

Greenium: nuovi catalizzatori per il 2022



Agathe Foussard
CFA¹, Portfolio Manager



Nelson Ribeirinho
Portfolio Manager, Senior
Credit Analyst

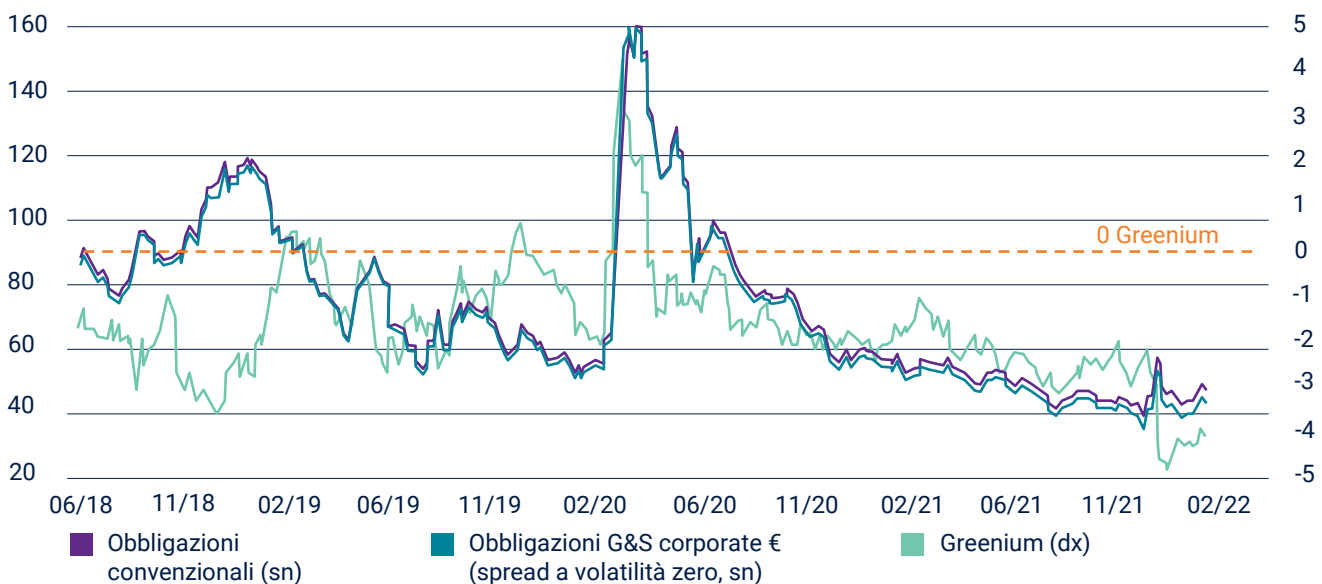
Il greenium - l'extra rendimento che gli investitori concedono alle società che emettono green bond rispetto al rendimento di un'obbligazione convenzionale con la stessa scadenza - è stato a lungo considerato volatile, con oscillazioni di segno opposto legate alla stagionalità. Ma è nel 2020 che ha assunto una rilevanza indiscutibile.

Dall'ultimo studio da noi condotto nel 2021 ([Greenium, An ally, and source of opportunities](#)), il greenium, secondo noi dovuto sostanzialmente al divario tra domanda e offerta, si è ridotto ma continua a risentire del contesto attuale, caratterizzato da elevata avversione al rischio e volatilità.

In questo nuovo studio, esaminiamo i fattori che potrebbero agevolare il greenium nel 2022: i tassi d'interesse positivi, la consacrazione da parte della tassonomia europea, lo sviluppo dei sustainability-linked bond (SLB)² in competizione con i green bond e, infine, i rating aggiornati per gli indici e tutto l'universo obbligazionario.

Oggi³ il differenziale di rendimento (o spread di credito)⁴ rappresentato dal greenium si attesta a 2,64 punti base, dopo essere sceso a 1,5 punti base a gennaio. Crediamo che nel 2022 il greenium si attesterà intorno ai 2 punti base per il debito senior e, più precisamente, a 5 punti base per il debito corporate senior (finanziari esclusi) e a 6 punti base escludendo utility, governativi e finanziari. In questi settori sembra naturale che i green bond emessi dalle utility o dalle banche mostrino un greenium più debole o addirittura neutro, in considerazione del fatto che tutto il loro debito potrebbe diventare "verde" e che le banche non possono emettere sustainability-linked bond per motivi di ordine normativo.

Greenium del debito corporate



Fonte: Natixis

1.CFA® e Chartered Financial Analyst® sono marchi registrati di proprietà del CFA Institute.

2.Le SLB (sustainability-linked bond) sono obbligazioni convenzionali che hanno però la specificità di dover conseguire un determinato obiettivo di "sostenibilità" entro tempi prestabiliti. Se l'emittente non raggiunge l'obiettivo, la cedola aumenta. Questi obiettivi sono spesso, anche se non sistematicamente, determinati in accordo con gli Obiettivi per lo sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite. I principi sono fissati dall'ICMA (International Capital Market Association), l'autorità che disciplina gli standard di mercato.

3.Dati al 15/03/2022. Fonte: Mirova

4.Differenziale tra rendimento di un'obbligazione e tasso swap, per scadenze identiche.

Anche i green bond del settore automobilistico sembrano generare un greenium limitato, perché il fabbisogno di finanziamento riguarda principalmente veicoli "ecologici" che vanno nella direzione di una mobilità a impronta di carbonio nulla.

Nell' "equazione" del greenium, la grossa incertezza è tuttora legata alla preponderanza dei sustainability-linked bond che, l'anno scorso, hanno inondato il mercato con volumi di emissione vicini a 100 miliardi di dollari. I sustainability-linked bond offrono una certa flessibilità, in quanto gli obiettivi rimangono, per così dire, nelle mani delle società, contrariamente a quanto avviene per le obbligazioni verdi, sostenibili o a impatto sociale.

Appare del tutto probabile che alcuni settori, in particolare tra i ciclici, possano essere attratti da questo formato: in questi settori, il greenium **dipenderà infatti dalla proporzione di green bond vs obbligazioni convenzionali vs sustainability-linked bond e potrebbe quindi essere più elevato.**

Come vedremo più avanti, la competizione tra sustainability-linked bond e obbligazioni verdi o sostenibili è un fattore decisivo.

Gli eventi recenti, compresa l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, hanno determinato un contesto di avversione al rischio, causando l'allargamento degli spread di credito. In questo scenario, le obbligazioni verdi e sostenibili tendono a comportarsi meglio (con meno probabilità di andare incontro a ondate di vendite), dando prova di maggiore resilienza. I motivi sono molteplici: il profilo più difensivo presente nell'universo dei green bond, le loro apprezzate caratteristiche d'"impatto" e la base di investitori presumibilmente con un orizzonte d'investimento più lungo.

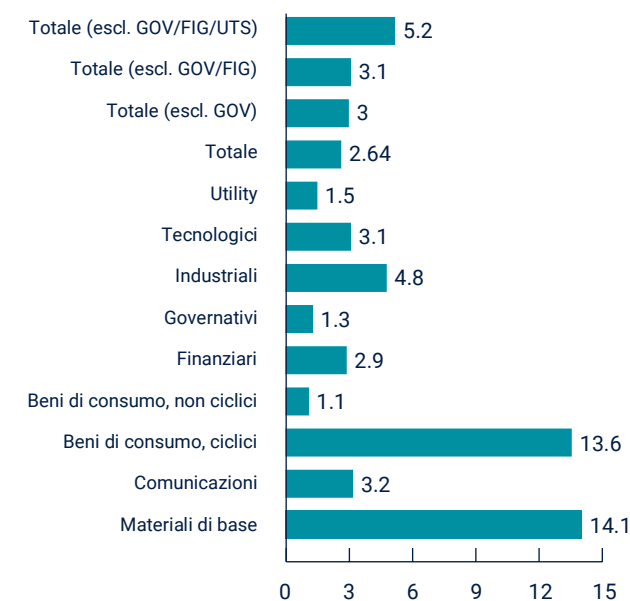
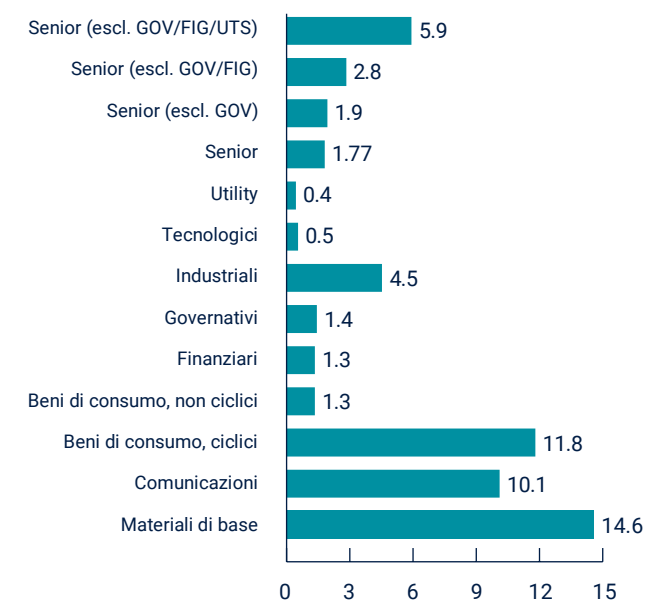
GREENIUM: LA NOSTRA METODOLOGIA

Questa pubblicazione segue un [precedente articolo del 2021](#) a cui rimandiamo per i dettagli sul metodo di calcolo. In sintesi, il greenium è espresso in punti base come differenziale di rendimento, o spread di credito, nell'universo denominato in euro (in effetti, sono stati calcolati 460 greenium). Questo valore rappresenta l'extra rendimento concesso dagli investitori, in punti base, e corrisponde a un greenium di 3 punti base.⁵

Greenium per settore: dispersione dovuta al numero di green bond e di emittenti

Classificato in base al settore di emissione, il rapporto tra offerta e domanda ha confermato ciò che ci aspettavamo: il greenium tende ad essere inferiore dove le obbligazioni convenzionali sono una minoranza e sono sostituite da green bond. Tra questi settori segnaliamo le utility e i finanziari. Il settore delle utility è al centro della transizione energetica e ambientale e, strutturalmente, è caratterizzato da un elevato numero di emissioni di green bond. I finanziari hanno invece un notevole fabbisogno di finanziamento in diversi asset verdi, spesso immobiliari. A conferma del nostro studio del 2021, i settori ciclici mostrano invece un greenium più elevato, per esempio nei beni di consumo, dove il mercato dei green bond è ancora agli inizi.

	Media Greenium	Conteggio Greenium		Media Greenium	Conteggio Greenium
Senior (escl. GOV)	1,9	342	Totale (escl. GOV)	2,9	370
Senior (escl. GOV/FIG)	2,8	133	Totale (escl. GOV/FIG)	3,2	148
Senior (escl. GOV/FIG*/UTS**)	5,9	65	Totale (escl. GOV/FIG*/UTS**)	4,8	70



*FIG= Gruppo di istituzioni finanziarie, **UTS= Utility
Fonti: Mirova

5. Fonte: Natixis

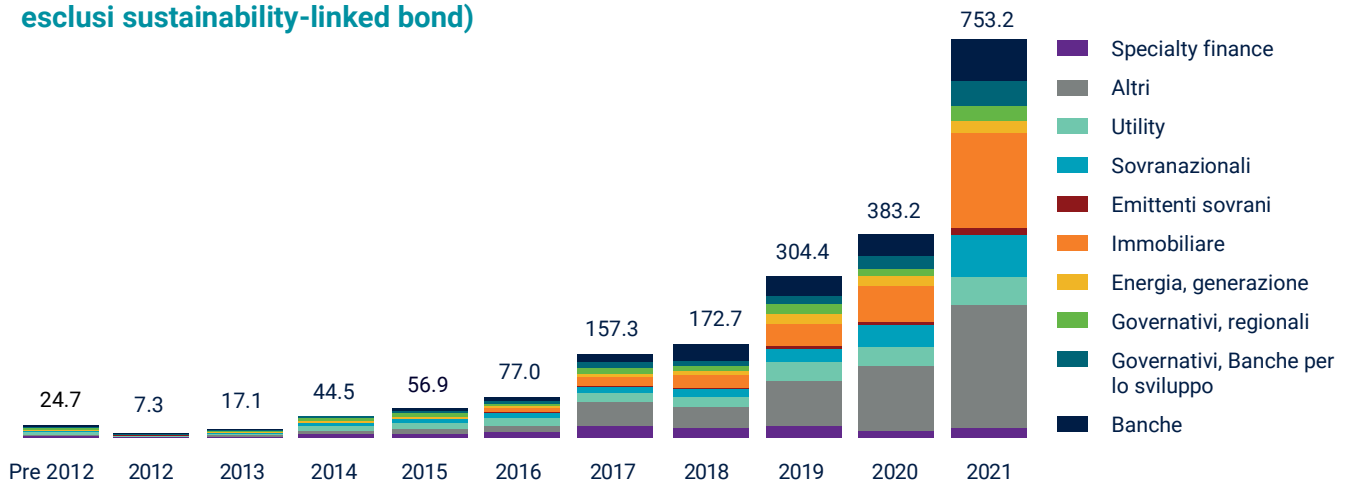
Maggiore profondità del mercato nel 2021: una tendenza che proseguirà anche nel 2022?

Ogni anno si toccano nuovi record: dal 2012, il mercato è cresciuto in media di 1,6 volte all'anno.

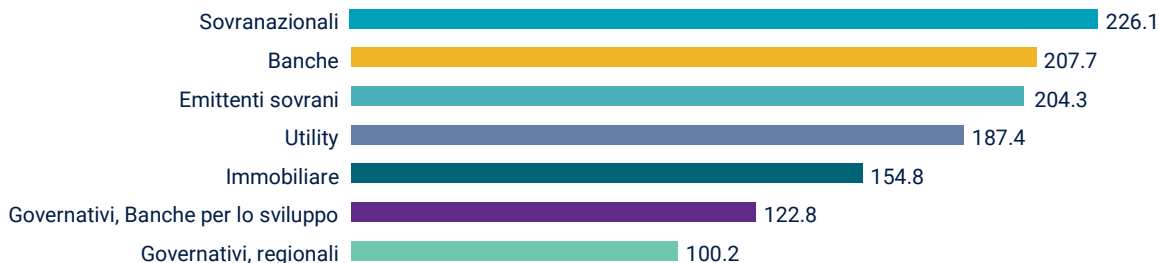
Il 2021 ha confermato le tendenze osservate nel 2020 e ha visto emergere nuovi formati. In termini di dimensioni, le categorie delle obbligazioni sostenibili e a impatto sociale (che combinano progetti sociali e verdi) presenti sul mercato ammontano ora, ciascuna, a più di 350 miliardi di dollari.

Si sono osservate evoluzioni in vari settori, per esempio nei ciclici. I costruttori auto e i loro fornitori promuovono in modo ricorrente nuove emissioni per finanziare la produzione di veicoli più ecologici. Anche il settore chimico si è cimentato nel mercato delle obbligazioni verdi, ma sono i sustainability-linked bond ad avere visto crescere di più i volumi di emissione, come meglio descritto più avanti nella sezione "SLB: un piccolo dettaglio che potrebbe generare greenium?".

Emissioni annuali di debito sostenibile (miliardi di dollari) (obbligazioni verdi e sostenibili, esclusi sustainability-linked bond)



Emissioni di debito sostenibile (mld di USD) per settore dell'emittente



Fonti:
Bloomberg
NEF al
31/12/2021

Nel 2022 più emittenti e rating migliori: possiamo aspettarci quantità e qualità?

Per quest'anno, è prevedibile che i volumi di emissione continueranno a crescere rapidamente (circa 1.000 miliardi di dollari). In testa a tutti l'Unione Europea, con le massicce emissioni nel quadro dei programmi [NextGenEU](#), che assommeranno a circa 700 miliardi di euro. Inoltre, a luglio 2021 la Commissione Europea ha presentato il pacchetto "Pronti per il 55%" (Fit for 55), che comprende una serie di provvedimenti⁶ mirati a ridurre del 55% le emissioni di gas serra rispetto ai livelli del 1990 entro il 2030. Questi piani hanno confermato l'intenzione dell'Europa di guidare la lotta contro i cambiamenti climatici, sia in termini di tempistica sia sul piano delle ripercussioni nei vari settori:

gli obiettivi spaziano infatti su tutti i settori e dovranno essere conseguiti entro il 2030.

Dall'inizio dell'anno, la guerra in Ucraina ha messo in risalto la necessità, per l'Europa, di rendersi indipendente dalle importazioni di energia: l'8 marzo la Commissione Europea ha illustrato i piani relativi al "REPowerEU",⁷ un pacchetto progettato per porre fine alla dipendenza dell'Europa dai combustibili fossili "ben prima del 2030". La scelta dell'Unione Europea di procedere all'emissione di debito comune in formato "green" appare ragionevole, dopo l'accesso dibattito che ha impegnato i paesi membri.

6. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_21_3541

7. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_22_1511

ALCUNE ASSET CLASS TORNERANNO PREPOTENTEMENTE ALLA RIBALTA, ALTRE INVECE SI CONSOLIDERANNO.

Nel 2022, ci attendiamo un forte ritorno del debito bancario privilegiato senior verde e delle obbligazioni garantite emesse dalle banche (questi strumenti, considerati porti sicuri, sono destinati principalmente al finanziamento di edifici ecocompatibili). All'orizzonte ci saranno inoltre le ripercussioni significative derivanti dal possibile esaurimento delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III, programma monetario con cui la BCE ha concesso alle banche europee prestiti a tassi favorevoli per un totale di 1.310 milioni di euro, con opzione di rimborso volontario esercitabile a partire dalla metà del 2022).

Mentre le banche centrali hanno avviato una stretta graduale delle politiche monetarie, è probabile che le obbligazioni garantite⁸ (più della metà con rating AAA) e il debito bancario senior⁹ (con rating spesso sopra la A) domineranno il panorama obbligazionario corporate, con sempre più paesi pronti a collocare debito, anche per la prima volta.

A livello di settore, è inoltre prevedibile un notevole dinamismo delle società energetiche e delle utility pubbliche. Ci si attendono ingenti emissioni anche da parte del settore automobilistico e dei suoi fornitori.

Sarà un anno di cambiamenti per l'indice, che di dirigerà verso un rating medio più elevato, più rating A o superiori,

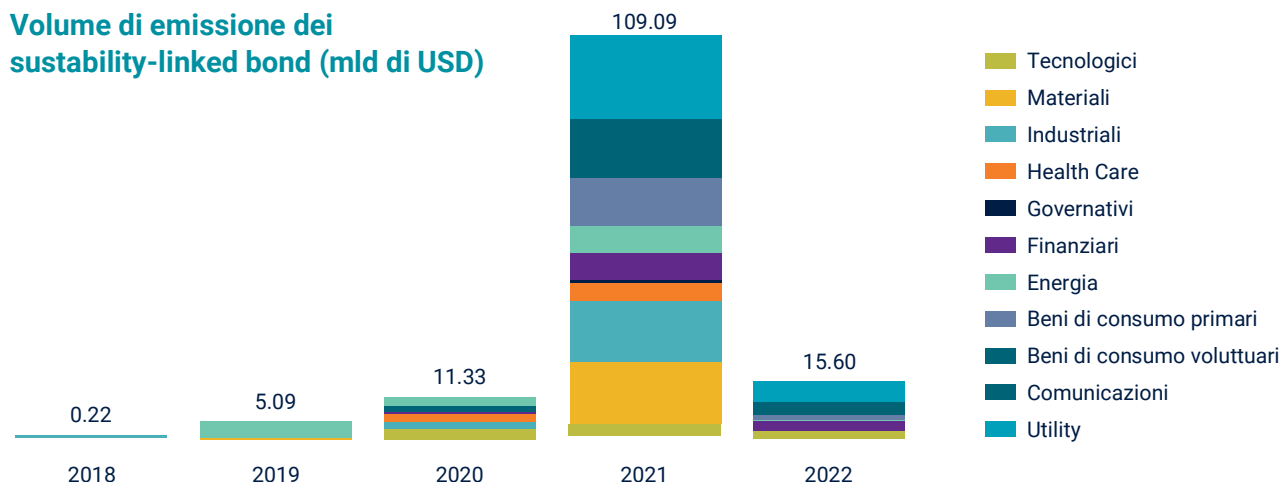
addirittura più finanziari e un maggiore peso degli asset immobiliari nell'impiego dei proventi,¹⁰ e forse anche più titoli obbligazionari "a reddito fisso" (governativi, sovranazionali, agenzie e, a nostro avviso, anche obbligazioni garantite) rispetto al credito (obbligazioni societarie). Ci aspettiamo quindi una convergenza tra gli indici dei Green Bond e gli indici Global Aggregate convenzionali.

SLB: un piccolo dettaglio che potrebbe generare greenium?

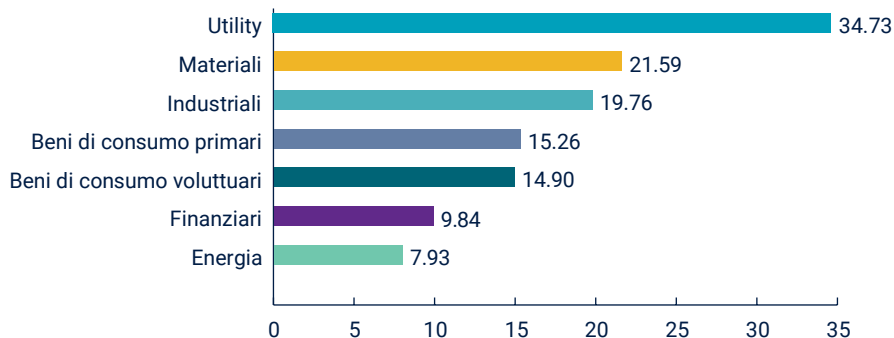
La grossa incognita nell'"equazione" del greenium resta la crescita dei sustainability-linked bond che l'anno scorso hanno inondato il mercato, con emissioni che hanno superato quota 100 miliardi di dollari.

Attratte dalla flessibilità dei sustainability-linked bond, considerando che gli obiettivi/i KPI sono essenzialmente nelle mani degli emittenti, alcune società stanno allontanandosi dalle obbligazioni verdi, sostenibili e a impatto sociale. In fin dei conti, qualunque società può emettere all'istante un sustainability-linked bond, cosa impossibile con un green bond.

Volume di emissione dei sustainability-linked bond (mld di USD)



Emissioni di debito sostenibile (mld di USD) per settore dell'emittente



Fonti: Bloomberg NEF al 22/03/2022

8. Le obbligazioni garantite sono strumenti di debito emessi da banche o da istituti di credito ipotecario e garantiti da un pool di attivi, per esempio da prestiti ipotecari.

9. Il debito senior offre garanzie specifiche e ha priorità rispetto al debito non garantito o ad altre forme di debito di rango inferiore (cosiddetto "subordinato") contratto dagli emittenti.

10. I progetti finanziati devono essere descritti con sufficiente dettaglio e dimostrare un evidente vantaggio ambientale.

Da parte di tutti, occorrerà sorvegliare la crescita di questa asset class che avrà conseguenze determinanti sul greenium. Il greenium tenderà verso livelli estremi nei settori dove i volumi di emissione di sustainability-linked bond sovrasteranno quelli dei green bond. Questo fenomeno si manifesterà, per esempio, nel settore industriale (ad eccezione dell'automotive, che non avrà difficoltà a tenere il passo con i suoi immobilizzi di capitale "green"), ma anche nei beni di consumo e nei settori farmaceutico e tecnologico, oppure in aziende con una leva operativa più debole, cioè con una quota decisamente maggiore di costi operativi e variabili.

Stessa cosa per il mercato High Yield, dove le emissioni di green bond sono state poche (tranne nei paesi emergenti), evidenziando la chiara preferenza degli emittenti per i sustainability-linked bond.

Banche e sustainability-linked bond: un'alleanza impossibile?

Per contro, il settore finanziario, e in particolare le banche, non possono emettere SLB: **ai sensi della normativa vigente, si raccomanda alle banche di non collocare sustainability-linked bond; perciò, in attesa di sviluppi futuri, le banche si limitano a collocare obbligazioni verdi in varia forma, con il seguente ordine di preferenza: obbligazioni garantite, senior e, infine, subordinate, a condizione che si sia individuato un numero sufficiente di attività da finanziare.** Le banche selezioneranno più attività e, di conseguenza, procederanno a più emissioni, solo se queste saranno in accordo con la tassonomia europea. Perciò, in questo momento, le banche devono riordinare i bilanci e iniziare a seguire i loro attivi green.

Il premio dei sustainability-linked bond: la difficoltà di confrontare prodotti diversi tra loro...

[I sustainability-linked bond, a cui attribuiamo scarsa "addizionalità" pur ammettendo che, se usati bene, offrono qualche vantaggio](#), sono un'asset class che seguiamo con attenzione.

Per noi è fondamentale calcolare il greenium, come facciamo per le obbligazioni verdi. Non va però dimenticato che questa classe di attivi si declina in molte forme diverse. In sostanza, i sustainability-linked bond sono meno uniformi e standardizzati: basti pensare ai molteplici indicatori chiave di performance (KPI), alle penalità di vario importo, in funzione della difficoltà a raggiungere i KPI (più sono facili, maggiore è la penalità, e viceversa), agli orizzonti e tempistiche diversi per penalità e KPI, per non parlare della varietà di formati...

Nel 2022, il greenium si muoverà probabilmente in un contesto di tassi d'interesse positivi, caratterizzato dall'attuazione della Tassonomia europea e dalla convergenza strutturale tra indici dei Green Bond e indici Global Aggregate più convenzionali. L'emergere dei sustainability-linked bond potrebbe inoltre rallentare la crescita del mercato delle obbligazioni verdi, impedendo il ridimensionamento del greenium in alcuni settori.

Avvertenze

Mirova è una società di gestione dedicata agli investimenti sostenibili e un'affiliata di Natixis Investment Managers. Grazie al suo stile di gestione basato sulla convinzione, l'obiettivo di Mirova è quello di combinare la ricerca della creazione di valore a lungo termine con lo sviluppo sostenibile.

Pionieri in molti settori della finanza sostenibile, i talenti di Mirova sono impegnati nell'innovazione per fornire ai propri clienti soluzioni ad alto impatto ambientale e sociale. Mirova e le sue affiliate gestiscono 28,6 miliardi di euro al 31 dicembre 2021. Mirova ha ottenuto il marchio B Corp* e lo status di "Entreprise à Mission" (azienda guidata dalla missione).

*I riferimenti a una classifica, a un riconoscimento o a un marchio non garantiscono la performance del fondo o del gestore.

Le presenti informazioni sono destinate ai clienti non professionali e professionali come definiti dalla MiFID. Se non è così e si riceve questo documento e/o qualsiasi allegato per errore, si prega di distruggerlo e di segnalare immediatamente la violazione a Mirova. Il presente documento è un documento non contrattuale a scopo puramente informativo, non costituisce né fa parte di alcuna offerta, sollecitazione o raccomandazione a sottoscrivere, acquistare o cedere azioni emesse o da emettere da parte dai fondi gestiti da Mirova. I servizi presentati non tengono conto di alcun obiettivo di investimento, situazione finanziaria o esigenza specifica di un particolare destinatario. Mirova non potrà essere ritenuta responsabile di eventuali perdite finanziarie o per qualsiasi decisione presa sulla base delle informazioni contenute nel presente documento, e non fornirà alcun servizio di consulenza, in particolare nel settore della gestione degli investimenti, consulenza, in particolare nell'ambito dei servizi di investimento. Le informazioni contenute nel presente documento si basano sulle circostanze, le intenzioni e le linee guida attuali e possono richiedere modifiche successive, modifiche. Sebbene Mirova abbia preso tutte le precauzioni ragionevoli per verificare che le informazioni contenute nel presente documento provengano da fonti affidabili, una parte significativa di queste informazioni proviene da fonti disponibili al pubblico e/o è stata fornita o preparata da terzi.

Mirova non si assume alcuna responsabilità per le descrizioni e le sintesi contenute nel presente documento. Non si può fare affidamento, per nessun motivo, sulla validità, l'accuratezza, la durata o la completezza delle informazioni o delle opinioni contenute nel presente documento, o di qualsiasi altra informazione fornita in relazione al fondo. I destinatari devono inoltre tenere presente che il presente documento contiene informazioni previsionali, emesse alla data della presente presentazione. Mirova non si impegna ad aggiornare o rivedere alcuna informazione previsionale, sia a causa di nuove informazioni, che di eventi futuri o per qualsiasi altra ragione. Mirova si riserva il diritto di modificare o rimuovere tali informazioni in qualsiasi momento e senza preavviso.

Le informazioni contenute nel presente documento sono di proprietà di Mirova. La distribuzione, il possesso o la consegna di questo documento in alcune giurisdizioni può essere limitata o vietata dalla legge. Le persone che ricevono il presente documento sono pregate di informarsi sull'esistenza di tali limitazioni o divieti e di rispettarli.

Documento non contrattuale, emesso nel marzo 2022.

MIROVA Società di gestione - Società per azioni di diritto francese, regolata dall'AMF registrazione n°GP 02-014 RCS Paris n°394 648 216. Sede: 59, Avenue Pierre Mendès France - 75013 - Parigi. Mirova società affiliata di Natixis Investment Managers

Il presente materiale viene fornito esclusivamente a fini informativi su richiesta di soggetti che prestano servizi di investimento ed altri Clienti Professionali. Questo material non deve essere usato con gli investitori Retail. Gli intermediari che prestano servizi di investimento sono responsabili nei confronti dei propri clienti dell'offerta o vendita di fondi o servizi a terzi nel rispetto delle norme applicabili nel relativo Paese.

Per ottenere un riepilogo dei diritti dell'investitore nella lingua ufficiale della propria giurisdizione, consultare la sezione documentazione legale del sito web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

In Italia Il presente materiale è fornito da Natixis Investment Managers International., società di gestione del risparmio, o dagli uffici della sua succursale Natixis Investment Managers International, Succursale Italiana. Natixis Investment Managers International è una società di gestione di diritto francese autorizzata dall'AMF e registrata al numero GP 90-009 e società anonima registrata al numero 329 450 738. La sede legale di Natixis Investment Managers International è 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. La sede legale di Natixis Investment Managers International, Succursale Italiana è in Via San Clemente 1, 20122 Milan, Italy.

A Lugano Il presente materiale è fornito ai Qualified Investors su base transfrontaliera da Natixis Investment Managers International, società di gestione del risparmio, o dagli uffici della sua succursale Natixis Investment Managers International Succursale Italiana, una società Iscritta nell'elenco allegato all'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia al n. MI - 2637562. Natixis Investment Managers International è una società di gestione di diritto francese autorizzata dall'AMF e registrata al numero GP 90-009 società anonima registrata al numero 329 450 738. La sede legale di Natixis Investment Managers International è 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. La sede legale di Natixis Investment Managers International, Succursale Italiana è in Via San Clemente 1, 20122 Milan, Italy. Natixis Investment Managers International non possiede una licenza FINMA.

Le società sopra menzionate sono strutture commerciali controllate da Natixis Investment Managers, holding che raggruppa varie società di gestione specializzate e strutture commerciali presenti sul territorio mondiale. Le società di gestione e le strutture commerciali controllate da Natixis Investment Managers svolgono le loro attività regolamentate solo nelle o dalle giurisdizioni in cui sono abilitate ed autorizzate. I prodotti ed i servizi offerti possono quindi non essere disponibili in tutti i Paesi, ovvero per tutti i tipi di investitori.

Le informazioni riportate nel presente materiale sono ritenute attendibili da Natixis Investment Managers ; tuttavia non è possibile garantirne precisione, adeguatezza o completezza.

All'interno del presente documento, la presentazione e /o i riferimenti a specifici titoli, settori o mercati non è da intendersi in termini di consulenza su investimenti, sollecitazione o proposta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né offerta di servizi finanziari. Prima di ogni investimento, gli investitori devono esaminare con attenzione gli obiettivi di investimento, i rischi, i costi relative a strategie e prodotti. Le analisi, le opinioni, determinati temi di investimento e il processo di investimento descritti in questo documento rappresentano le posizioni del gestore di portafoglio ad una certa data. Tali elementi così come la composizione e le caratteristiche del portafoglio sono soggetti a cambiamento nel tempo. Le evoluzioni future possono non corrispondere alle previsioni formulate nel presente documento.

Il presente materiale non può essere distribuito, pubblicato o riprodotto, in tutto od in parte.

Gli importi riportati si intendono espressi in USD se non diversamente indicato.

Natixis Investment Managers può decidere di cessare i suoi accordi di commercializzazione per questo fondo in conformità con la legislazione pertinente

Documento ad uso riservato degli investitori professionali di cui è vietata la diffusione tra il pubblico.