa il 60% delle emissioni globali di gas a effetto serra è generato da tre settori: il settore dell'approvvigionamento energetico (29,3%), il settore dei trasporti (19,5%) e il settore agricolo (11,3%). I “*big five*” hanno incorporato l'energia rinnovabile, i trasporti puliti e la gestione sostenibile delle risorse naturali nei loro schemi di obbligazioni verdi come utilizzo ammissibile dei proventi. Il settore dei trasporti dovrebbe essere destinatario del 40% del totale dei proventi.

Figura 2



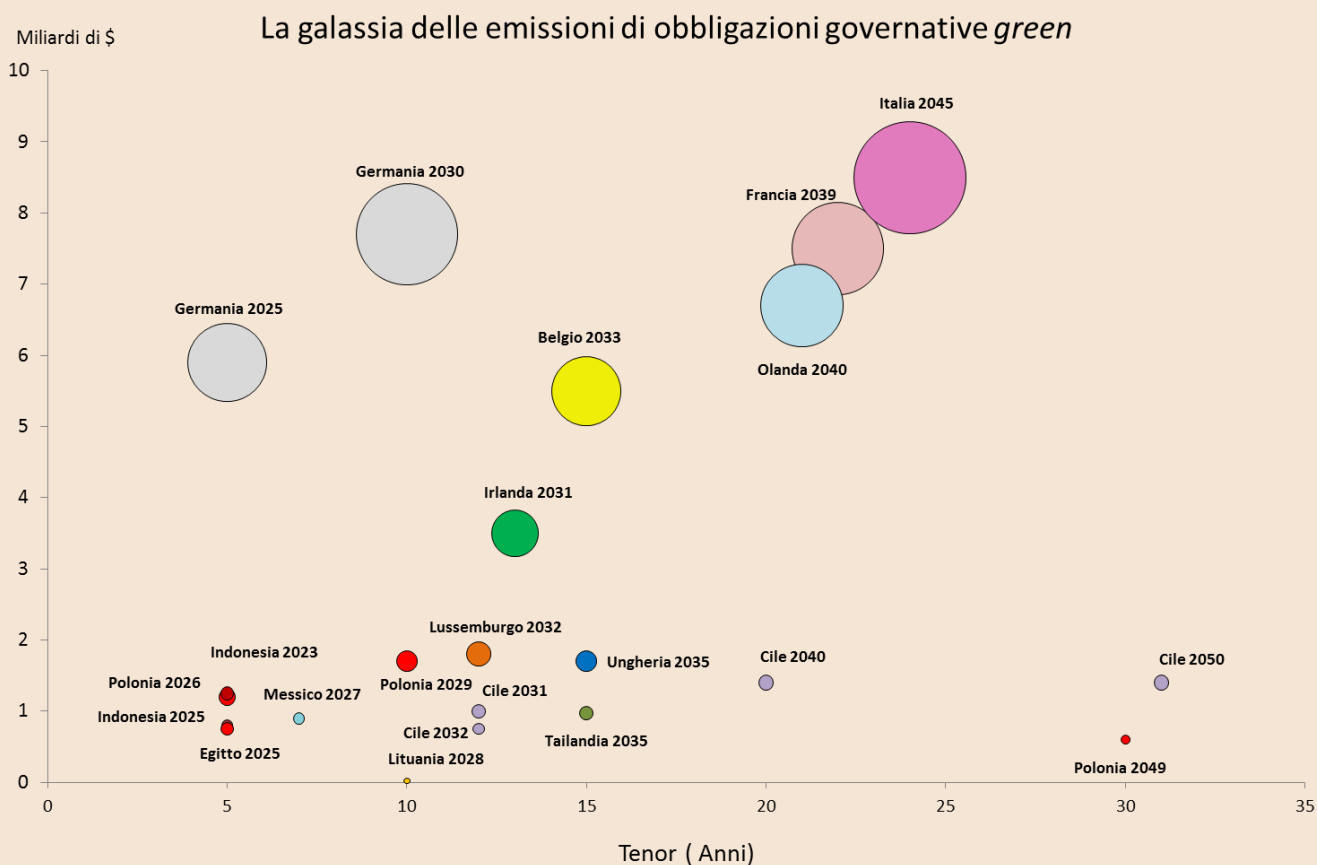
In USA, l'approccio politico attivo dell'amministrazione Biden sull'ambiente suggerisce un possibile *green Treasury* a breve. Sono previste ulteriori emissioni

