

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

INVESTIMENTI ESG: LA SVOLTA SOSTENIBILE DEL SETTORE FINANZIARIO

RELATORE:

CH.MO PROFESSORE ZEN FRANCESCO

LAUREANDO: ACERBI PIETRO

MATRICOLA: 1160931

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

INDICE

Introduzione	3
Capitolo 1: la finanza sostenibile e l'Action Plan della UE del 2018	5
1.1 Le tappe che hanno condotto all'Action Plan del 2018 e i suoi obiettivi	5
1.2 Riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili	8
1.3 Prendere in considerazione i rischi legati al cambiamento climatico	11
1.4 Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine	12
Capitolo 2: la linea verde della Banca d'Italia: dalle emissioni agli investimenti	17
2.1 La politica ambientale della Banca d'Italia	17
2.2 Strategie d'investimento della Banca d'Italia	20
2.3 Analisi quantitativa del portafoglio titoli della Banca d'Italia: bilancio 2019	23
Capitolo 3: la relazione tra politica monetaria e sostenibilità	27
3.1 Le banche centrali: caratteristiche e funzioni	27
3.2 Gli effetti del cambiamento climatico sulla politica monetaria	30
3.3 L'impatto ambientale del Quantitative Easing	32
Conclusione	39
Bibliografia e Link esterni	41

INTRODUZIONE

I temi legati al cambiamento climatico e all'ecologia stanno assumendo una sempre maggiore importanza in tutti gli aspetti della nostra vita, modificando le nostre scelte e i nostri comportamenti.

Ormai i legislatori e i grandi attori economici non posso più ignorare il devastante impatto che l'incertezza legata ai mutamenti climatici sta avendo sull'economia mondiale. Risulta ormai chiaro che l'attuale gestione delle risorse è divenuta insostenibile e il rischio sempre più concreto è che le generazioni future possano non riuscire a soddisfare i propri bisogni. Affinché questo non accada l'unica scelta possibile è quella di intraprendere la strada verso un modello di crescita economica sostenibile e responsabile. Ovviamente questo tipo di obiettivo non potrà avverarsi senza una comunione di intenti e una stretta collaborazione tra tutte le parti interessate. Il mondo della finanza può fungere da catalizzatore in questo processo, ha la capacità infatti di guidare i capitali verso realtà economiche che si prefiggono questi obiettivi e che adottano comportamenti virtuosi non solo in ambito ambientale ma anche sociale.

L'obiettivo di questo elaborato è perciò quello di indagare il nuovo e crescente legame che intercorre tra il settore finanziario e la sostenibilità ambientale. Il filo conduttore saranno le decisioni prese da diverse istituzioni nazionali ed internazionali per implementare la transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio e dunque più "verde". Inizialmente si analizzerà l'Action Plan varato dall'Unione Europea, il primo vero passo in avanti nell'integrazione dei fattori ambientali in ambito finanziario. Nel secondo capitolo ci si occuperà di come la Banca d'Italia stia modificando le sue scelte d'investimento in favore di criteri di selezione che tengano conto dei fattori ESG, ossia fattori ambientali, sociali e di governance. L'ultima parte cercherà di osservare quella che potrà essere la risposta al cambiamento climatico da parte delle autorità monetarie, ossia delle Banche centrali, attraverso gli strumenti di politica monetaria.

CAPITOLO 1

LA FINANZA SOSTENIBILE E L'ACTION PLAN DELLA UE DEL 2018

1.1 LE TAPPE CHE HANNO CONDOTTO ALL'ACTION PLAN DEL 2018 E I SUOI OBIETTIVI

Nel 2015 durante la ventunesima conferenza delle Nazioni Unite riguardo al cambiamento climatico è stato negoziato ed inseguito adottato l'Accordo di Parigi. Questo accordo insieme alla Agenda 2030 delle Nazioni Unite sancisce l'impegno che i governi di tutto il mondo hanno accolto per intraprendere un percorso più sostenibile sia per il nostro pianeta che per la nostra economia. L'accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi, costituisce la prima intesa sul clima mondiale per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per limitare il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2°C.

L'Unione Europea fin da subito ha compreso la necessaria importanza di una transizione verso un'economia più sostenibile, a basso contenuto di carbonio e più efficiente in termini di sfruttamento delle risorse, in modo da poter garantire la competitività a lungo termine della propria economia.

Il settore finanziario ricopre un ruolo fondamentale nel raggiungimento di questi obiettivi, proprio per questo nel 2016 la Commissione Europea ha istituito un gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile (HLEG). Questo gruppo si è impegnato a fornire indicazioni su come riuscire a indirizzare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, identificare le tappe che gli istituti finanziari dovrebbero intraprendere per proteggere il sistema finanziario dai rischi della sostenibilità e fare in modo che queste politiche vengano adottate in tutta l'Unione Europea. Dalla relazione finale pubblicata il 31 gennaio 2018 emergono due caratteristiche fondamentali della finanza sostenibile: migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti.

Come manovre prioritarie il gruppo di esperti raccomanda otto azioni chiave:

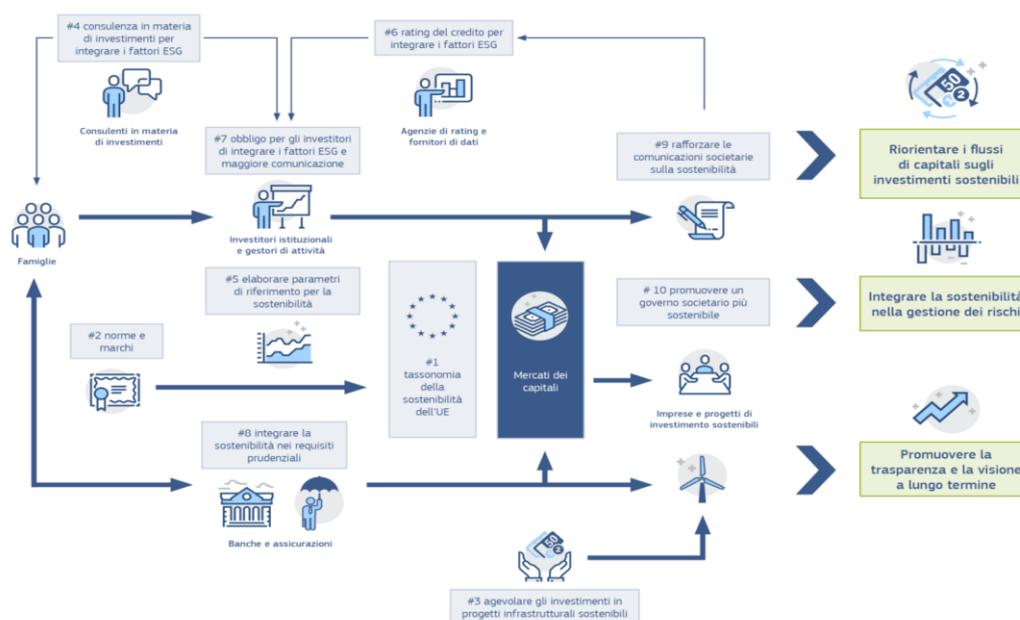
- Stabilire e mantenere una tassonomia comune sulla sostenibilità a livello di Unione Europea
- Chiarire i doveri degli investitori per includere il lungo orizzonte temporale e le preferenze sulla sostenibilità
- Migliorare le regole sulla divulgazione per rendere i rischi di sostenibilità completamente trasparenti, partendo dal cambiamento climatico
- Elementi chiave di una strategia *retail* sulla finanza sostenibile: consigli d'investimento, *ecolabel* e standard minimi sulla RSI
- Sviluppare e implementare standard europei ufficiali di sostenibilità e etichette, partendo dai *green bond*
- Stabilire "*Sustainable Infrastructure Europe*"
- *Governance e leadership*
- Includere la sostenibilità nel mandato di vigilanza delle autorità di vigilanza europee ed estendere l'orizzonte di monitoraggio del rischio

L'8 marzo 2018 sulla scorta delle raccomandazioni del gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile la Commissione Europea ha elaborato un piano d'azione comunitario per la finanza sostenibile. Prima di tutto l'Action Plan (2018, p.2) fornisce una definizione di questo termine in modo da poter inquadrare gli ambiti a cui esso si riferisce e offrire una migliore comprensione degli obiettivi che si prefigge di raggiungere: *"per finanza sostenibile si intende generalmente il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine. Più precisamente, le considerazioni di ordine ambientale fanno riferimento all'attenuazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento a questi nonché in senso lato all'ambiente e ai rischi connessi, come per es. le catastrofi naturali. Le considerazioni di ordine sociale possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse, in particolare poiché i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di ineguaglianza in essere. La governance delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, le relazioni con i dipendenti e la retribuzione dei manager, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale."*

Sulla base di questa descrizione si comprende chiaramente che lo sforzo principale della UE sia quello di trovare un punto di equilibrio tra le esigenze finanziarie dell'economia europea e mondiale e l'impellente imperativo di salvaguardare il nostro pianeta e la nostra società. Gli obiettivi del piano d'azione sono i seguenti tre:

1. Riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile ed inclusiva;
2. Gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali nonché
3. Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie

Figura 1 – le azioni dell'Action Plan 2018



1.2 RIORIENTARE I FLUSSI DI CAPITALI VERSO INVESTIMENTI SOSTENIBILI

La transizione verso un'economia più sostenibile passa principalmente attraverso gli investimenti, questi perciò devono essere orientati verso progetti ecosostenibili e meno impattanti. Fino ad ora così non è stato, infatti secondo le stime della Banca Europea degli investimenti (BEI), la disparità di investimenti complessivo nei trasporti, nell'energia e nell'infrastruttura di gestione delle risorse ha raggiunto un'eccezionale cifra annua di 270 miliardi di euro. Uno dei fattori che più incidono a formare questo divario di investimenti è la mancanza di chiarezza tra gli investitori riguardo a ciò che si intende con investimento sostenibile. Questa svolta verde dell'economia europea non è rilevante solo sotto un aspetto ambientale e sociale ma avrà notevoli impatti anche sulla competitività migliorando l'efficienza dei processi produttivi e riducendo i costi dell'accesso e della gestione delle risorse.

L'UE si è impegnata a destinare almeno il 20% del proprio bilancio direttamente alla questione climatiche. Nel 2017 il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) ha indirizzato quasi un terzo degli investimenti verso progetti connessi all'energia, all'ambiente e all'efficienza delle risorse nonché alle infrastrutture sociali. La quota di investimento è destinata a salire, infatti il FEIS 2.0 ha prorogato il Fondo fino al 2020 incrementando gli obiettivi d'investimento a 500 miliardi di euro destinando il 40% a progetti a sostegno del clima, dell'infrastrutture e dell'innovazione.

L'Action Plan prevede cinque azioni volte a riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile. La prima di queste consiste nell'istituire un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili. Infatti una tassonomia comune è un elemento essenziale affinché possano essere offerte informazioni dettagliate sui settori e sulle attività pertinenti, sulla base di criteri di selezione, soglie e metriche. Questa tassonomia sarà integrata gradualmente nel diritto dell'UE al fine di fornire una maggiore certezza del diritto.

Il processo richiederà molto tempo vista la sua complessa natura tecnica, per questo la Commissione europea inizialmente nominerà un gruppo di esperti che procederà a definire la tassonomia delle attività riguardanti l'attenuazione e l'adattamento climatici e alcune attività ambientali. In secondo luogo includerà le restanti attività ambientali e sociali, riconoscendo che un aspetto della sostenibilità non debba avere effetti negativi su altri rischi o obiettivi connessi.

A partire dalla tassonomia dell'UE per la sostenibilità la seconda azione mira a creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili proteggendo così l'integrità e la fiducia in un mercato finanziario sostenibile e consentirebbe un accesso più agevole agli investitori che ricercano tali prodotti. Un esempio di questi sono le obbligazioni verdi che consentono alle entità di contrarre prestiti presso gli investitori al fine di finanziare o rifinanziare i progetti "verdi", ma le obbligazioni di questo tipo sono solo l'1% di quelle complessive a livello mondiale. Questa azione è dettata soprattutto dalla crescente considerazione che gli investitori al dettaglio mostrano rispetto alle tematiche climatiche, ambientali e sociali dei loro investimenti. Potrebbe risultare però difficile per loro orientare i fondi verso investimenti sostenibili se i prodotti finanziari non presentano tale marchio. Si dovrebbero identificare i criteri relativi a specifici prodotti proposti agli investitori al dettaglio, quali i prodotti di investimento al dettaglio e i prodotti assicurativi preassemblati. Verrà esaminata dalla Commissione la possibilità di adottare un regime di assegnazione di marchi per i prodotti finanziari responsabili sotto il profilo sociale come lo SRI, sulla base dell'esperienza acquisita attraverso i fondi europei per l'imprenditoria sociale.

La terza azione proposta dall'Action Plan è quella di promuovere gli investimenti in progetti sostenibili in particolare per le infrastrutture. Queste secondo l'OCSE contribuiscono per circa il 60% alle emissioni di gas a effetto serra. Al fine di promuovere questi investimenti c'è bisogno di migliorare l'assistenza consultiva e tecnica progredendo anche nello sviluppo di quadri di riferimento. Nell'ambito del piano di investimenti per l'Europa la Commissione attraverso il FEIS e il Polo europeo di consulenza sugli investimenti ha migliorato e potenziato il sostegno finanziario e tecnico per gli investimenti per le infrastrutture sostenibili. Il FEIS si è dimostrato efficace nel raccogliere investimenti privati destinati a progetti strategici in tutta l'UE, mobilitando quasi 265 miliardi di EUR di investimenti. Dopo essere stato prorogato fino al 2020 il FEIS 2.0 sarà incentrato ancora più su progetti sostenibili, con almeno il 40% dei suoi finanziamenti per infrastrutture e innovazione a sostegno dei progetti a favore dell'azione per il clima. Il Polo europeo di consulenza sugli investimenti fornirà una maggiore capacità consultiva a livello regionale e locale per promuovere progetti aventi un'incidenza climatica, ambientale e sociale. A completare il quadro finanziario che si concluderà nel 2020 l'UE ha avviato il piano di investimenti esterni (PIE), questo ha lo scopo di stimolare gli investimenti nei paesi partner come l'Africa e le regioni vicine all'UE. Per lo scenario post-2020 la Commissione ha proposto la costituzione di un fondo di investimento unico che comprenda tutti gli strumenti di mercato dell'UE con lo scopo di migliorare l'efficienza del

sostegno agli investimenti. In questo modo ci sarebbe una garanzia a carico del bilancio dell'UE consentendo di sostenere le priorità d'investimento e semplificare le interazioni tra le parti coinvolte, come gli investitori, i beneficiari, la Commissione europea e i partner operativi.

Per orientare il sistema finanziario verso la sostenibilità i consulenti, le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi svolgono un ruolo primario. Tuttavia nei processi di erogazioni del servizio di consulenza le preferenze degli investitori riguardo alla sostenibilità non vengono adeguatamente prese in considerazione. Per questo la quarta azione ha lo scopo di integrare queste preferenze nella valutazione del rischio da parte degli intermediari, in modo da poter offrire ai loro clienti gli strumenti finanziari o prodotti assicurativi più adeguati. La Commissione ha perciò in programma di modificare gli atti delegati della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e di quella sulla distribuzione assicurativa (IDD). Inoltre la Commissione inviterà l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) a inserire disposizioni in materia di preferenze sulla sostenibilità nei suoi orientamenti sulla valutazione dell'adeguatezza.

L'ultima azione riguarda l'elaborazione di indici di riferimento in materia di sostenibilità. Gli indici di riferimento assolvono ad una funzione essenziale nella formazione del prezzo degli strumenti e di altre attività finanziarie, consentono infatti di rappresentare e misurare le prestazioni e assegnare le attività di conseguenza. Vista la crescente importanza degli obiettivi di sostenibilità i fornitori di indici stanno sviluppando indici di riferimento basati su criteri ESG proprio per cercare di includere questi obiettivi. Questo processo presenta alcune criticità legate alla poca chiarezza delle metodologie adottate che potrebbero rendere gli indici poco affidabili. Per ridurre il rischio di "greenwashing" si dovrebbero predisporre metodologie più trasparenti, un esempio potrebbe essere quello di costruire indici che siano compatibili con gli obiettivi dell'accordo di Parigi. Il piano d'azione prevede che entro il secondo trimestre del 2018 la Commissione abbia adottato atti delegati proprio in materia di trasparenza delle metodologie e delle caratteristiche degli indici di riferimento e che proponga un'iniziativa intesa ad armonizzare questi indici. Entro il secondo trimestre del 2019 invece il gruppo di esperti tecnici della Commissione ha pubblicato una relazione sull'indice di riferimento relativo al basso contenuto di carbonio.

1.3 PRENDERE IN CONSIDERAZIONE I RISCHI LEGATI AL CAMBIAMENTO CLIMATICO

L'Action Plan si è occupato anche della gestione dei rischi legati ai cambiamenti climatici e ambientali. Questi infatti non sono ancora tenuti debitamente in considerazione, ragion per cui il secondo pacchetto di azioni ha come obiettivo quello di includere questi rischi nelle decisioni del settore finanziario. Fra il 2000 e il 2016, a livello mondiale, le catastrofi naturali di origine meteorologica hanno registrato un incremento del 46% e fra il 2007 e il 2016 le perdite economiche dovute a condizioni meteorologiche estreme nel mondo intero sono aumentate dell'86% (117 miliardi di euro). Si stima che quasi il 50% dell'esposizione al rischio delle banche sia direttamente o indirettamente connesso ai cambiamenti climatici.

Non sono solo i fattori ambientali che aumentano i rischi per le imprese finanziarie ma anche quelli di carattere sociale. Per esempio, le imprese che non rispettano le norme internazionali sul lavoro subiranno un danno d'immagine, traducendosi così in perdite finanziarie. Inoltre il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha osservato una relazione positiva tra l'aumento delle disuguaglianze e la fragilità di crescita.

La prima delle tre azioni previste dall'Action Plan riguarda l'integrazione della sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato. La valutazione di prestazioni ambientali, sociali e di governance delle imprese nelle ricerche di mercato contribuisce a un'allocazione più sostenibile del capitale e ad un migliore flusso di informazioni fra gli emittenti e gli investitori. Un altro importante strumento per il corretto funzionamento dei mercati finanziari sono i rating del credito, questi forniscono informazioni circa l'affidabilità creditizia delle imprese e delle istituzioni pubbliche. La Commissione europea ha riconosciuto il bisogno di una maggior trasparenza riguardo alle modalità con cui le agenzie di rating del credito tengono conto dei fattori di sostenibilità. L'ESMA è stato invitato, entro il primo semestre del 2019, a garantire che le agenzie di rating del credito integrino la sostenibilità e i rischi a lungo termine. Nella seconda metà del 2019 invece la Commissione ha effettuato un vasto studio sui rating di sostenibilità e ricerca.

L'obbligo principale degli investitori istituzionali e dei gestori di attività è quello di agire sempre nell'interesse superiore dei loro investitori finali e beneficiari, si parla infatti di "obbligo fiduciario". Come in molte altre materie trattate precedentemente, i fattori e i rischi di sostenibilità non vengono tenuti opportunamente in considerazione nei processi decisionali.

Dunque se gli investitori decidono di considerare aspetti legati alla sostenibilità nei loro investimenti non hanno la possibilità di valutarne correttamente le prestazioni dato che non possiedono informazioni complete. Proprio per ovviare a questo problema entro il secondo trimestre del 2018 la Commissione ha voluto modificare le attuali norme europee sull'obbligo fiduciario in modo che anche i fattori di sostenibilità e di rischio ambientale vengano integrati nelle scelte di investimento.

La terza azione si propone di integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali per le banche, le imprese di assicurazione e i fondi pensione. Questi istituti infatti sono sempre più esposti ai rischi legati a uno sviluppo economico non sostenibile. L'obiettivo della Commissione diventa perciò quello di istituire requisiti patrimoniali che comprendano anche i rischi legati alle attività sostenibili detenute dalle banche e dalle imprese di assicurazione. Questa manovra andrà di pari passo con lo sviluppo della tassonomia dell'UE. Nel terzo trimestre del 2018 la Commissione ha invitato l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) ad esprimere un parere in merito all'incidenza, per le imprese di assicurazione, delle norme prudenziali sugli investimenti sostenibili.

1.4 PROMUOVERE LA TRASPARENZA E LA VISIONE A LUNGO TERMINE

L'ultimo obiettivo dell'Action Plan riguarda la comunicazione delle attività dei partecipanti al mercato e l'adozione di una visione a lungo termine. Nel processo di transizione verso un'economia sostenibile un prerequisito essenziale è quello della trasparenza nelle comunicazioni in modo che gli attori del mercato finanziario possano valutare correttamente sia gli investimenti che i rischi della sostenibilità. La tecnologia risulta essere uno strumento indispensabile per favorire la trasparenza, permette ai cittadini di confrontare facilmente le prestazioni delle imprese in termini di sostenibilità e agli investitori al dettaglio di prendere migliori decisioni di investimento.

Le decisioni e gli obiettivi presi in ambito ambientale e di sostenibilità richiedono che venga adottata una visione di lungo periodo per poterne apprezzare le conseguenze. Tuttavia, la prassi dominante nei mercati è quella di concentrarsi su ritorni elevati nel minor tempo possibile. Ed è proprio attraverso la maggiore trasparenza delle informazioni divulgate che la Commissione vuole cercare di invertire la tendenza a focalizzarsi sul breve periodo piuttosto che sul lungo.

Nel 2018 l'UE ha emanato una direttiva che impone agli enti di interesse pubblico che la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario comprendano anche i principali aspetti di ordine ambientale, sociale e di governance e sulla gestione dei rischi che ne risultano. Al fine di favorire la trasparenza nella comunicazione di informazioni finanziarie la Commissione vuole agire affinché i principi contabili non deprimano direttamente o indirettamente gli investimenti sostenibili e a lungo termine. Nello specifico l'Action Plan prevede che la Commissione avvii una verifica di idoneità della legislazione dell'UE in materia di comunicazione pubbliche societarie. Entro il terzo trimestre del 2018 è stato istituito un laboratorio europeo sulla comunicazione societaria nel quadro del Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria. La funzione del Gruppo consultivo sarà quello di stimare l'impatto dei principi IFRS nuovi o riveduti sugli investimenti sostenibili. Nel secondo trimestre del 2019 il laboratorio europeo ha dovuto pubblicare le conclusioni circa la valutazione di idoneità sulla comunicazione societaria pubblica. La Commissione si baserà su queste per decidere la futura azione legislativa. Entro lo stesso periodo di tempo sono state riviste anche le linee guida sulle informazioni non finanziarie.

Un ulteriore organo decisionale che può dare un contributo fondamentale all'economia per renderla più sostenibile è il governo societario. Questo può far sì che le imprese adottino nuove tecnologie, rafforzino i modelli imprenditoriali e migliorino le prestazioni. Risulta però molto difficile stimolare l'innovazione e la crescita sostenibile, infatti le eccessive pressioni a breve termine del mercato tendono ad essere un ostacolo per l'allungamento dell'orizzonte temporale nel processo decisionale. Il management delle società è quasi sempre spinto dal bisogno di ottenere risultati in tempi brevi e non tiene conto dei rischi legati alla sostenibilità, ambientale e sociale. L'ultima azione dell'Action Plan stabilisce che nel primo trimestre del 2019 le autorità di vigilanza europee hanno dovuto dimostrare che i mercati dei capitali inducono le imprese verso una sconveniente visione di breve periodo. Il secondo passo sarà quello di trovare delle soluzioni per promuovere un governo societario più sostenibile sia dal punto di vista ambientale che sociale.

Tabella 1 – Piano di lavoro dell'Action Plan

Allegato III – Piano di lavoro delle iniziative esposte nel presente piano d'azione

Questo allegato fornisce una sintesi delle iniziative contemplate dal piano d'azione. La tabella in appresso indica anche (qualora la decisione sia già stata presa) se la misura prende la forma di una **proposta legislativa (L)**, di una **misura di livello 2 (L2)** o di una **misura non legislativa (NL)**.

1. ISTITUIRE UN SISTEMA UNIFICATO A LIVELLO DELL'UE DI CLASSIFICAZIONE DELLE ATTIVITÀ SOSTENIBILI		
Subordinatamente all'esito della valutazione d'impatto, proposta legislativa della Commissione sull'elaborazione di una tassonomia dell'UE per i cambiamenti climatici e le attività sostenibili sotto il profilo ambientale e sociale	(L)	2° trimestre 2018
Relazione del gruppo di esperti tecnici della Commissione che illustra una tassonomia delle attività di attenuazione dei cambiamenti climatici	(NL)	1° trimestre 2019
Relazione del gruppo di esperti tecnici della Commissione che illustra una tassonomia delle attività di adattamento ai cambiamenti climatici e delle altre attività ambientali	(NL)	2° trimestre 2019
2. CREARE NORME E MARCHI PER I PRODOTTI FINANZIARI SOSTENIBILI		
Relazione del gruppo di esperti tecnici della Commissione su una norma dell'UE per le obbligazioni verdi	(NL)	2° trimestre 2019
Atto delegato della Commissione sul contenuto del prospetto per le emissioni di obbligazioni verdi	(L2)	2° trimestre 2019
Valutazione dell'applicazione di un marchio Ecolabel UE ai prodotti finanziari	(NL)	a partire dal 2° trimestre 2018
3. PROMUOVERE GLI INVESTIMENTI IN PROGETTI SOSTENIBILI		
Sulla base degli sforzi in corso per rafforzare la capacità consultiva, anche per sviluppare progetti di infrastrutture sostenibili, la Commissione adotterà ulteriori misure volte a migliorare l'efficacia e l'impatto degli strumenti di sostegno agli investimenti nell'UE e nei paesi partner.		
4. INTEGRARE LA SOSTENIBILITÀ NELLA FORNITURA DI CONSULENZA SUGLI INVESTIMENTI		
Subordinatamente all'esito della valutazione d'impatto, atti delegati della Commissione (direttive MiFID e IDD) sulla valutazione dell'adeguatezza	(L2)	2° trimestre 2018
Inclusione da parte dell'ESMA delle preferenze in materia di sostenibilità nei suoi orientamenti sulla valutazione dell'adeguatezza	(NL)	4° trimestre 2018

5. ELABORARE INDICI DI SOSTENIBILITÀ		
Atti delegati della Commissione sulla trasparenza della metodologia e delle caratteristiche degli indici di riferimento	(L2)	2° trimestre 2018
Subordinatamente all'esito della sua valutazione d'impatto, iniziativa volta a creare una specifica categoria di indici di riferimento, compresi gli emittenti a basso contenuto di carbonio	(L/NL)	2° trimestre 2018
Relazione del gruppo di esperti tecnici della Commissione sull'elaborazione e la metodologia dell'indice di riferimento relativo al basso contenuto di carbonio	(NL)	2° trimestre 2019

6. INTEGRARE MEGLIO LA SOSTENIBILITÀ NEI RATING E NELLA RICERCA		
Relazione dei servizi della Commissione sui progressi compiuti in merito alle azioni riguardanti le agenzie di rating del credito	(NL)	3° trimestre 2019
Valutazione da parte dell'ESMA delle prassi in essere nel mercato del rating del credito; inclusione da parte dell'ESMA delle informazioni sui fattori ambientali, sociali e di governance nei suoi orientamenti in materia di informativa destinati alle agenzie di rating del credito	(NL)	2° trimestre 2019
Studio sui rating di sostenibilità e la ricerca	(NL)	2° trimestre 2019

7. CHIARIRE GLI OBBLIGHI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI E DEI GESTORI DI ATTIVITÀ		
Subordinatamente all'esito della sua valutazione d'impatto, proposta legislativa della Commissione volta a chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività in materia di sostenibilità e ad aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali, compreso sulla loro strategia e la loro esposizione ai rischi climatici	(L)	2° trimestre 2018

8. INTEGRARE LA SOSTENIBILITÀ NEI REQUISITI PRUDENZIALI		
Adoperarsi per integrare i rischi climatici nelle politiche di gestione dei rischi degli enti e per un'eventuale calibrazione dei requisiti patrimoniali delle banche nel regolamento e nella direttiva sui requisiti patrimoniali, per tener conto dei rischi connessi al cambiamento climatico, salvaguardando al tempo stesso la stabilità finanziaria e assicurando la coerenza con la tassonomia dell'UE.	Punto in discussione nella procedura legislativa in corso	2018-2019
La Commissione inviterà l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali a valutare gli effetti delle norme prudenziali sugli investimenti sostenibili per le imprese di assicurazione	(NL)	3° trimestre 2018

9. RAFFORZARE LA COMUNICAZIONE IN MATERIA DI SOSTENIBILITÀ E L'ELABORAZIONE DELLE NORME CONTABILI		
Pubblicazione delle conclusioni della valutazione di idoneità sulla comunicazione societaria pubblica. Tali conclusioni formeranno la base della futura azione legislativa della Commissione	(NL)	2° trimestre 2019
Revisione degli orientamenti sulle informazioni non finanziarie per quanto riguarda le informazioni connesse al clima	(NL)	2° trimestre 2019
Subordinatamente all'esito della sua valutazione d'impatto, proposta che impone agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di rendere noto il modo in cui tengono conto dei fattori di sostenibilità nel loro processo decisionale relativo agli investimenti (nel quadro della proposta prevista al punto 7).	(L)	2° trimestre 2018
Istituire un laboratorio europeo sulla comunicazione societaria nel quadro del Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria	(NL)	3° trimestre 2018
Richiesta sistematica della Commissione al Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria di valutare, nel suo parere di approvazione, l'incidenza potenziale dei principi IFRS nuovi o riveduti sugli investimenti sostenibili	(NL)	1° trimestre 2018
Richiesta della Commissione al Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria di studiare trattamenti contabili che possano costituire una valida alternativa alla valutazione del fair value per i portafogli di investimento a lungo termine di azioni e strumenti di capitale.	(NL)	2° trimestre 2018
Relazione della Commissione sull'incidenza della norma IFRS 9 sugli investimenti a lungo termine	(NL)	4° trimestre 2018

10. PROMUOVERE UN GOVERNO SOCIETARIO SOSTENIBILE E ATTENUARE LA VISIONE A BREVE TERMINE NEI MERCATI DEI CAPITALI		
Valutazione dei possibili modi per promuovere un governo societario più favorevole ad una finanza sostenibile	(NL)	2° trimestre 2019
Le autorità europee di vigilanza raccolgono elementi che dimostrino le indebite pressioni a breve termine esercitate dai mercati dei capitali sulle imprese e a valutare ulteriori azioni sulla base di questi elementi	(NL)	1° trimestre 2019

CAPITOLO 2

LA LINEA VERDE DELLA BANCA D'ITALIA: DALLE EMISSIONI AGLI INVESTIMENTI

2.1 LA POLITICA AMBIENTALE DELLA BANCA D'ITALIA

La Banca d'Italia così come molte altre istituzioni nazionali e internazionali ritiene che la sfida più incombente da fronteggiare nei prossimi anni sia quella di raggiungere uno sviluppo sostenibile. Creare un modello di crescita sostenibile significa fare in modo che i bisogni del presente siano soddisfatti senza compromettere la possibilità delle future generazioni di soddisfare i propri.

Il cambiamento climatico è una delle principali e più evidenti conseguenze dell'insostenibilità del nostro modello di crescita. Per questo la Banca d'Italia dal 2008 ha elaborato un piano di politica ambientale che mira a ridurre l'impronta ecologica delle proprie attività.

La politica ambientale della Banca d'Italia persegue cinque obiettivi principali:

- **Uso sostenibile delle risorse**
 - tramite un progressivo miglioramento dell'efficienza energetica degli edifici, degli impianti tecnologici e delle attrezzature informatiche;
 - promuovendo la produzione di energia da fonti rinnovabili;
 - attraverso una riduzione del consumo di carta e un utilizzo consapevole delle risorse idriche.

- **Gestione ottimale dei rifiuti**
 - perseguendo la riduzione all'origine della produzione di rifiuti;
 - attraverso il recupero dei rifiuti prodotti e, in particolare, delle banconote logore triturate;
 - favorendo il riutilizzo, anche per finalità sociali, dei beni dismessi.

- **Mobilità sostenibile**
 - promuovendo l'utilizzo di soluzioni di trasporto a minore impatto ambientale sia nei viaggi di lavoro, sia negli spostamenti casa-lavoro del personale;
 - ampliando il ricorso al lavoro a distanza e agli strumenti di comunicazione telematica.

- **Acquisti “verdi”**

- attraverso una politica degli acquisti che incentivi l'adozione da parte dei fornitori delle migliori pratiche in maniera ambientale, sociale e in tema di salute e sicurezza sul lavoro;
- acquistando, a condizione di pari funzionalità, strumenti di lavoro e beni di consumo caratterizzati da un minor impatto ambientale lungo tutto il ciclo di vita.

- **Cultura ambientale**

- attraverso la formazione, la sensibilizzazione e un progressivo accrescimento della consapevolezza ambientale del personale;
- promuovendo una maggiore attenzione alla tutela dell'ambiente da parte dei soggetti con cui la Banca interagisce;
- attraverso l'attività di analisi e ricerca sui temi ambientali cooperando con altre Istituzioni.

A garantire l'impegno ambientale della Banca sono anche le specifiche certificazioni rilasciate da enti esterni per determinati settori di attività: la produzione di banconote è certificata dal 2004 secondo lo standard per la gestione ambientale ISO 14001; per il centro Donati Menichella di Frascati, l'insediamento con il maggior consumo energetico, nel 2018 è stata ottenuta la certificazione secondo lo standard per la gestione dell'energia ISO 50001.

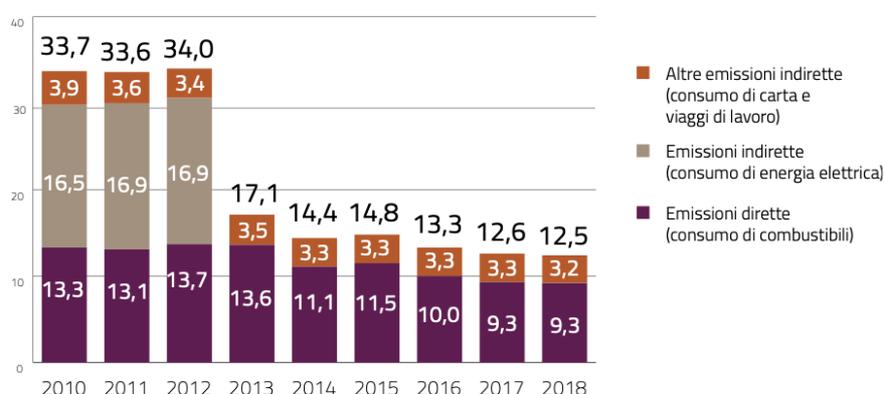
La Banca inoltre ha creato una task force composta da esperti di diverse funzioni con lo scopo di realizzare il piano di politica ambientale attraverso un programma biennale di azioni concrete. Cercando di favorire lo scambio di idee, la diffusione di buone pratiche e la realizzazione di azioni mirate nel 2018 è stato creato un network tra le persone interessate ai temi ambientali che lavorano nelle Filiali.

La Banca d'Italia dal 2010 pubblica annualmente il Rapporto Ambientale, questo documento riporta tutti i risultati delle iniziative intraprese attraverso indicatori quantitativi calcolati secondo le linee guida internazionali. L'obiettivo primario è quello di rendere conto della progressiva diminuzione dell'impronta ecologica grazie alla nuova politica di investimenti sostenibili. Dal 2010 al 2018 la riduzione di emissioni di CO2 è stata del 63%, questo risultato si è raggiunto grazie all'acquisto di energia elettrica da fonti rinnovabili e ad un minore consumo di acqua.

Tabella 2 – impronta ecologica della Banca d'Italia dal 2010 al 2018

CARBON FOOTPRINT - BANCA D'ITALIAEmissioni di anidride carbonica (migliaia di tonnellate di CO₂)

FIGURA 1



Uno degli obiettivi primari della Banca d'Italia è quello di creare una cultura ambientale rivolta sia all'interno della sua organizzazione che all'esterno. I suoi esponenti sono presenti in comitati nazionali e internazionali e svolgono un ruolo attivo nel definire le posizioni nazionali in materia ambientale.

A livello nazionale contribuisce con propri esperti alla redazione del rapporto *La situazione energetica nazionale*, predisposto dal Ministero dello Sviluppo economico. Partecipa ai lavori del Comitato per la stima del capitale naturale e dell'Osservatorio sulla finanza sostenibile, coordinati dal Ministero dell'Ambiente. Nel 2018 la Banca ha condotto un'indagine tra i principali operatori finanziari italiani per stabilire il livello di preparazione del settore sui rischi connessi al clima in seguito ha stilato un rapporto.

Il Ministero dell'Economia e delle finanze è assistito dalla Banca d'Italia per i negoziati sulle proposte legislative che scaturiscono dall'Action Plan per la finanza sostenibile della Commissione europea.

A livello internazionale aderisce al Network for Greening the Financial System (NGFS), costituito alla fine del 2017 da alcune delle principali banche centrali e autorità di supervisione del mondo. Questo network svolge un compito fondamentale come catalizzatore della transizione verso un'economia più sostenibile, nello specifico coordina iniziative di studio e scambi di esperienze sulla gestione del rischio ambientale e climatico nel settore finanziario.

Sostiene le attività del Ministero degli Affari esteri, del Ministero dello Sviluppo economico e del Ministero dell'Ambiente durante i gruppi di lavoro G20 su energia e finanza sostenibile. Fornisce un contributo nell'individuazione delle problematiche legate ai rischi che i cambiamenti climatici possono apportare al sistema economico e finanziario, nonché all'esame delle migliori pratiche per mitigarli.

Il Meccanismo di vigilanza unico europeo ha individuato i cambiamenti climatici come nella mappa delle maggiori cause di rischio per il 2019, per questo ha intrapreso dei lavori di analisi a cui prenderà parte anche la Banca d'Italia. L'Istituto insieme con le autorità di vigilanza degli altri paesi dell'Unione Europea concorrerà all'identificazione dei rischi alla stabilità del sistema finanziario posti dai fattori di sostenibilità, adempiendo così ai mandati assegnati all'Autorità bancaria europea.

2.2 STRATEGIE D'INVESTIMENTO DELLA BANCA D'ITALIA

Una delle principali funzioni della Banca d'Italia è quella di investire nei mercati finanziari le risorse di cui dispone. L'obiettivo è quello di preservare, possibilmente di accrescere, il valore delle somme investite, attenendosi alle migliori prassi internazionali e mantenendo sempre la massima cautela. Le risorse gestite dalla Banca sono di diversa natura: riserve ufficiali dell'Eurosistema (per la sua quota) e del Paese; i fondi di riserva che ha prudentemente accantonato negli anni, per fronteggiare i vari rischi possibili e il fondo pensioni del suo personale. L'orizzonte temporale che la Banca adotta nei suoi investimenti è quello di lungo periodo.

Affinché una strategia d'investimento venga definita prudente il portafoglio deve essere correttamente diversificato. Per questo circa il 90% del portafoglio finanziario è investito in titoli di Stato, italiani e di altri paesi dell'Eurozona, mentre il restante 10% rappresenta la quota detenuta in azioni.

La parte azionaria è composta in modo tale che non sia selettiva ma che replichi passivamente gli "indici generali" delle principali borse mondiali (il FTSE italiano, l'Euro Stoxx, il MSCI giapponese, lo S&P500 statunitense), direttamente o attraverso l'acquisto di Exchange Traded Funds (ETF).

La Banca si è imposta come unico vincolo quello di estromettere da questi indici le azioni di banche, assicurazioni e media, in modo da non incorrere in possibili conflitti di interesse.

Tra gli obiettivi della politica ambientale della Banca d'Italia vi è anche quello di favorire la creazione di una cultura ambientale che aiuti nella transizione verso un sistema economico più sostenibile. Per questo nel 2019 ha deciso di gestire diversamente i propri investimenti finanziari aumentando il peso dei fattori che stimolano una crescita sostenibile sia dal punto di vista ambientale che sociale. La Banca ha iniziato a investire maggiori risorse nelle imprese che adottano pratiche virtuose focalizzate sull'impiego di metodi produttivi rispettosi dell'ambiente, sulla garanzia di condizioni di lavoro inclusive e attente ai diritti umani e sull'adozione dei migliori standard di governo d'impresa. La volontà è quella di potenziare la responsabilità sociale d'impresa e di ottimizzare la gestione del rischio finanziario e reputazionale.

Si è osservato che condotte aziendali inappropriate possono condurre a maggiori costi e rischi non solo per le singole imprese ma anche per il sistema economico nel suo insieme, andando a peggiorare la crescita economica nel lungo periodo.

Dall'altra parte, le imprese che favoriscono l'adozione dei fattori ESG sono solitamente meno esposte a rischi operativi, legati e reputazionali, e sono più propense all'innovazione e all'efficienza dei processi di allocazione delle risorse. Gli investitori le considerano più attraenti anche in virtù del fatto che richiedono un minor costo del capitale.

I nuovi criteri di investimento basati sui fattori ESG hanno interessato gli investimenti finanziari dei fondi propri della Banca. In particolare i portafogli di azioni emesse da società dell'area euro (inclusa l'Italia) ammontano a circa 8 miliardi di euro, pari al 6 per cento degli investimenti finanziari in euro e comprendono titoli di circa 140 società quotate.

Questi nuovi criteri non vengono utilizzati nelle operazioni e negli investimenti connessi con le attività istituzionali, condotte nell'ambito dei compiti assegnati al Sistema Europeo delle Banche centrali del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea.

Per orientare gli investimenti verso criteri ESG bisognava trovare un approccio unico che risultasse il più efficace possibile. Una delle modalità prese in considerazione riguardava la possibilità di sostituire gli indici azionari di riferimento finora adottati dalla Banca con indici ESG, si è però evidenziato che le differenze tra le due tipologie di indici risultavano statisticamente non significative sia sotto il profilo di rischio sia sotto quello del rendimento finanziario.

Dopo diversi dibattiti, l'approccio che si è scelto di adottare è quello dell'integrazione dei fattori ESG nei criteri di investimento attualmente utilizzati, che privilegiano i principi di diversificazione e di neutralità di mercato.

Seguendo questa logica si sono escluse dall'universo investibile le società che operano prevalentemente in settori non conformi ai principi dell'UN Global Compact, ossia quelle che operano in settori ad alto rischio come quello del tabacco, delle armi nucleari, chimiche o biologiche. All'esclusione di queste si affianca la predilezione per le società "best in class" ossia con punteggi migliori sui profili ESG; secondo la valutazione di una società specializzata opportunamente selezionata. L'adozione di questi due principi rende minimo lo scarto fra il rendimento dell'indice azionario di riferimento finora adottato e quello relativo al nuovo portafoglio integrato con i criteri ESG nelle scelte di investimento. Lo scarto è definito e monitorato in termini di tracking error (deviazione standard dei rendimenti del portafoglio rispetto all'indice).

Il primo passo verso il nuovo modello di gestione è stato completato nella prima metà del 2019 quando la Banca d'Italia ha integrato i fattori ESG nei portafogli azionari italiani e dell'area dell'euro. Grazie ai nuovi criteri adottati i portafogli azionari della Banca miglioreranno la propria impronta ambientale in termini di emissioni totali di gas serra (-23% circa, pari a -0,76 milioni di tonnellate), di consumo di energia (-30% circa, equivalenti a 7,67 milioni di gigajoule) e di consumo di acqua (-17% circa, pari a 6,95 milioni di metri cubi).

Il risultato di queste modifiche dei portafogli è equiparabile a quello che si avrebbe se si azzerassero i consumi annui di energia di circa 140 mila abitazioni e gli usi idrici di oltre 123 mila famiglie. La riduzione delle emissioni di gas serra è ugualmente significativa; il calo è paragonabile all'annullamento delle emissioni annue di 185 mila famiglie.

Gli effetti dei nuovi criteri non hanno avuto un impatto solo a livello ambientale ma anche sotto aspetti sociali e di governance, tuttavia risultano di minore entità.

Per adesso i criteri ESG sono stati applicati solo nelle scelte d'investimento del portafoglio azionario ma la Banca prevede di poter estendere l'adozione di questi criteri anche agli investimenti in obbligazioni societarie.

Tabella 3 – confronto tra portafoglio ESG e portafoglio attuale

**Confronto tra indicatori ambientali, sociali e di governance
del portafoglio ESG e del portafoglio attuale**

	Portafoglio Euro + Italiano	Portafoglio ESG	Portafoglio attuale
Indicatori Ambientali	Emissioni totali di CO ₂ eq. (milioni di tonnellate)	2,5	3,2
	Carbon footprint (tonnellate CO ₂ eq./valore portafoglio in milioni di euro)	304,2	397,3
	Carbon intensity media ponderata (tonnellate CO ₂ eq./fatturato in milioni di euro)	291,4	325,3
	Consumo totale di energia (milioni di gigajoule)	18,3	26,0
	Uso di acqua (milioni di metri cubi)	33,5	40,4
Indicatori sociali	% di donne impiegate	33,4%	34,0%
	% di donne impiegate in ruoli manageriali	26,7%	26,2%
Indicatori di governance	Board Diversity (% donne nel Board)	33,1%	32,8%
	CEO Duality (% società con separazione AD/Presidente)	26,1%	25,9%
	% membri indipendenti nel Board	61,3%	61,4%
	% società che adottano una policy anti-corruzione	95,0%	95,1%

Fonte: nostre elaborazioni su dati interni, societari e Reuters.

2.3 ANALISI QUANTITATIVA DEL PORTAFOGLIO TITOLI DELLA BANCA D'ITALIA: BILANCIO 2019

Il portafoglio titoli della Banca d'Italia al 31 dicembre 2019 ammontava a 137.33 milioni di euro con una variazione positiva di 3.494 milioni di euro rispetto al 2018 (un aumento circa del 2,6 per cento). La componente più consistente del portafoglio è rappresentata da titoli obbligazionari, in particolare titoli di Stato emessi dall'Italia e da altri paesi dell'area dell'euro. Il 7,22 per cento del portafoglio è composto da azioni di società quotate e partecipazioni e in misura minore, pari a circa l'1,1 per cento, a ETF e quote di fondi d'investimento. Le altre obbligazioni si riferiscono a titoli emessi da organismi internazionali e da società private.

Tra le attività detenute a scopo di investimento sono anche incluse le operazioni di reverse repo, pari a 1.366 milioni di euro, queste sono legate alla nuova attività diretta di prestito titoli (securities lending) iniziata nel 2019. L'oggetto di questa attività sono i titoli di Stato italiani acquistati nei programmi di politica monetaria, la manovra consiste nel negoziare, nello stesso giorno, operazioni di repo (prestito titoli) e di reverse repo (impiego della liquidità). Lo scopo è quello di ridurre il costo per gli operatori dei prestiti di titoli della specie e di migliorare l'efficienza del relativo mercato. Anche i titoli obbligazionari di altri paesi dell'area dell'euro detenuti per finalità di investimento sono soggetti ad attività dirette di securities lending.

La tabella 4 mostra come portafoglio titoli sia suddiviso in due aggregati principali: l'aggregato A che comprende i titoli in euro e l'aggregato B che comprende i titoli in euro e in valuta a fronte di riserve, accantonamenti e fondi.

Tabella 4 –
Portafoglio
Titoli della
Banca d'Italia
al 31.12.19

Portafoglio titoli (milioni di euro)				
VOCI	31.12.2019	31.12.2018	Variazioni	
A. TITOLI IN EURO (sottovoci 4.2 e 7.2 e voce 8)				
1. Titoli detenuti sino alla scadenza	77.276	80.796	-3.520	
a) di Stato (sottovoce 7.2)	61.961	65.330	-3.369	
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	1.633	1.651	-18	
c) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	13.682	13.815	-133	
2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	6.646	7.560	-914	
a) di Stato (sottovoce 7.2)	5.468	6.424	-956	
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	1.178	1.136	42	
Totale A	83.922	88.356	-4.434	
B. TITOLI IN EURO E IN VALUTA A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI (sottovoce 11.2)				
1. Titoli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti	42.543	36.183	6.360	
a) di Stato	41.700	35.414	6.286	
- di cui: in valuta	1.111	1.495	-384	
b) altre obbligazioni	190	184	6	
c) azioni e partecipazioni	653	585	68	
- di società ed enti controllati	587	527	60	
- di altre società ed enti	11	3	8	
- di altre società ed enti in valuta	55	55	-	
2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e da altri investimenti permanenti	10.874	9.306	1.568	
a) di Stato	49	255	-206	
- di cui: in valuta	49	255	-206	
b) azioni e partecipazioni	9.265	7.723	1.542	
c) ETF e quote di OICR	1.560	1.328	232	
- di cui: in valuta	1.560	1.328	232	
Totale B	53.417	45.489	7.928	
Totale (A+B)	137.339	133.845	3.494	

Il totale dei titoli che fanno parte dell'aggregato A ammonta a 83.922 milioni di euro che risulta essere circa il 61 per cento del totale delle attività detenute nel portafoglio titoli. I titoli detenuti sino alla loro scadenza rappresentano la quota preponderante dell'aggregato A. Circa l'80 per cento di questi titoli è rappresentata da titoli di Stato (sottovoce 7.2), si tratta di titoli di Stato italiani e di titoli emessi da altri Stati membri dell'area dell'euro. Una quota minoritaria invece è detenuta sotto forma di "altre obbligazioni", queste sono principalmente obbligazioni emesse da organismi internazionali.

I titoli "di Stato da concambio e ammessi" sono il 17 per cento dei titoli detenuti sino a scadenza, questi comprendono titoli di Stato italiani assegnati alla Banca d'Italia in seguito al concambio ex lege 289/2002 e quelli rinvenienti dalle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

L'altra categoria di titoli che insieme ai titoli detenuti sino a scadenza concorre a formare l'aggregato A sono i titoli diversi da quelli detenuti sino a scadenza. Questa sottocategoria pesa per circa l'8 per cento sul totale dei titoli detenuti in euro ed è composta anche questa da titoli di Stato italiani e dell'Eurozona e da altre obbligazioni.

Dal 2018 al 2019 il totale dell'aggregato A ha registrato una diminuzione del 5 per cento. La variazione che più ha contribuito a questo calo è stato il decremento di titoli emessi da residenti nell'area euro sia di quelli detenuti fino a scadenza sia quelli diversi da questi. In generale si osserva una riduzione di quasi tutte le categorie di titoli detenuti in euro, solo le obbligazioni diverse da quelle detenute sino alla scadenza hanno avuto una variazione positiva pari al 3,7 per cento.

L'aggregato B è formato da titoli denominati sia un euro che in valuta, prevalentemente in dollari americani. Gli investimenti in valuta estera effettuati nell'ambito del portafoglio a fronte di riserve, accantonamenti e fondi costituiscono un'autonoma posizione rispetto alle attività e passività in valuta. Anche questo aggregato è suddiviso in due categorie simili a quelle dell'aggregato A; i titoli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti e i titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti. Anche in questo caso la quota maggioritaria dell'aggregato sono le obbligazioni, queste rappresentano il 79 per cento del totale, in particolare si tratta di titoli di Stato detenuti sino alla scadenza. Il rimanente 21 per cento sono azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR. Come visto nel paragrafo precedente gli investimenti azionari sono destinanti quasi interamente a titoli quotati nei principali mercati finanziari mondiali. I titoli presenti in questo aggregato sono emessi soprattutto da paesi dell'area dell'euro.

A differenza dell'aggregato A i titoli che compongono il B sono aumentati di un considerevole 17 per cento, a fronte soprattutto di una crescita di titoli di Stato detenuti fino a scadenza. Anche la quota detenuta in azioni e in partecipazioni che riguardavano investimenti non permanenti ha registrato un'apprezzabile variazione positiva, passando da 7.723 a 9.265 milioni di euro. L'unica categoria di questo aggregato che ha subito una diminuzione è quella dei titoli di Stato in valuta, infatti gli investimenti in questi titoli sia permanenti che non permanenti nel 2019 hanno riportato un calo rispettivamente del 26 per cento e dell'81 per cento rispetto al 2018.

Come mostrato dalla tabella 4 il comparto azionario comprende anche le azioni e partecipazioni di società ed enti controllati. La Banca d'Italia è socio unico della società SIDIEF, questa società si occupa della gestione e della tutela del patrimonio immobiliare di cui è anche proprietaria con una

visione di lungo periodo. Nel 2019 la Banca ha interamente sottoscritto un aumento di capitale da 60 milioni. Dato che la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127/1991 il bilancio della SIDIEF non viene consolidato.

La Banca detiene anche una partecipazione minoritaria della società Europafi sas pari allo 0,5 per cento del capitale. In quanto stabilito dai patti parasociali, la Banca esercita su tale società, congiuntamente con altre banche centrali nazionali dell'Eurosistema che partecipano al capitale, un controllo secondo i principi dell'in-house providing contenuti nella direttiva 2014/24/UE.

Nel 2018 la Banca ha concluso un accordo con l'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato spa per la cessione di una quota della società Valoridicarta spa. A fine 2019 la partecipazione della Banca nella Valoridicarta spa si attestava al 18,26 per cento. La governance della società è regolata da un patto parasociale.

Nel comparto degli investimenti permanenti sono presenti anche le azioni della Banca dei regolamenti internazionali denominate in DSP e valutate a prezzi e cambi storici. La partecipazione è pari al 9,4 per cento del capitale di questo organismo.

Tabella 5 – quote di partecipazioni della Banca d'Italia in società controllate e collegate

Partecipazioni in società controllate e collegate					
SOCIETÀ	Dati alla fine del 2019			Dati della partecipata relativi all'esercizio 2018 (milioni di euro)	
	Numero di azioni possedute	Percentuale di partecipazione al capitale	Valore di bilancio (milioni di euro)	Patrimonio netto (1)	Utile
Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa - Roma (Capitale euro 567.000.000 in 567.000 azioni da euro 1.000)	567.000	100	587	563	3
Europafi sas - Longues, Vic-le-Comte, Francia (Capitale euro 133.000.000 in 1.330.000 azioni da euro 100)	6.650	0,5	0,7	152	8
Valoridicarta spa - Roma (2) (Capitale euro 43.800.000 in 43.800.000 azioni da euro 1)	8.000.000	18,26	8,0		

(1) Comprensivo del risultato dell'esercizio. – (2) Il primo bilancio di esercizio è quello riferito al 2019 e pertanto non è disponibile.

CAPITOLO 3

LA RELAZIONE TRA POLITICA MONETARIA E SOSTENIBILITA'

3.1 LE BANCHE CENTRALI: CARATTERISTICHE E FUNZIONI

La Banca centrale ha il compito di prendere decisioni riguardo la politica monetaria del proprio paese. Queste scelte riguardano la gestione della valuta, il controllo dell'offerta di moneta e la quantità di moneta in circolazione. L'obiettivo è quello di garantire la stabilità dei prezzi in ottica di crescita economica. È possibile anche che la banca centrale assolva le sue funzioni rispetto ad un gruppo di paesi che adottano la stessa valuta. L'esempio più lampante è rappresentato dalla Banca Centrale Europea (BCE) che regola la politica monetaria di tutti i paesi che aderiscono all'Eurozona. Oltre alla BCE le più importanti banche centrali al mondo sono la Federal Reserve americana (FED), la Bank of England e la Bank of Japan. Questi organismi attraverso le proprie decisioni hanno la forza di influenzare i mercati.

Una delle peculiarità fondamentali delle Banche Centrali è quella dell'indipendenza dagli organi di governo. È opinione diffusa tra gli esperti che se gli istituti fossero asserviti agli interessi del Governo i mercati finanziari potrebbero essere compromessi e l'economia danneggiata. Dato che i governi dipendono dalle elezioni politiche ci potrebbe essere il rischio che le politiche monetarie vengano prese con il solo scopo di soddisfare obiettivi temporanei.

La Banca centrale essendo indipendente agisce esclusivamente per garantire buone performance macroeconomiche come la maggiore stabilità dei prezzi. L'indipendenza non è solo sintomo di efficienza ma anche di credibilità. Infatti, una banca totalmente slegata da ogni interesse politico godrà di maggior fiducia da parte dei suoi clienti in quanto questi sapranno che essa opera solo negli interessi dell'area servita. Come sempre però ci sono anche i sostenitori del pensiero opposto ossia del fatto che i governi dovrebbero esercitare un certo grado di controllo sulle autorità monetarie. L'argomentazione principale a supporto di questa tesi è che l'indipendenza delle Banche centrali sia di per sé una scelta antidemocratica. Queste sono degli enti privati esattamente come gli altri istituti bancari con la differenza che prendono decisioni che vanno ad incidere sulla vita di tutti i singoli cittadini di un paese. I consigli di amministrazione delle Banche centrali però non vengono eletti dai cittadini i quali non possono esprimere la loro opinione circa l'attuazione delle politiche monetarie.

Sia la Federal Reserve sia la Banca Centrale Europea godono di un ampio margine di indipendenza rispetto alle forze politiche. La cosiddetta “indipendenza finanziaria” è un indicatore del grado di autonomia e si riferisce alla provenienza dei redditi. Le due Banche hanno modalità differenti di reperire le risorse finanziarie, la FED registra i propri redditi dal possesso di titoli e dai prestiti elargiti alle banche. La BCE invece accumula il suo capitale attraverso i versamenti delle singole Banche centrali nazionali che adottano l’euro. L’autonomia di entrambi gli istituti riguarda anche la scelta degli obiettivi e degli strumenti da utilizzare.

Gli obiettivi finali della politica economica possono essere molteplici, dall’occupazione alla crescita del reddito, dalla stabilità dei prezzi e all’equilibrio della bilancia dei pagamenti. Uno dei principali strumenti per raggiungere questi obiettivi è la politica monetaria, prerogativa appunto delle Banche centrali. Queste ultime possono influenzare indirettamente gli obiettivi finali attraverso le scelte riguardanti la quantità di moneta presente nel mercato.

Le Banche centrali svolgono anche un ruolo di vigilanza sul sistema finanziario fissando i requisiti di solidità degli istituti di credito del Paese e monitorando periodicamente questi ultimi.

Le Banche centrali nel loro statuto stabiliscono gli obiettivi da perseguire e sono differenti da Paese a Paese. Sulla base delle diverse ampiezze del mandato ci sono due tipologie di istituzioni: quelle con un mandato ampio ossia che non hanno una priorità negli obiettivi da raggiungere e quelle che hanno un mandato più contenuto che perciò hanno un obiettivo preponderante rispetto agli altri.

La Federal Reserve e la Banca centrale della Cina sono banche con mandato ampio. Tutte e due queste banche hanno come scopo quello di mantenere la stabilità finanziaria e stimolare la crescita economica utilizzando tutti gli strumenti in possesso.

Sono invece banche con mandato più contenuto, la Banca Centrale Europea, la Bank of England e la Bank of Japan in questo caso il loro intento fondamentale è quello di mantenere i prezzi stabili.

La stabilità dei prezzi è legata al tasso di inflazione di un paese che idealmente dovrebbe aggirarsi intorno al 2 per cento annuo. Tutti gli altri obiettivi sono dunque subordinati e perseguibili solo se compatibili con il target di inflazione. Per questo il compito della BCE è quello di monitorare la quantità di moneta presente nel sistema economico seguendo il principio economico che alla quantità di moneta in circolazione corrisponda un certo livello di inflazione (Teoria quantitativa della moneta).

Dopo il voto di Brexit la Banca d'Inghilterra seppur senza modificare formalmente lo Statuto ha deciso di focalizzarsi maggiormente sul sostegno della crescita economica.

Per implementare le loro politiche monetarie le Banche centrali si servono di due strumenti. Il primo è l'offerta di moneta che si realizza attraverso le operazioni di mercato aperto, ossia con l'acquisto e la vendita di titoli di Stato. Queste operazioni sono poste in atto dalle Banche centrali con lo scopo di regolare la quantità di moneta in circolazione nel mercato interbancario e per ampliare o ridurre la base monetaria. Anche le riserve obbligatorie concorrono all'offerta di moneta, una variazione del coefficiente di riserva obbligatoria incide direttamente sulla variazione dell'offerta di moneta. Il secondo strumento è rappresentato dai tassi di interesse, la Banca centrale li influenza modificando il tasso interbancario, essendo quest'ultimo un tasso a brevissimo termine la sua variazione influenza tutti gli altri.

Le politiche monetarie possono essere classificate in due categorie, quelle restrittive e quelle espansive. Le politiche restrittive hanno lo scopo di limitare la crescita economica attraverso la riduzione degli investimenti quindi della domanda aggregata e del reddito. Per fare ciò l'autorità monetaria compie operazioni di mercato aperto vendendo titoli di Stato ritirando così moneta dal sistema e innalzando i tassi di interesse. Questo tipo di politica viene attuata per timore che l'inflazione raggiunga livelli eccessivi.

Al contrario le politiche espansive si occupano di aumentare l'offerta di credito a imprese e consumatori facilitando così investimenti e consumi. Nei periodi di recessione o di rallentamento della crescita la Banca centrale può sostenere l'economia abbassando i tassi di interesse attraverso l'aumento della base monetaria con l'acquisto di titoli di Stato sul mercato interbancario.

Gli strumenti monetari descritti precedentemente sono ritenuti "convenzionali" ma esistono anche quelli che vengono definiti "non convenzionali", spesso però le differenze con quelli del primo tipo non sono troppo marcate. L'adozione di strumenti non convenzionali si ha quasi esclusivamente durante i periodi di crisi finanziarie profonde, lo scopo è quello di ristabilire un normale funzionamento dei mercati finanziari e del credito.

La riduzione del tasso di interesse si rivela inefficace quando la Banca centrale lo abbassa quasi a zero, per questo deve intervenire con manovre più massicce e incisive. Una di queste è l'acquisto di ingenti quantità di attività finanziarie a medio-lungo termine sia del settore privato sia di titoli di Stato. Lo scopo è quello di evitare il rischio di un periodo di deflazione.

Dopo la crisi del 2008 la BCE ha adottato una politica monetaria alquanto aggressiva e non convenzionale di acquisto titoli e dunque di immissione di moneta nel mercato chiamata Quantitative easing (QE). Questo tipo di strumento può avere effetti potenzialmente pericolosi in termini di inflazione ma la gravità della situazione lo richiedeva. L'allora Governatore della Banca Centrale Europea Mario Draghi tra il 2015 e il 2017 ha annunciato ben due programmi di QE con l'obiettivo di portare il tasso di inflazione al 2 per cento e ridare impulso a tutto il sistema economico europeo.

3.2 GLI EFFETTI DEL CAMBIAMENTO CLIMATICO SULLA POLITICA MONETARIA

La politica monetaria delle Banche centrali non è altro che una risposta a degli shock che colpiscono l'economia. Tipicamente si possono individuare due categorie di shock, uno dal lato della domanda e l'altro dal lato dell'offerta. Gli shock del primo tipo sono visti come "benigni" e più facili da gestire in quanto l'inflazione, la crescita e l'occupazione vanno tutti nella stessa direzione, perciò la banca centrale non deve preoccuparsi dei possibili effetti collaterali della manovra monetaria.

La seconda categoria invece risulta essere meno accomodante in quanto pone la produzione e l'inflazione in direzioni opposte. La banca centrale perciò deve gestire un trade-off tra stabilizzare l'inflazione e consolidare le fluttuazioni della produzione. Sulla base di questa distinzione è possibile affermare che gli shock legati al cambiamento climatico fanno parte della seconda categoria. Le catastrofi naturali dovute al cambiamento climatico erodono le capacità produttive e per questo creano tensione sui prezzi facendo aumentare sia quelli degli input che degli output. Come detto in precedenza le banche centrali si trovano a decidere se stabilizzare l'inflazione o l'attività economica. La soluzione a questo problema non è univoca per tutte le situazioni ma va calibrata in base alla portata e alla persistenza attesa dello shock.

Se si pensa che lo shock sia di breve durata e che sia improbabile che possa influenzare le prospettive di inflazione a medio termine rilevanti per la politica monetaria allora gli effetti temporanei sull'inflazione vengono tollerati senza procedere con alcuna azione. Nel caso in cui gli effetti siano più persistenti e ci fosse il rischio che si espandano ulteriormente attraverso l'economia l'azione della politica monetaria dovrebbe essere garantita.

Fino adesso gli shock legati ai mutamenti climatici e ambientali sono stati di breve durata e contenuti. La situazione potrebbe però peggiorare e questi shock influenzare sempre di più l'inflazione e la produzione, inducendo così le Banche centrali a rivedere le loro decisioni.

È possibile individuare tre modi in cui il cambiamento climatico può condizionare le manovre di politica monetaria.

Il primo riguarda la possibilità che gli shock climatici avversi che colpiscono l'economia possano diventare sempre più difficili da indentificare e da valutare. In futuro ci si aspetta che tali shock possano rendere molto più complicato per le Banche centrali comprendere quella che sarà la variazione dei dati rilevante per valutare la prospettiva d'inflazione nel medio periodo. Le azioni intraprese dunque potrebbero essere non tempestive o addirittura poco efficaci.

La seconda implicazione è relativa alla distribuzione degli shock. Se le autorità politiche ed economiche non intervengono per arginare il cambiamento climatico il rischio è quello che gli eventi catastrofici possa diventare sempre più frequenti e possano avere delle conseguenze irreversibili sull'economia. Possiamo dunque affermare che la distribuzione degli shock potrebbe avere le code di distribuzione più spesse. Per far fronte a questa problematica le Banche centrali si preoccupano del fatto che le scelte di politica monetaria che verranno adottate potranno usufruire sempre di più strumenti non convenzionali.

Dopo l'identificazione e la distribuzione degli shock il terzo effetto del cambiamento climatico riguarda la persistenza di questi ultimi e il trade-off tra inflazione e produzione che le Banche centrali devono affrontare. Le Banche centrali nel medio periodo dispongono di una certa flessibilità nel fronteggiare i diversi shock ma comunque vi è un limite a questa capacità di risposta soprattutto rispetto a persistenti shock dal lato dell'offerta. L'elasticità della politica monetaria non è infinita per cui le manovre devono essere messe in atto prima che si concretizzino i rischi di effetti di secondo impatto di ampia portata.

Risulta dunque evidente che anche le autorità monetarie così come altre istituzioni economiche stiano iniziando a recepire l'importanza di una transizione verso un modello di sviluppo più sostenibile, che possa mitigare gli effetti distorsivi degli shock legati al cambiamento climatico. Bisogna però precisare che le Banche centrali hanno sempre cercato di evitare di incorporare i rischi ambientali nelle loro operazioni decisionali in modo da mantenersi neutrali sul mercato.

Una prima presa di posizione rispetto al tema ambientale legato alla politica monetaria è stato fatto nel 2017 quando otto Banche Centrali hanno deciso di istituire un network internazionale chiamato "Network for Greening the Financial System" (NGFS). A fine 2019 questo forum contava cinquantaquattro membri che rappresentano cinque diversi continenti e dodici osservatori. Tutti loro contribuiscono allo sviluppo di pratiche manageriali volte a gestire i rischi legati al clima e all'ambiente nel settore finanziario.

3.3 L'IMPATTO AMBIENTALE DEL QUANTITATIVE EASING

Nel maggio 2017 Sini Matikainen, Emanuele Campiglio e Dimitri Zenghelis hanno pubblicato un policy paper nel quale si illustra quello che è l'impatto climatico del Quantitative Easing (QE) e alla fine vengono avanzate quattro raccomandazioni rivolte alle Banche centrali per implementare la loro sostenibilità.

Gli autori prendono in considerazione le operazioni di quantitative easing messe in atto dalla Banca Centrale Europea e dalla Bank of England in quanto queste due autorità hanno lo stesso obiettivo primario, la stabilità dei prezzi.

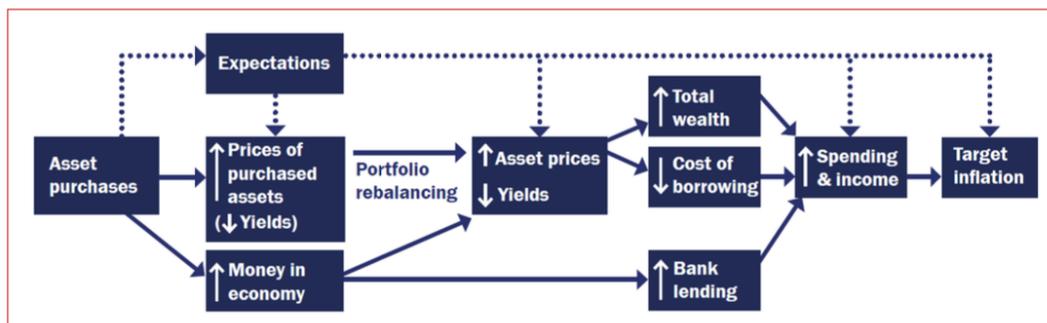
Come detto nel paragrafo precedente le Banche centrali hanno sempre professato la loro neutralità rispetto al mercato evitando perciò di promuovere manovre potenzialmente distorsive. Inoltre molte istituzioni sostengono che la sostenibilità ambientale non rientri nei loro mandati e perciò esuli dalle loro competenze.

Tuttavia le evidenze empiriche dimostrano che gli interventi delle Banche centrali correnti e passati hanno avuto effetti tutt'altro che neutrali sia sull'economia che sul settore finanziario.

Quando una Banca centrale annuncia un'operazione di QE lo scopo è quello di riequilibrare i portafogli degli investitori vendendo i titoli con una domanda più alta e comprando quelli che hanno un prezzo inferiore, così facendo vi è un rialzo generale dei prezzi.

A questo si accompagna una decrescita del costo dei prestiti e un incoraggiamento all'emissione di nuovo debito nonché un aumento degli investimenti e del tasso di inflazione che dovrebbero quindi stimolare la crescita economica in modo omogeneo.

Figura 2 – meccanismo di trasmissione stilizzato per acquisto di titoli



Dal punto di vista teorico quello appena descritto sarebbe il corretto funzionamento del processo. Nella pratica però il QE può avere degli effetti non intenzionali a causa delle frizioni del mercato e alla mancanza di sostituibilità tra i titoli. Per fare un esempio, potrebbe accadere che gli investitori istituzionali possano optare maggiormente per dei bond governativi o investment-grade bond societari per un investimento con minor rischio e più di lungo termine. Nell'Unione Europea il mercato dei bond societari non è molto sviluppato per questo la BCE con un programma di acquisto potrebbe coprire quasi tutto il mercato. Per evitare uno scontro con la BCE e non intenzionati a comprare bond ad alto rischio, gli investitori al fine di ribilanciare i portafogli potrebbero preferire gli investment-grade bond societari degli Stati Uniti. Così facendo il prezzo di una categoria di titoli come i bond societari investment-grade aumenterebbe, mentre sarebbe molto più esteso il passaggio verso altre attività, classi di attività ed economia domestica.

Come evidenziato dall'esempio precedente il QE non è simmetrico come meccanismo di stimolo della crescita, anzi i canali di trasmissione tendono a favorire i titoli che vengono acquistati piuttosto che le altre attività. Dunque non si può sostenere la tesi che questa sia una manovra del tutto neutrale, invece ci si deve convincere del fatto che le scelte delle classi di attività da comprare producono degli effetti distorsivi sul mercato. Per cui la decisione da parte di una Banca centrale di investire in bond piuttosto che in azioni o asset-backed securities anche se dettata dalla volontà di neutralità comunque ha un impatto e non solo a livello economico ma anche ambientale.

Le Banche centrali per implementare le loro decisioni di politica monetaria comprano prevalentemente bond governativi dunque ogni conseguenza ecologica di questa decisione dipende dall'impegno del governo nel supportare attività a basso contenuto di carbonio attraverso, per esempio, l'emissione di green bond.

Sia la BCE che la Bank of England recentemente hanno esteso i loro programmi di Quantitative Easing per incorporare anche i corporate bond oltre ai titoli di stato. Nel giugno 2016 la BCE ha varato il Programma di acquisto per settore aziendale (CSPP) per "fornire ulteriore accomodamento alla politica monetaria e contribuire a un ritorno dei tassi di inflazione a livelli inferiori, ma prossimi al 2 per cento" (ECB, 2016c).

Lo stesso tipo di operazione è stata lanciata nel settembre 2016 dalla Bank of England con la motivazione di creare "un portafoglio fino a 10 miliardi di sterline rappresentative dell'emissione da parte di imprese che offrono un contributo materiale all'economia del Regno Unito, al fine di impartire un ampio stimolo economico" (Bank of England, 2016b).

Dall'analisi settoriale condotta sugli acquisti di corporate bond (tabelle 6 e 7) da parte della BCE e della Bank of England risulta che vi è una sproporzione verso i settori con un maggior uso di carbonio che sono anche quelli che fanno da traino dell'economia europea. Tra questi il settore con la maggior percentuale di acquisti è quello delle utilities, sia per la BCE che per la Bank of England, risulta essere anche quello con il maggior impatto ambientale in termini di emissioni.

Esattamente all'estremo opposto le compagnie che si occupano di energie rinnovabili non sono nemmeno rappresentate nei programmi di acquisto delle due Banche centrali. Questo profondo squilibrio trova origine anche nel fatto che i cosiddetti "green" bond sono una porzione molto ristretta rispetto all'intero mercato dei bond societari. Il Climate Bonds Initiative (2016) stima che dei 90 trilioni di dollari che compongono il mercato globale dei bond, solo l'1 per cento circa (pari a 694 miliardi di dollari) è rappresentato da obbligazioni climate-aligned. È chiaro dunque che il mercato dei bond societari è definibile come un mercato ad alta intensità di carbonio.

Entrambe le Banche centrali seguono dei criteri di eleggibilità per selezionare i corporate bond da comprare.

Per quanto riguarda la BCE i suoi criteri specifici sono i seguenti:

- i bond devono essere denominati in euro;
- avere i requisiti per essere usati come garanzie per le operazioni di credito nell'area dell'euro;
- devono essere valutati come investment-grade da almeno una agenzia di rating del credito;
- devono avere una maturità compresa tra i sei mesi e i trent'anni;
- chi li emette deve essere situato nell'area dell'euro e deve essere una società non finanziaria.

Il programma di acquisto di corporate bond (CBPP) della Bank of England ha come obiettivo investment-grade bond denominati in sterline inoltre è "rappresentante dell'emissione da parte delle imprese che apportano un contributo sostanziale all'economia del Regno Unito" e "progettato per acquistare un portafoglio equilibrato di obbligazioni tra emittenti e settori ammissibili, in modo da acquistare una parte rappresentativa del mercato e non influenzare l'allocazione del credito a particolari aziende o settori dell'economia " (Bank of England, 2016b).

Tenendo conto di questi criteri alquanto stringenti vi sono alcuni settori che vengono esclusi dal programma di acquisto di corporate bond da parte della BCE, come si nota dalla tabella 6. In particolare le restrizioni sulla scadenza e sullo status di investment-grade scartano un certo numero di bond legati alle energie rinnovabili.

Per quanto riguarda la Bank of England invece possiamo osservare dalla tabella 7 che la percentuale di bond legati alle utilities è molto più alta rispetto a quella della BCE mentre hanno un peso minore l'industria del petrolio e del gas.

Il programma di acquisto di corporate bond delle due Banche centrali dunque non riflette interamente il mercato dei bond, risulta essere perciò una rappresentazione parziale dell'economia reale. Inoltre è sub-ottimale anche dal punto di vista dell'impatto ambientale dato che è sbilanciato verso i settori a più alto contenuto di carbonio.

Tabella 6 – distribuzione settoriale (%) del mercato dei corporate bond nell’UE, i bond idonei al Programma di acquisto per settore aziendale (CSPP), e gli acquisti stimati, per quota dell’importo totale in circolazione, secondo il settore BICS

1: BICS sector classification name	2: All Euro corporate bonds (%)	3: All corporate bonds except finance (%)	4: Corporate bonds of eligible maturity (%)	5: Investment-grade corporate bonds of eligible maturity (%)	6: CSPP-eligible (%)	7: Estimated purchases (%)
Communications	4.38	13.10	12.81	10.78	11.54	11.11
Consumer discretionary	5.08	15.20	15.34	12.52	14.37	11.07
Car/automobile manufacturing	2.16	6.47	6.19	7.98	9.85	6.84
Consumer staples	2.35	7.02	7.43	8.43	7.71	8.57
Food & beverage	1.52	4.55	4.94	5.97	7.00	6.97
Energy	2.55	7.64	7.29	8.25	8.63	9.54
Integrated oils	1.71	5.11	4.68	6.03	7.58	8.40
Renewable energy	0.18	0.55	0.54	0.26	0.02	0.00
Financials**	70.72	12.35	11.13	12.30	8.64	8.36
Government***	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.62
Health care	1.76	5.26	5.29	5.98	4.31	4.26
Industrials	3.99	11.93	12.72	11.10	11.16	10.63
Materials	3.57	10.69	11.16	8.55	7.62	7.39
Technology	0.64	1.92	1.96	1.64	1.58	1.78
Utilities	4.97	14.89	14.87	20.45	24.45	24.67

*Notes: *BICS = Bloomberg Industrial Classification System. **Financial institutions under supervision are excluded from purchase; however, other financial actors such as real estate and financial services are eligible. *** As detailed in Appendix 1, Columns 1–6 are based on a search of ECB-eligible bonds from Bloomberg Terminal, which excludes ‘government’ bonds as ineligible (using BICS sector classification). Column 7 is based on the list of international securities identification numbers (ISINs) provided by the ECB, in which four government-backed entities appear: Deutsche Bahn, SNCF, Sagess and RATP group. Sources: Bloomberg (2017); ECB (2017), authors’ own calculations. See Appendix 1 for further details.*

Tabella 7 – distribuzione settoriale del mercato dei corporate bond nel Regno Unito, bond idonei al Programma di acquisto di corporate bond (CBPP), acquisti stimati, per quota dell'importo totale in circolazione, per settore BICS

1: BICS sector classification name	2: All sterling corporate bonds (%)	3: All corporate bonds except finance (%)	4: All corporate bonds of eligible maturity (%)	5: Investment grade corporate bonds of eligible maturity (%)	5: CBPP-eligible (%)	7: Bank of England benchmark list of eligible bonds (%)
Communications	8.64	14.29	13.15	12.48	12.89	12.23
Consumer discretionary	11.31	18.71	18.49	13.10	13.32	10.83
Car/automobile manufacturing	2.55	4.22	3.44	3.37	3.46	3.42
Consumer staples	5.42	8.96	8.88	7.98	8.09	10.50
Food & beverage	1.67	2.76	2.62	2.38	2.30	1.72
Energy	2.23	3.70	3.59	3.68	3.81	2.95
Integrated oils	1.35	2.24	2.28	2.33	2.42	1.83
Renewable energy	0.02	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
Financials**	46.89	12.11	12.55	11.13	11.06	6.60
Government***	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.80
Health care	2.48	4.10	4.30	4.48	4.54	5.85
Industrials	5.02	8.31	8.58	9.71	9.71	6.15
Materials	1.26	2.08	1.86	2.31	2.40	1.20
Technology	0.51	0.85	0.87	1.14	1.18	1.46
Utilities	16.25	26.89	27.73	33.99	33.00	39.44

*Notes: This table is based on the BICS industrial classification system, while the Bank of England provides the breakdown of purchases according to a different sectoral classification system – see Appendix 1 for details. * BICS = Bloomberg Industrial Classification System. **Financial institutions under supervision are excluded from purchase; however, other financial actors such as real estate and financial services are eligible **Financial entities under their supervision are not eligible for purchase, but this category also includes real estate and financial services. ***As detailed in Appendix 1, Columns 1–6 are based on a search of bonds from Bloomberg Terminal that meet the Bank of England's eligibility criteria, which excludes 'government' bonds (using BICS sector classification). Column 7 is based on the list of eligible ISINs provided by the Bank of England, includes government-backed entities such as Transport for London.*

Sources: Bloomberg (2017); Bank of England (2017); authors' calculations. See Appendix 1 for further details.

Il QE è un'operazione messa in atto per ottenere dei risultati immediati ma le sue ripercussioni sul lungo periodo sono altrettanto importanti. Una di queste è l'incoraggiamento di emissione di debito da parte dei settori ad alta intensità di carbonio, come per esempio quello dei combustibili fossili che negli ultimi anni ha peggiorato di molto il suo rischio di insolvenza raggiungendo livelli insostenibili di indebitamento. Così facendo i rischi ambientali per il sistema finanziario diventeranno sempre più elevati e metteranno in serio rischio la transizione verso un'economia più sostenibile, ponendo così in dubbio il messaggio di impegno ambientale lanciato dalle Banche Centrali.

Questo strumento potrebbe dunque essere usato in modo da evitare una propensione strutturale verso i settori più impattanti e cercare di colmare la disparità tra questi e gli investimenti "verdi".

Una delle raccomandazioni proposte dagli autori per ovviare a questo problema è che la BCE e la Bank of England rivedano le proprie strategie di acquisto.

Nel caso della BCE questa potrebbe iniziare a comprare bond da banche di sviluppo, come la Banca Europea d'Investimento (EIB), in modo da finanziare i loro progetti sostenibili e programmi di prestito. Un approccio simile potrebbe essere adottato dalla Bank of England, cercando di favorire l'acquisto di investment-grade bond emessi da banche di sviluppo nazionali come la Green Investment Bank e la British Business Bank.

CONCLUSIONE

Questo elaborato si proponeva di investigare il cambiamento in atto nel settore finanziario a seguito della presa di coscienza delle grandi istituzioni economiche dei rischi legati al cambiamento climatico. Da questo si è potuto comprendere il ruolo dei nuovi investimenti ESG nel processo di transizione verso un modello di crescita sostenibile. Innanzitutto la vera e propria svolta si è avuta a seguito della conferenza sul clima di Parigi del 2015. Dopo un'attenta analisi condotta dal gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile la Commissione Europea nel 2018 ha redatto l'Action Plan, lo scopo è quello di rendere l'economia europea più competitiva e allo stesso tempo rispettosa dell'ambiente e delle risorse che offre. L'Unione Europea ha mosso un passo fondamentale ma questo non è sufficiente, anche i singoli paesi devono recepire questo piano e attuarne le azioni all'interno dei confini nazionali. È per questo che la Banca d'Italia risulta essere un eccellente esempio di come il settore finanziario nazionale stia modificando i propri comportamenti e le proprie decisioni per diventare più verde e meno impattante. Osservando il nuovo portafoglio di investimenti della Banca d'Italia si nota come l'integrazione dei fattori ESG non sia solo una scelta a sostegno dell'ambiente ma porti notevoli vantaggi anche in termini di prestazioni economiche e di rendimento. La transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio passa anche dalle scelte di politica monetaria da parte delle Banche centrali. Il cambiamento climatico sta rendendo sempre più difficile fornire delle risposte adeguate agli shock che colpiscono l'economia. Inoltre si è osservato che un importante strumento monetario come il Quantitative Easing di fatto tende a mantenere lo status quo favorendo i settori ad uso intensivo di carbonio. In questo senso si stanno avanzando delle raccomandazioni per utilizzare questi strumenti in modo da accelerare il processo di transizione.

Dal 2015 il settore finanziario sta assistendo ad una vera e propria rivoluzione, i criteri ESG stanno diventando uno dei nuovi paradigmi della finanza e il termine sostenibile verrà sempre più assimilato al concetto stesso di crescita economica.

BIBLIOGRAFIA

Banca d'Italia, 2019. Bilancio della banca d'Italia.

Banca d'Italia, 2019. Informativa ESG.

Banca d'Italia, 2019. Rapporto Ambientale 2019.

Banca d'Italia, 2019. Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia.

Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., 2013. *Macroeconomia. Una prospettiva europea*. Terza edizione. Bologna: Il Mulino. 578-579, 639-648.

Commissione Europea, 2018. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile.

High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018. Financing a sustainable European economy.

Matikainen, S., Campiglio, S., Zenghelis, D., 2017. The climate impact of quantitative easing. *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment*.

Network for greening the financial system, 2019. Annual report 2019.

Network for greening the financial system, 2019. A sustainable and responsible investment guide for central bank's portfolio management.

Visco, I. 2019. Sviluppo sostenibile e rischio climatico: il ruolo delle Banche centrali. *Festival dello sviluppo sostenibile 2019*. Roma, 21/05/2019. Alleanza italiana per lo sviluppo sostenibile.

LINK ESTERNI

<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/portafoglio-investimento/index.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181108.en.html>

<https://www.startingfinance.com/approfondimenti/banche-centrali-scopo-indipendenza/>

<https://www.startingfinance.com/guide/politica-monetaria-intermedio/introduzione-alla-politica-monetaria/>

<https://www.startingfinance.com/guide/politica-monetaria-intermedio/la-politica-monetaria-convenzionale/>