

19 ottobre 2020

Il Sole **24 ORE**

PARTONO I SOCIAL BOND DALL'EUROPA PER PROTEGGERE L'OCCUPAZIONE

di Marcello Minenna

In tempi difficili ci sono anche buone notizie. Entro la fine di ottobre la Commissione Europea (CE) avvierà finalmente l'emissione sul mercato di obbligazioni a rischi condivisi per il rifinanziamento delle Casse Integrazioni Guadagni (CIG) nei Paesi dell'Unione Europea (UE) più colpiti dalla pandemia. Si tratta del famoso programma SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) che tra marzo ed aprile ha rappresentato la prima risposta effettiva dell'Europa all'enorme danno economico che la crisi stava provocando.

I prestiti SURE intervengono direttamente per agevolare il rifinanziamento delle misure di CIG (e in seconda battuta le spese di adeguamento sanitario delle attività produttive), declinati ovviamente in forme diverse per ogni Paese. Si tratta di 87 miliardi di € complessivi messi sul piatto ad ottobre 2020, ma si potrebbe arrivare anche a 100. La CE userà i proventi derivanti dalle emissioni per trasferire le risorse agli Stati membri in *tranches* dilazionate nel tempo, che saranno accreditate su conti speciali accesi presso le banche centrali nazionali. Gli stessi conti saranno utilizzati per le operazioni di rimborso e di accreditamento degli interessi a favore dell'intero Eurosystem. La CE farà da garante sull'effettivo utilizzo dei fondi per le finalità concordate con ogni Paese membro.

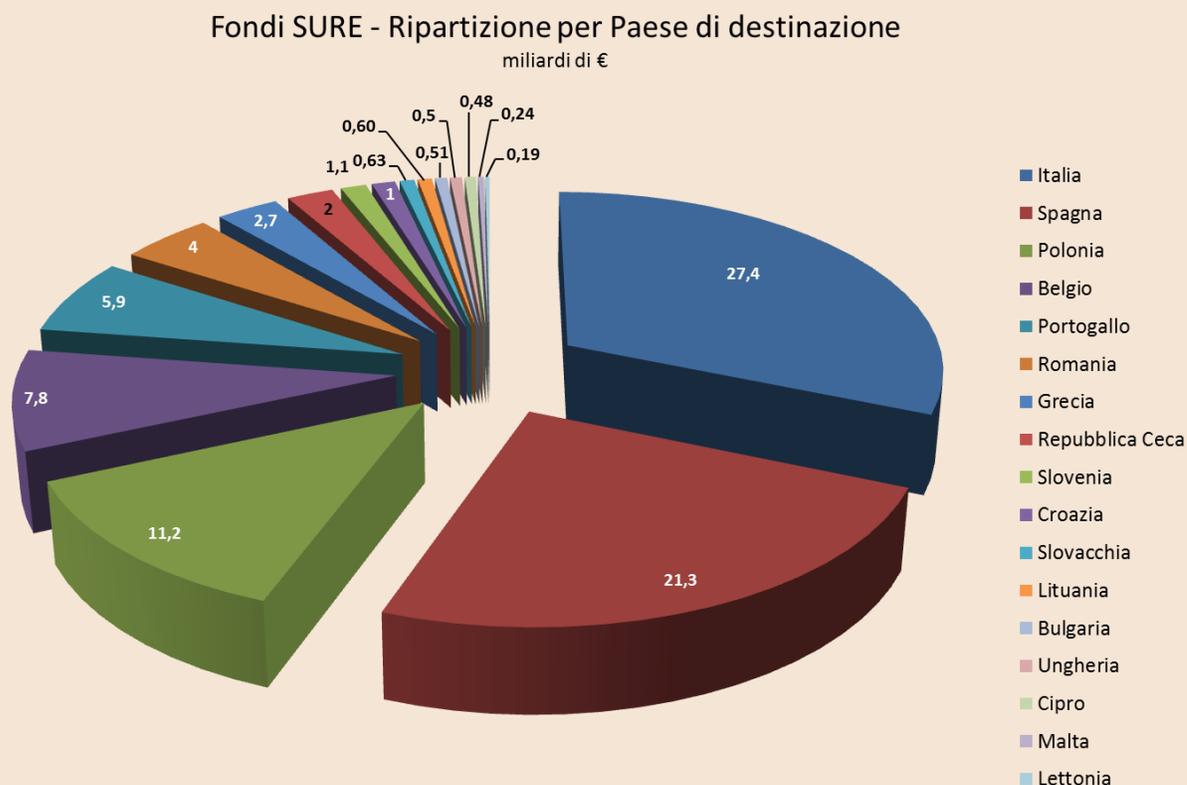
Al momento si conosce la *maturity* media che i prestiti dovrebbero avere (circa 15 anni) e la durata del periodo di erogazione degli aiuti, che dovrebbe assestarsi sui 18 mesi a partire dalla data di primo esborso. Sarà la CE a calibrare i termini

dei prestiti (ammontare, scadenza media massima, prezzo di emissione, periodo di sostegno e modalità tecniche di implementazione) sulle necessità di ogni singolo Paese.

Le emissioni SURE sono dunque qualcosa in meno di un trasferimento a fondo perduto, perché i prestiti vanno restituiti nel tempo, ma hanno delle caratteristiche che li differenziano profondamente dai vecchi programmi di sostegno finanziario delle istituzioni europee.

Infatti, sebbene i prestiti siano stati garantiti da tutti i Paesi dell'UE per 25 miliardi in maniera volontaria e proporzionale al PIL, questi saranno erogati solo ad alcuni Paesi che hanno oggettiva necessità per via dell'impatto sproporzionato che la pandemia ed i *lockdowns* hanno avuto sui mercati del lavoro domestici (cfr. Figura 1).

Figura 1



Fonte: Commissione Europea

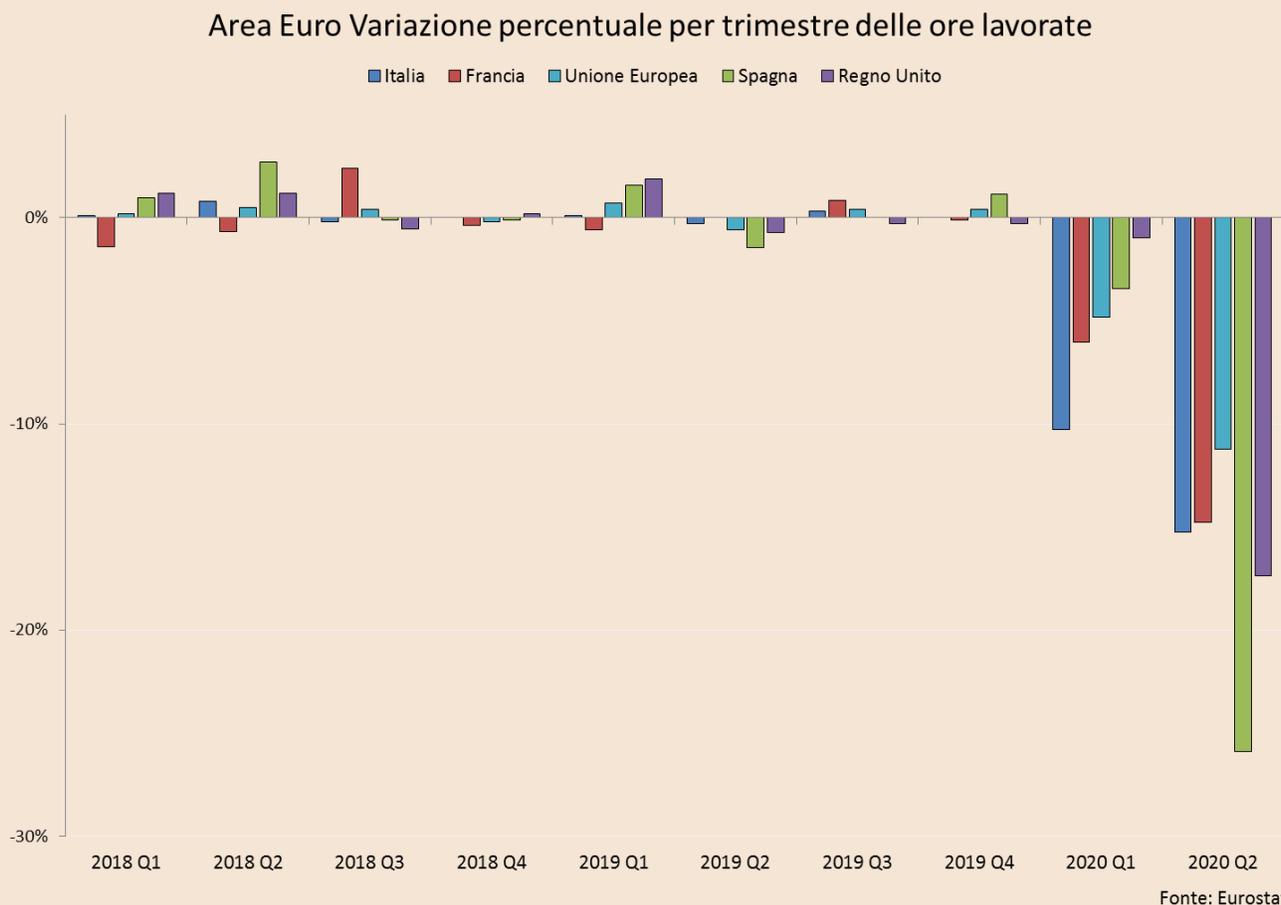
Al momento sono 17 i Paesi che sono stati autorizzati dal Consiglio Europeo a beneficiare dello schema, dopo proposta motivata della CE. I dati mostrano con chiarezza come Italia e Spagna siano le prime destinatarie di oltre il 55% dei fondi messi a disposizione. Quasi tutti i Paesi nord-europei rappresentativi del blocco “frugale” (Germania, Francia, Olanda, Finlandia) non beneficeranno dei prestiti agevolati. Questa struttura asimmetrica, tale per cui alcuni Paesi garantiscono prestiti di cui la loro economia non beneficerà direttamente, rende il programma SURE *de facto* il primo della storia dell’UE a rischi realmente condivisi. Si tratta certamente di cifre modeste, ma finalmente il principio del *risk-sharing* trova concreta attuazione in un momento di reale emergenza.

L’IMPATTO DELLA PANDEMIA SUGLI SCHEMI DI CASSA INTEGRAZIONE

Il momento più acuto della crisi pandemica tra marzo ed aprile, quando le principali economie mondiali erano sotto stretto *lockdown*, ha sottoposto a tremendo stress gli stabilizzatori automatici in vigore. La CIG e gli schemi di supporto simili sono tra i più comuni e diffusi stabilizzatori automatici nell’UE; questi prevedono generalmente una compensazione economica a favore dei lavoratori (industria o servizi) sospesi dall’obbligo di eseguire la prestazione lavorativa o che lavorino a orario ridotto.

In primavera, la sospensione della maggioranza delle attività per un periodo anche superiore a 2 mesi ha provocato un calo delle ore lavorate mai registrato prima dalle serie storiche di riferimento (cfr. Figura 2).

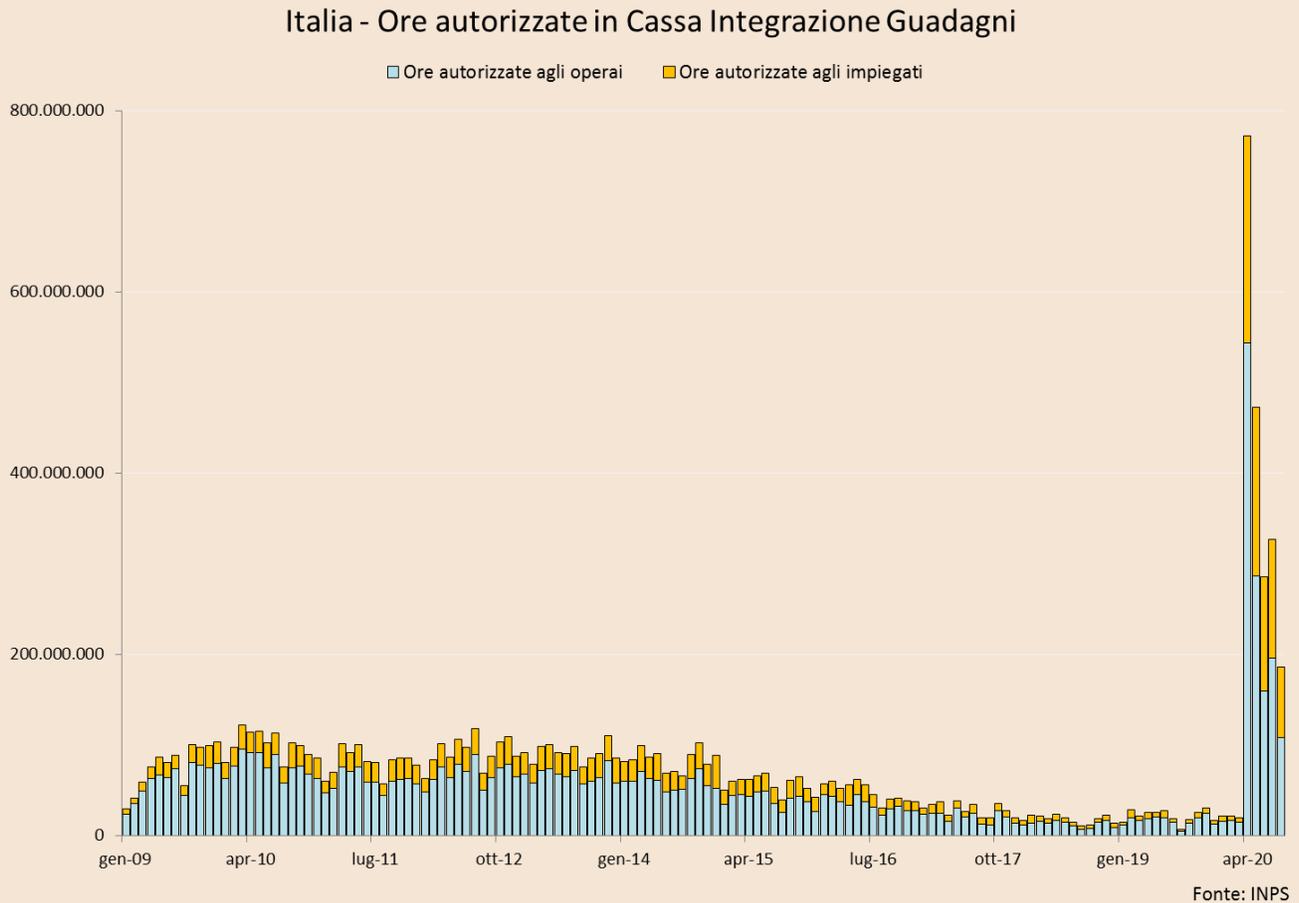
Figura 2



Si nota a colpo d'occhio l'impatto progressivo dei *lockdowns* sui Paesi europei tra marzo-aprile 2020: a marzo l'Italia è stata il primo Paese a sospendere le attività produttive ed infatti ha subito una riduzione delle ore lavorate proporzionalmente più forte (-10%), a malapena percepibile nel Regno Unito che ha iniziato lo *shutdown* 2 settimane dopo. Ad aprile la situazione viene invece ribaltata, con i cali più vistosi in Spagna (-26%) e Regno Unito (-17%).

Focalizzando l'attenzione sull'Italia è possibile osservare un *pattern* simile studiando l'andamento del monte ore di CIG autorizzate (cfr. Figura 3).