dall'Asia e dal Medio Oriente: nel 2020, l'Egitto ha lanciato il suo primo *green bond* (750 milioni di \$), che è stato sottoscritto in eccesso di quasi cinque volte e punta per il 2021 ad una raccolta di 7 miliardi.

LA GALASSIA DELLE EMISSIONI

Allo stato attuale, la galassia dei *bond sovereign* verdi è ancora limitata e tracciabile attraverso un diagramma a bolle che classifica le emissioni per durata e controvalore (cfr. Figura 3).

Figura 3



Fonte: Climate Bonds Initiative

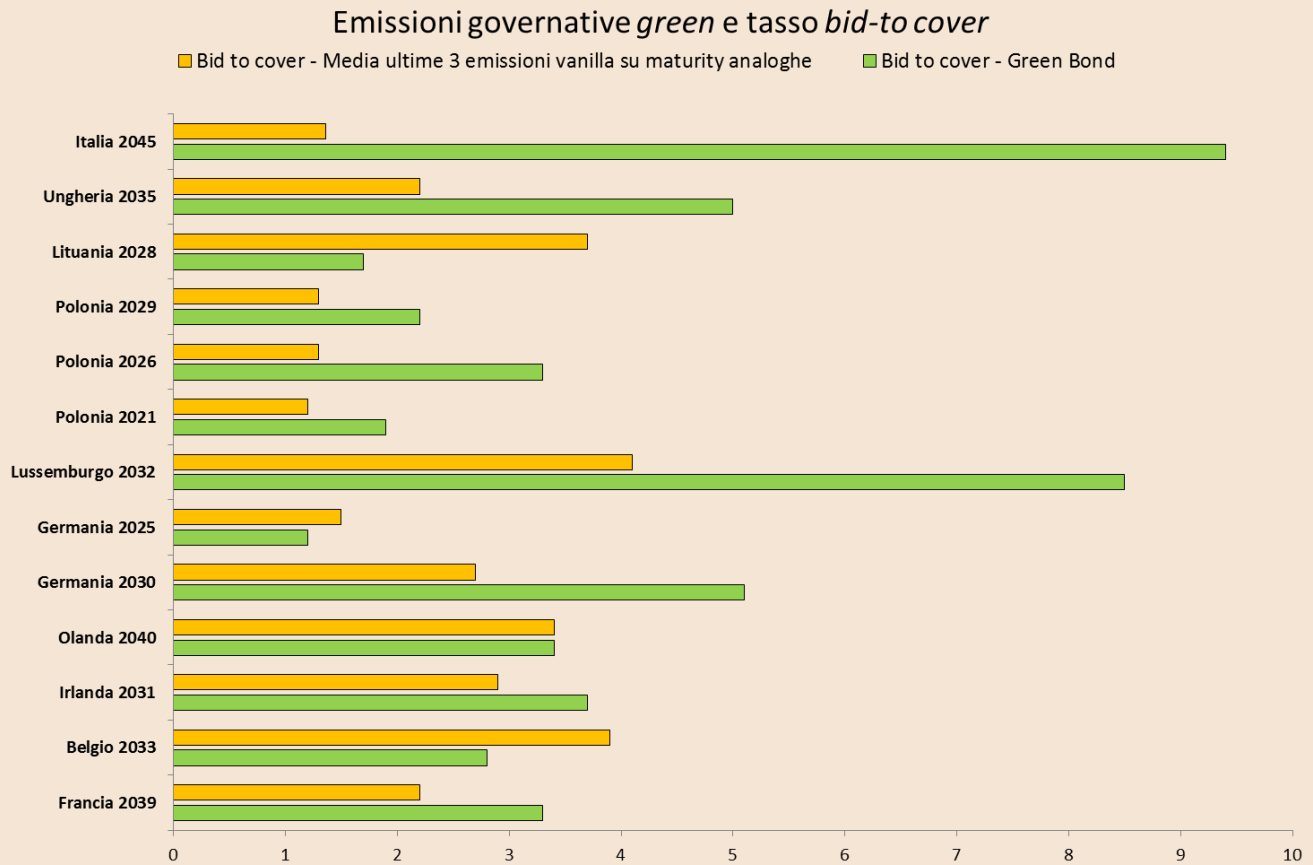
Con questa visualizzazione il peso dei Paesi dell'UE all'interno del mercato è ancora più evidente. In particolare spiccano le due emissioni del governo tedesco (bolle grigie) nel quarto trimestre 2020 e il BTP *green* (bolla rosa) collocato dal Tesoro italiano poche settimane fa.

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*) verrà prezzato regolarmente in uno dei mercati più ampi e liquidi del mondo. In generale la forte domanda di debito *green* comporta una compressione dei rendimenti in sede di asta rispetto alle obbligazioni ordinarie e quindi un *greenium* lievemente positivo. Per ora i dati tedeschi non sembrano mostrare divergenze significative tra le due categorie di obbligazioni nel *trading* sul mercato secondario.

Il BTP del Tesoro italiano spicca per controvalore (8,8 miliardi di €) e durata (24 anni) e porta l'Italia sulla frontiera del mercato *green sovereign*. Una *maturity* lunga si adatta meglio alla tipologia di investimenti infrastrutturali previsti ed ha permesso la sottoscrizione massiccia della *tranche* da parte di investitori di lungo periodo come i fondi pensione. Il governo italiano ha identificato sei categorie di utilizzo dei proventi: circa il 90% sarà destinato a trasporti, efficienza energetica e protezione dell'ambiente e diversità biologica. Il resto sarà utilizzato per elettricità e calore rinnovabili, prevenzione e controllo dell'inquinamento, economia circolare e ricerca.

In una recente ricerca della CBI sui *sovereign green bonds* europei riportati nella nostra “galassia” emerge come la domanda sia mediamente superiore del 50% rispetto alle classiche emissioni *vanilla* (cfr. Figura 3), con picchi anche 8 volte superiori come nel recente collocamento italiano.

Figura 4



Fonte: Climate Bonds Initiative

PROTEGGERE LA DESTINAZIONE D'USO VERDE DEI PROVENTI: I GOVERNI ED IL RING-FENCING

Nella prospettiva di una crescita ordinata del mercato e di tutela della fiducia degli investitori, è necessario che i governi affrontino quanto prima il problema di garantire il c.d. *ring-fencing*, vale a dire che i fondi raccolti vengano effettivamente destinati all'uso "verde" dei proventi. Infatti al momento, la quasi totalità delle obbligazioni *green sovereign* è soggetta alle stesse regole di spesa pubblica delle obbligazioni *vanilla* e quindi i proventi affluiscono alla fiscalità generale nonostante la dichiarazione d'intenti per usi specifici.

Nel mondo *corporate* è pratica abituale aprire un conto separato per gestire il fondo raccolto dalle obbligazioni *green*, ma la maggior parte della normativa

sulle obbligazioni sovrane non lo consente. Al momento soltanto la Polonia (il Paese che è partito per primo) ed il Belgio hanno apportato una modifica legislativa per permettere l'isolamento dei flussi di cassa in un conto dedicato per gli investimenti verdi, mentre in Irlanda se ne discute.

Il debito pubblico è destinato a diventare sempre più verde. La sfida della svolta *green* della finanza pubblica è in fondo quella di coniugare l'avvio di una robusta ripresa economica post-pandemica ed una prospettiva di sostenibilità ambientale. È possibile o si tratta di un ossimoro? Staremo a vedere.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali