

12 dicembre 2022

**Il Sole** **24 ORE**

## **ANCHE LA FINANZA VERDE ACCUSA IL COLPO DELLA CRISI DEI MERCATI**

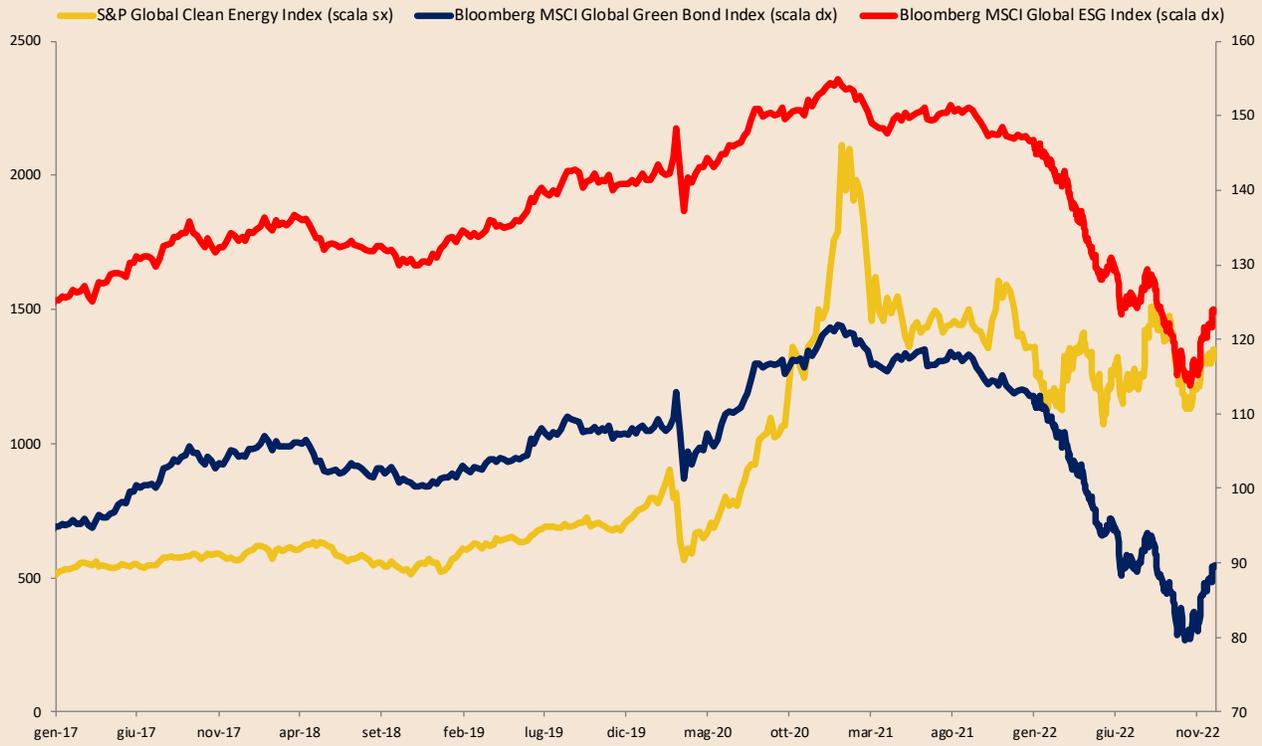
di Marcello Minenna

Dopo una breve tregua estiva, anche per la finanza verde il 2022 si chiude con un ritracciamento generalizzato, sia delle quotazioni che delle nuove emissioni. Il calo per il debito sostenibile resta in linea con la dinamica osservata sui mercati a livello internazionale, un segnale evidente di perdita dello *status* di classe di investimento privilegiata acquisito nella fase di espansione accelerata del settore.

Nel terzo trimestre dell'anno, dopo una stabilizzazione apparente a livelli comunque piuttosto bassi, i principali indici azionari/obbligazionari del settore hanno ripreso a declinare. Nelle ultime settimane, si osserva un nuovo tentativo di modesta ripresa delle quotazioni (vedi Figura 1), ma in un contesto macroeconomico globale in deterioramento.

Figura 1

### Andamento di alcuni indici obbligazionari ESG

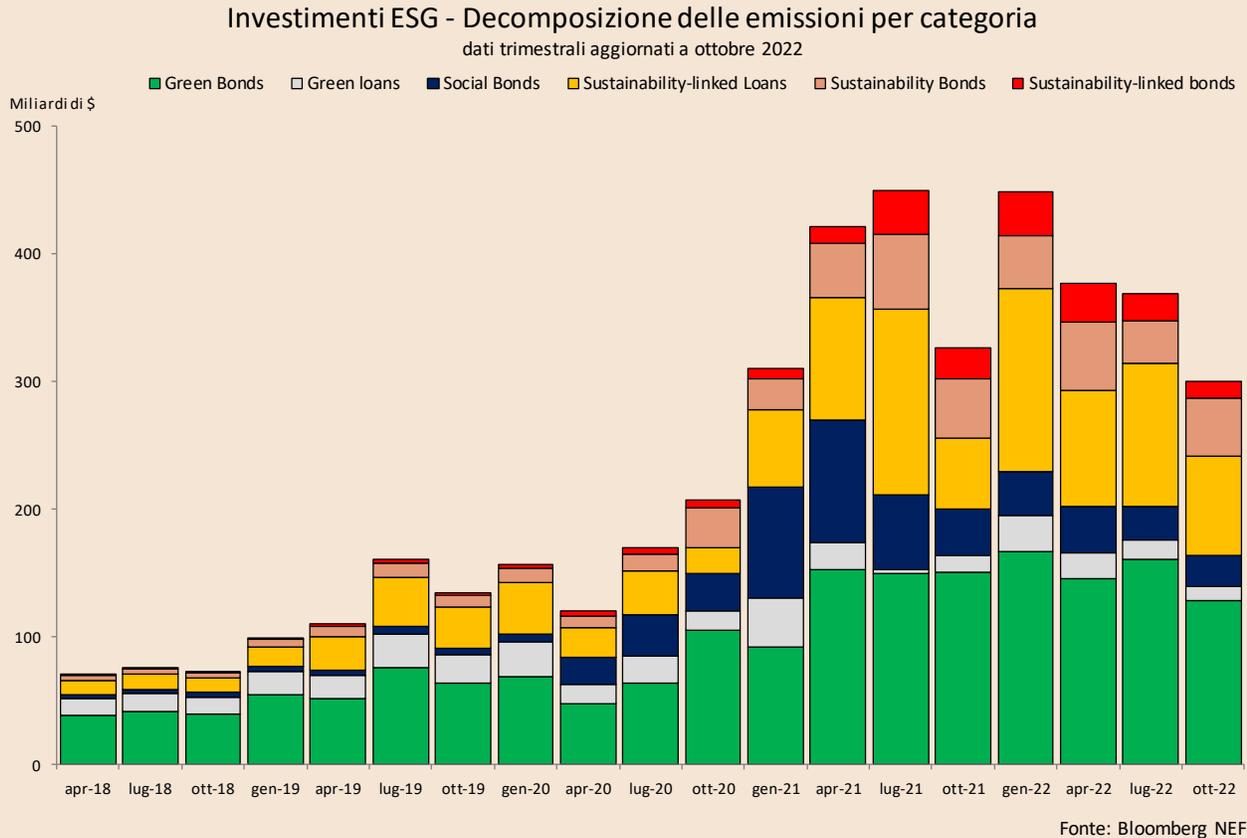


Fonte: Bloomberg

## UN RITRACCIAMENTO TRASVERSALE A TUTTE LE CATEGORIE DI INVESTIMENTO

La ripresa del *trend* di declino si osserva anche nel ritmo delle emissioni. La stabilizzazione del secondo trimestre 2022 si è rivelata transitoria: nel contesto internazionale avverso caratterizzato da alta inflazione e tassi di interesse in rapida crescita, i volumi globali di obbligazioni sostenibili sono scivolati a 300 miliardi di dollari nel terzo trimestre, un significativo -20% sul trimestre precedente ed un -8% rispetto allo stesso trimestre del 2021 che era già stato particolarmente debole (vedi Figura 2). Tra i dati positivi, si può osservare come l'offerta di debito sostenibile sia rimasta grosso modo stabile al 9% di quella totale, in calo di solo un punto percentuale rispetto al massimo dello scorso anno.

Figura 2



Innanzitutto, si contrae in maniera rilevante il mercato dei green *bonds/loans* classici (barre verdi), progettati intorno ad uno standard globale di certificazione (-20%). L'aumento dei prezzi dell'energia e la scarsità di energia rinnovabile, insieme alla continua incertezza geopolitica, hanno accresciuto i dubbi sugli obiettivi di sostenibilità a breve termine dei progetti finanziati, anche se il calo è parzialmente compensato dalla buona tenuta dei *sustainability bonds* certificati (barre rosa), caratterizzati da obiettivi di investimento più flessibili con risvolti anche in ambito sociale.

L'Europa continua a detenere la *leadership*: Germania e Italia sono emerse come i principali emittenti di *green bonds* nel terzo trimestre del 2022. La Germania ha collocato 15,89 miliardi di dollari, prevalentemente attraverso la forma di *bond* governativi. Il dato è in calo del 7,6% rispetto ai 17,2 miliardi del 2021, ma è in rimbalzo del 55% rispetto ai 10,26 miliardi del trimestre

precedente. La buona *performance* dell'Italia è stata trainata da un'emissione sovrana *jumbo* del valore di 6 miliardi di euro a settembre 2022.

Con 35 miliardi di dollari, le emissioni europee rappresentano il 27% delle emissioni globali nel terzo trimestre 2022, precedendo Cina (9,43 miliardi) ed USA (9 miliardi), che hanno contribuito ciascuno per il 7%. È plausibile che la recente conferenza sul clima COP27 delle Nazioni Unite abbia influenzato il calendario e gli obiettivi di emissione, soprattutto dei Paesi UE.

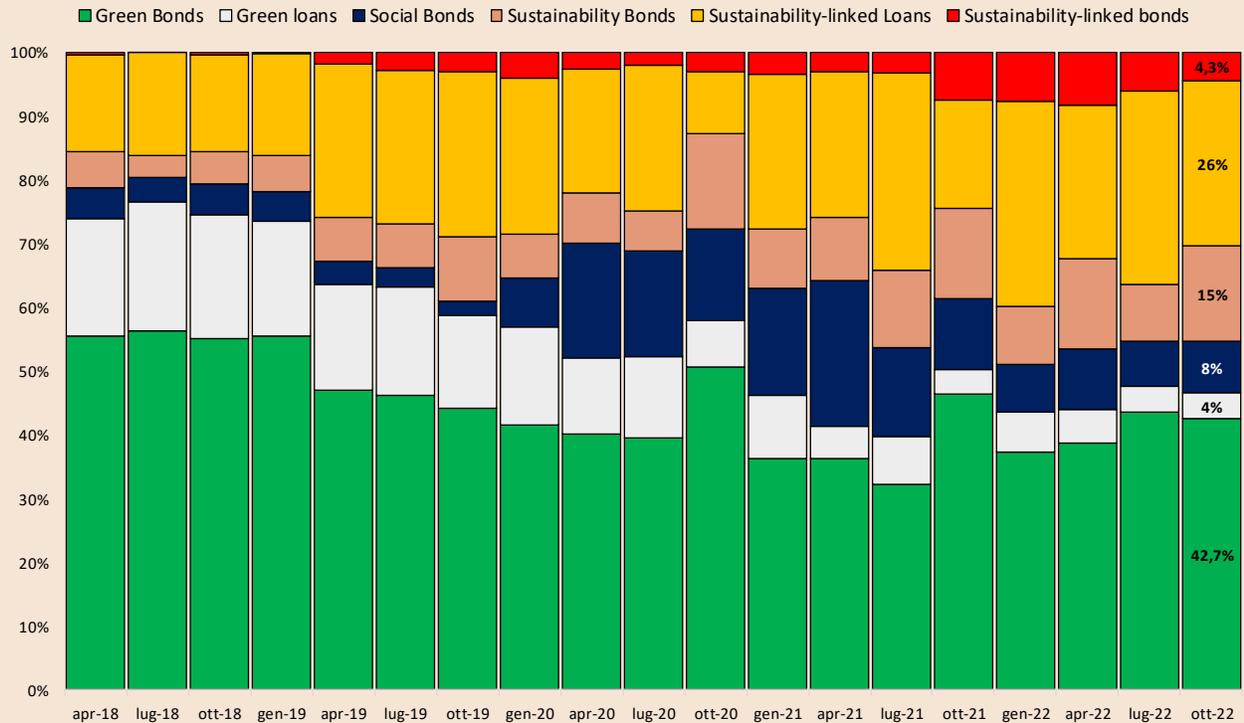
Prosegue il ridimensionamento del mercato dei *social bonds* (barre blu), obbligazioni destinate a finanziare le Casse Integrazioni Guadagni ed altri schemi di protezione dell'occupazione: nel 2020 l'UE era stata l'apripista a livello globale nell'emissione e *management* di *social bonds* a rischi condivisi grazie al progetto SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) che ha aveva erogato quasi 100 miliardi di euro ai Paesi membri più colpiti dalla pandemia. Il calo è da attribuire sostanzialmente alla chiusura dei principali programmi di sostegno alla crisi pandemica in Europa, USA e Corea, le cui istituzioni rappresentavano oltre il 90% degli emittenti di un mercato che era comunque fortemente concentrato.

Infine, sono andati peggio della media (-30% su trimestre) i prodotti dall'ingegneria finanziaria più sofisticata, i prestiti e le emissioni obbligazionarie "*sustainability linked*" (SLB, SLL, barre gialle e rosse), che hanno pagato la maggiore esposizione allo *stress* generale dei mercati per via della complessità, opacità ed indeterminatezza nella struttura finanziaria. Nonostante gli sforzi apprezzabili nel miglioramento degli standard di qualità delle informazioni rilasciate ai risparmiatori, su queste categorie di prodotti il problema dell'affidabilità dei dati e della consistenza e comparabilità delle etichette verdi continua ad essere segnalato come prioritario dagli investitori.

In termini di peso all'interno del mercato del debito sostenibile, i prestiti verdi strutturati perdono nell'ultimo trimestre ulteriormente terreno assestandosi al 30% (vedi Figura 3, barre gialle e rosse). In poco più di 3 anni erano arrivati a rappresentare –al picco– il 40% dell'intero mercato degli investimenti ESG.

Figura 3

Investimenti ESG - Decomposizione delle emissioni per categoria  
dati trimestrali in % sul totale aggiornati a ottobre 2022



Fonte: Bloomberg NEF

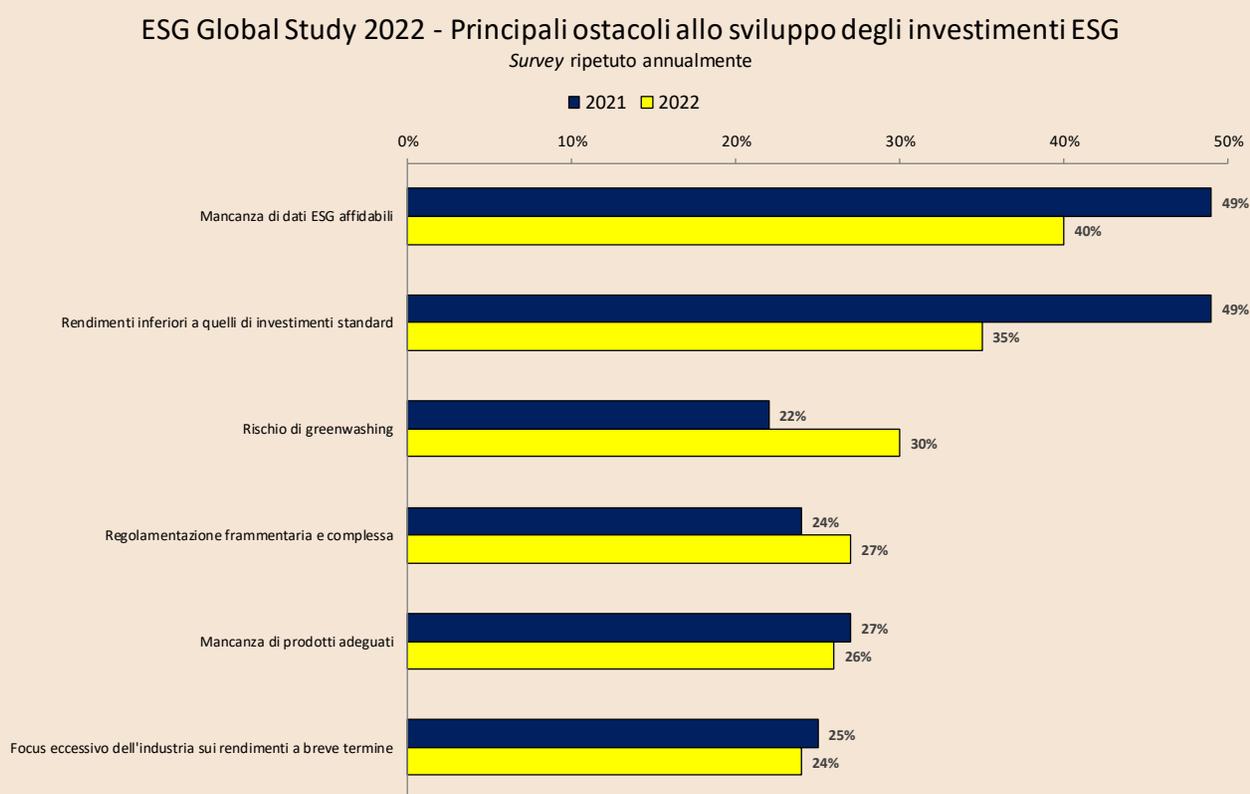
I SLB/SLL sono sostanzialmente strumenti finanziari con sfumature di verde più labili. Un'iniezione massiccia di ingegneria finanziaria nella determinazione dei rendimenti ha consentito una maggiore flessibilità nella raccolta ed utilizzo dei proventi, al fine di permettere ad imprese operanti in settori non *green* come l'industria chimica o degli idrocarburi di accedere ad un mercato che era in crescita turbolenta.

## DOPO LA BOLLA: I NODI ANCORA IRRISOLTI DELLA FINANZA SOSTENIBILE

Ora che la grande onda di liquidità che ha fatto ingresso nel settore del debito sostenibile nel 2020-2021 - innescando dinamiche da bolla speculativa - è in fase di regresso, stanno emergendo con chiarezza i principali nodi che potrebbero portare, se non affrontati rapidamente, ad una vera e propria crisi di crescita.

Secondo un *survey* periodico tenuto da una grande azienda di consulenza del settore che saggia le opinioni degli investitori (vedi Figura 4), il primo ostacolo strutturale allo sviluppo del mercato è la scarsa affidabilità e qualità dei dati che stanno alla base del processo di “etichettatura” degli investimenti verdi, che impedisce la comparabilità dei prodotti ed accresce il timore di finanziare comportamenti fraudolenti finalizzati a perseguire un ambientalismo puramente di facciata (il c.d. *greenwashing*) da parte di industrie inquinanti.

Figura 4



Fonte: Capitalgroup.com

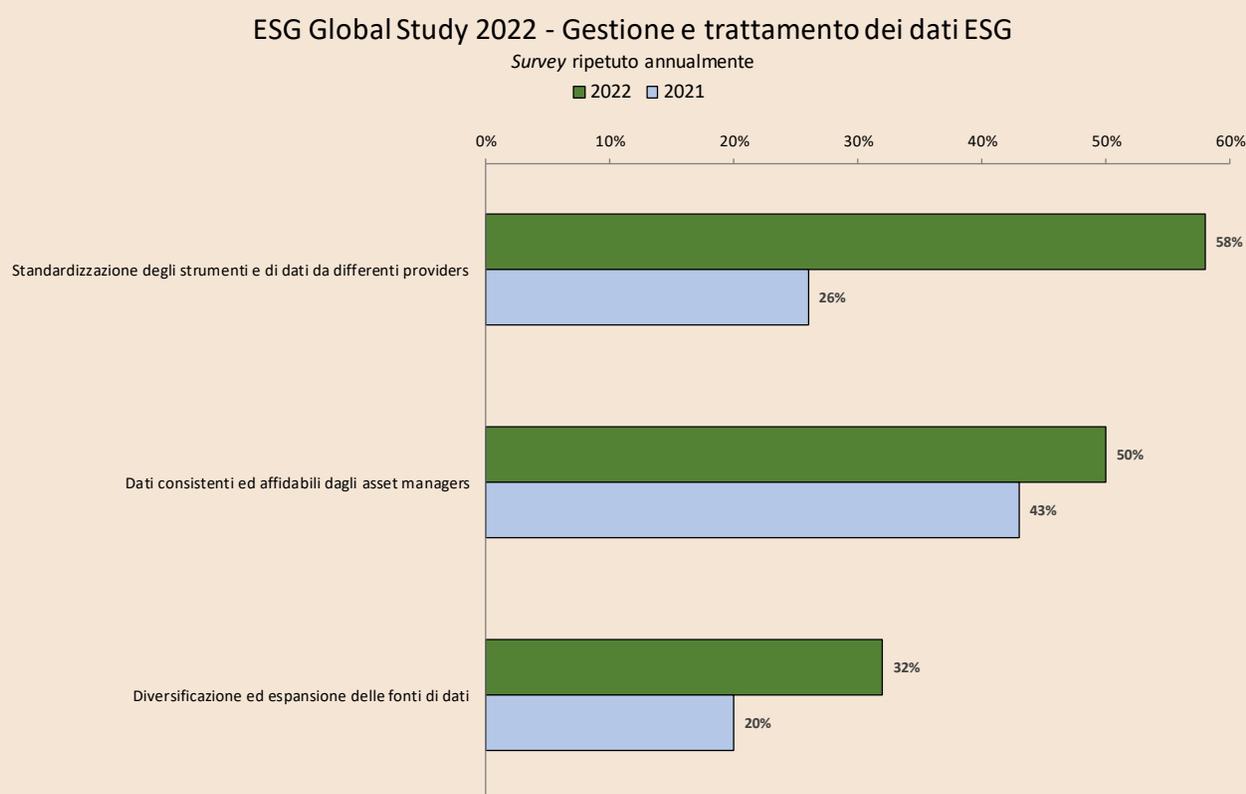
## IL PROBLEMA DELLA GESTIONE E DEL TRATTAMENTO DEI DATI RESTA IL PIÙ SEGNALATO

Per quanto riguarda i prodotti più regolamentati (*green, sustainability bonds*), la presenza di uno standard di certificazione consolidato che 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, ha funzionato in maniera soddisfacente. Il problema dell'affidabilità delle informazioni è rapidamente cresciuto con l'ascesa dei prodotti strutturati SLB e SLL.

Infatti, stante la presenza di obiettivi piuttosto “generici” di miglioramento dell'impatto ambientale, è sorta la necessità di ancorare (il link) le performance di questi strumenti ad indicatori chiave di sostenibilità (*key performance indicators*, KPI). In parole semplici, l'obbligazione (o il prestito) *sustainability-linked* paga cedole che sono collegate in maniera inversa al raggiungimento di livelli-obiettivo in alcuni indicatori chiave, che possono essere ad es. l'ammontare emesso di CO2 oppure la minimizzazione di scarti di produzione tossici.

Figura 5



Fonte: Capitalgroup.com

In una prima fase di sviluppo veloce e disordinato del mercato, la mancanza di una definizione univoca e standardizzata per gli indicatori KPI che potesse consentire di effettuare un controllo esterno sul raggiungimento delle

*performance* nonché paragoni chiari tra prodotti, ha favorito una rapida crescita della complessità (e dell'opacità) degli indicatori. In particolare, è risultata diffusa la prassi di ancorare le performance ad indicatori generali di sostenibilità calcolati da soggetti terzi secondo procedure proprietarie (gli ESG *score*), che amplificava l'opacità della struttura finanziaria.

Un recente aggiornamento della documentazione di riferimento per l'emissione di SLB, SLL da parte dell'ICMA (*l'International Capital Market Association*, portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*) prevede l'analisi e la categorizzazione di oltre 300 KPI, individuando per ogni settore produttivo gli indicatori più coerenti ed adatti a misurare le *performance* ambientali nell'attività intrapresa. Lo sforzo di auto-regolamentazione del mercato segue uno studio-guida della *World Bank* di novembre 2021 che presentava un primo *framework* di riferimento per la selezione di KPI.

## **LA MOLTIPLICAZIONE DELLE FONTI NORMATIVE RIMANE UN PROBLEMA NON ANCORA GESTITO**

Nel 2022 sono stati varati nuovi standard normativi da parte di 34 diverse agenzie di regolamentazione e sono state promosse 12 consultazioni ufficiali su temi legati alla sostenibilità climatica ed ambientale. Sono proliferati oltre 290 progetti di certificazione verde, a vari stadi di sviluppo: tra i Paesi più avanzati, spiccano Canada, Malesia, Emirati Arabi Uniti, India. Cina e la Corea del Sud hanno definito dettagliate tassonomie come base normativa per l'emissione di obbligazioni *green* e come linee guida sul credito verde per le banche.

L'UE è stata la prima al mondo a varare nel 2020 una “nomenclatura verde” che prevede il riferimento al tipo di attività economica finanziata (energia, attività agricole, trasporti, edilizia e manifattura) ed è trasversale a diversi mercati. Volente o nolente, lo standard europeo sta fungendo da "magnete" per il resto del mondo, anche se il governo cinese rimane arroccato sulla definizione di una tassonomia nazionale.

A giugno 2022, la piattaforma internazionale per la finanza sostenibile (IPSF, un forum inter-governativo di alto livello per la discussione di temi ambientali) ha pubblicato gli aggiornamenti della CGT, (*Common Ground Taxonomy*), un'analisi sistemica che mostra i punti in comune tra le tassonomie esistenti a livello globale.

La versione aggiornata della CGT copre 72 attività di mitigazione del cambiamento climatico, che condividono i punti in comune tra tassonomia UE, cinese e di altri Paesi; altri obiettivi ambientali saranno progressivamente coperti in futuro.

I segnali più promettenti di convergenza riguardano proprio le metriche associate al monitoraggio del cambiamento climatico. La guida elaborata dalla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) è diventata un punto di riferimento comune (*blueprint*) per l'*U.K. Financial Conduct Authority*, la Commissione Europea e la *Hong Kong Monetary Authority*, che hanno dichiarato di volerla utilizzare come standard per il *reporting* e per la definizione di scenari comuni per lo *stress testing*.

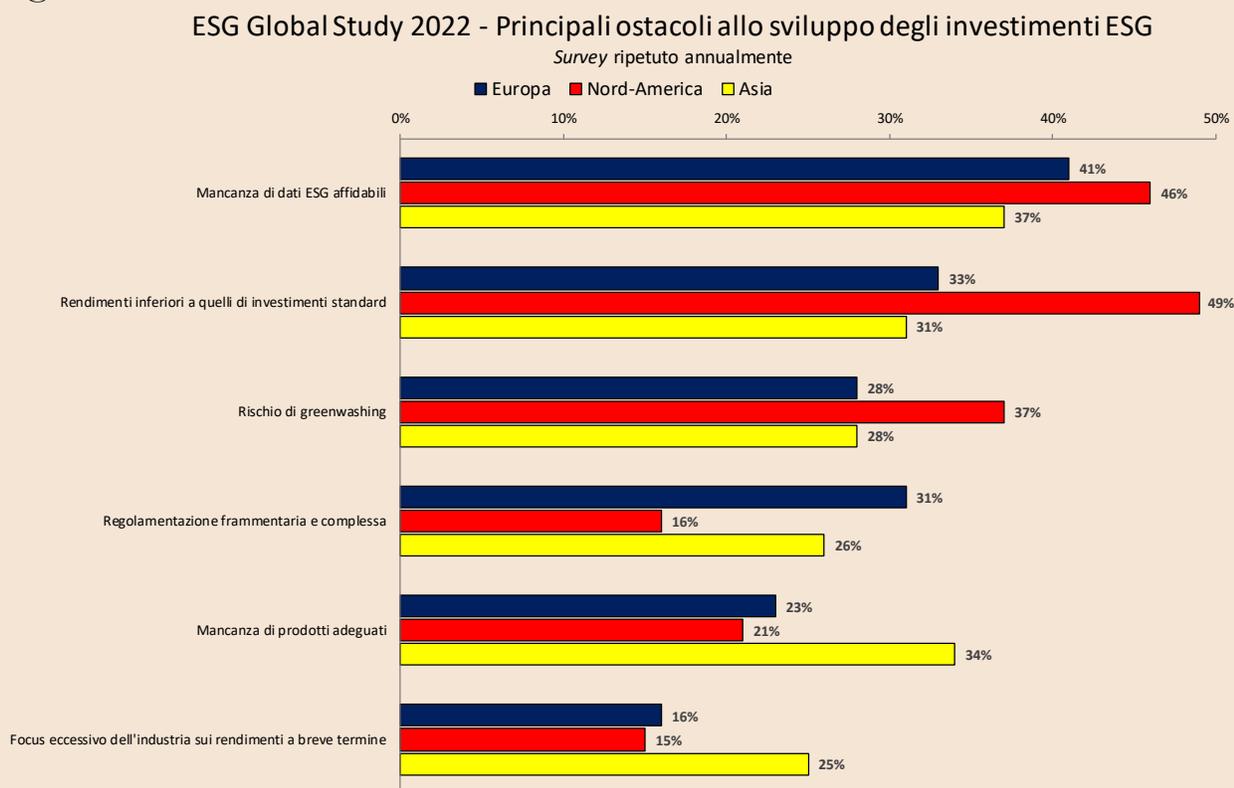
Al di là della misurazione del rischio climatico (ad esempio per tutto ciò che riguarda la gestione del capitale umano), si nota in realtà una ulteriore tendenza alla frammentazione normativa che non lascia ben sperare.

## **IL “GREENIUM”: UN PROBLEMA SENTITO SOPRATTUTTO SUI MERCATI NORDAMERICANI**

Studiando la caratterizzazione geografica delle opinioni degli investitori (vedi Figura 6), si nota chiaramente come il problema della standardizzazione dei dati e delle procedure di *scoring* ambientale sia un problema particolarmente sentito sui mercati nord-americani (barre rosse). Sempre negli USA spicca un'attenzione più alta per il tema del differenziale di rendimento tra investimenti sostenibili e quelli standard (il c.d. *greenium*), una quantità che in passato, all'interno di un contesto a tassi di interesse nulli o molto bassi, è sempre stata piuttosto elusiva e difficile da misurare.

Il tema della frammentazione regolamentare è invece - non sorprendentemente - al centro dell'interesse degli investitori europei (barre blu), per via dell'intenso sforzo istituzionale verso la standardizzazione.

Figura 6



Fonte: Capitalgroup.com

In definitiva, il mercato del debito verde è ufficialmente entrato in una fase di consolidamento e ristrutturazione, dopo anni di crescita esuberante.

Nonostante le difficoltà oggettive del contesto internazionale, non si è osservato nessun crollo improvviso (come nel caso del settore delle cripto-valute), a testimonianza del fatto che siamo semplicemente di fronte ad una crisi temporanea di crescita nel percorso di lungo termine verso la transizione energetica. C'è qualche problema da risolvere.

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

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*