Figura 3

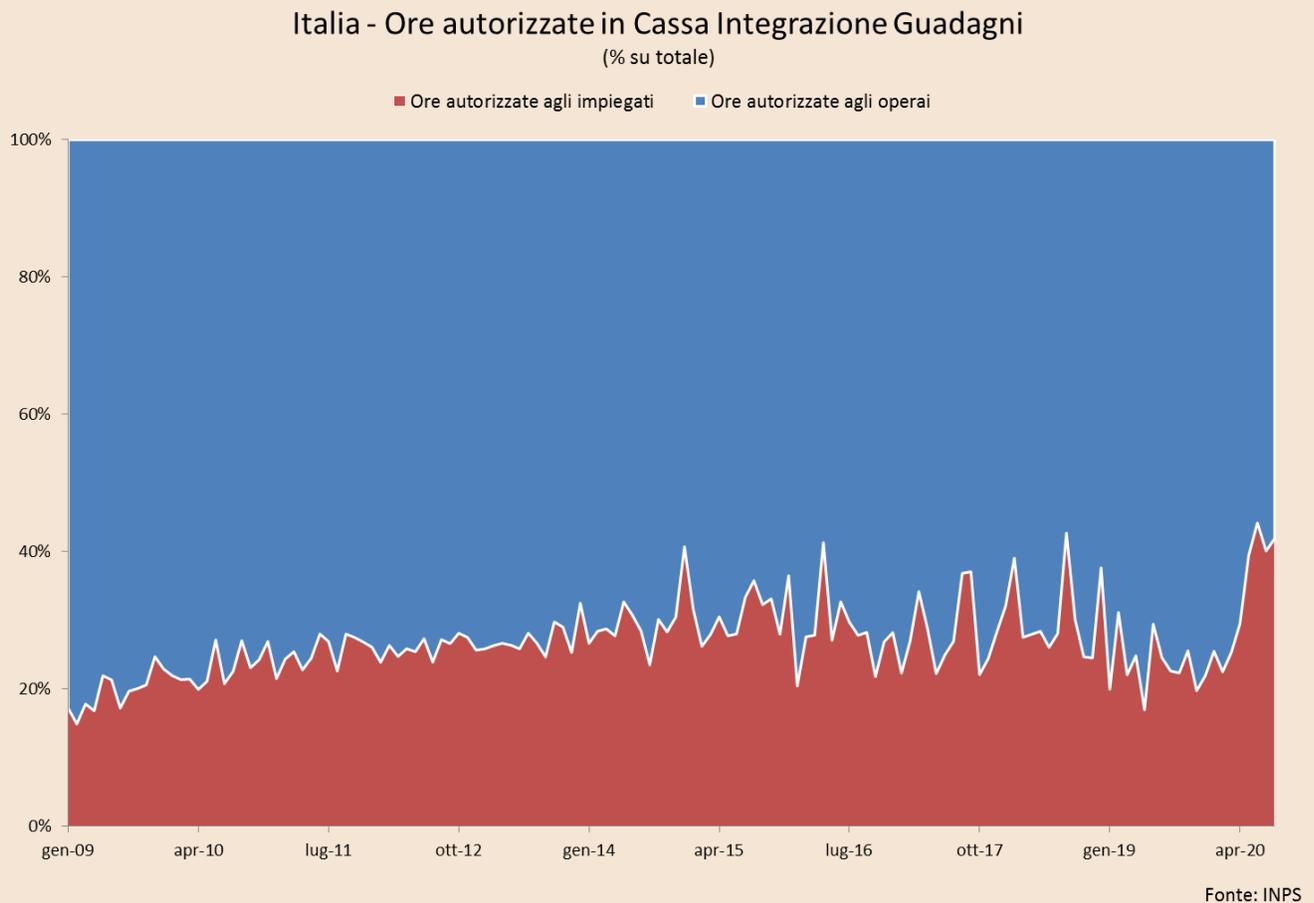


Il grafico inquadra un periodo più lungo (2009-2020) che comprende anche la forte recessione del 2009 dovuta alla grande crisi finanziaria internazionale. Dall'analisi "a sguardo allargato" emerge una crescita dell'utilizzo della CIG dal 2009, che rimane persistente fino al 2014 per via della successiva recessione innescata dalla crisi dell'area Euro del 2011-2012. Il *trend* tende finalmente a ridursi con la ripresa economica del 2015 fino ai minimi raggiunti alla fine del 2018. In questo contesto relativamente tranquillo si innesta lo *shock* pandemico di marzo-aprile 2020 che ha una *magnitudo* fuori scala, superiore di 7-8 volte l'impatto della crisi finanziaria internazionale del 2009, con un picco di quasi 800 milioni di ore autorizzate ad aprile 2020. L'allentamento graduale del *lockdown* ed il riavvio dell'economia hanno ridotto fortunatamente il numero di

ore autorizzate, anche se ad agosto 2020 questo rimaneva ad un livello più che doppio rispetto ai peggiori momenti della precedente crisi.

Guardando alla variazione percentuale delle ore autorizzate decomposte per i settori di industria e servizi (cfr. Figura 4) è possibile notare l'impatto peculiare del *lockdown*: le ore autorizzate per gli impiegati che tendenzialmente erano stabili intorno alla quota del 25% nel decennio precedente (area rossa) sono passate improvvisamente al 40% per via delle chiusure generalizzate delle attività commerciali che hanno colpito sproporzionatamente il comparto dei servizi.

Figura 4



Il programma SURE è dunque senza dubbio una risposta concreta e mirata, con chiare finalità *social* volte a proteggere la popolazione più vulnerabile dal rischio di disoccupazione e perdita improvvisa del reddito.

Al fine di favorire la sottoscrizione delle obbligazioni da parte di un'ampia fascia di investitori istituzionali, la CE ha previsto l'inquadramento delle emissioni all'interno della cornice del *social bond*, così come definito dall'ICMA (*International Capital Market Association*, il portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*). L'etichettatura dell'ICMA prevede un codice per gli investimenti *social* che definisca 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 *social* dall'ICMA e servono come garanzia contro comportamenti fraudolenti finalizzati a perseguire finalità sociali o compassionevoli puramente di facciata.

Il SURE sarà dunque un apripista per quanto dovrà accadere su scala allargata con l'implementazione del *Recovery Plan* nel 2021, nel cui ambito la CE emetterà consistenti quantitativi di *green, social* e *sustainability bonds* (un *mix* delle caratteristiche dei primi due). Teniamo duro, la cavalleria sta arrivando.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali