

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum ^{BANCA}

NOVEMBRE
2020

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

- LE ELEZIONI USA E IL POTENZIALE VACCINO
RASSICURANO I MERCATI _____ 3
- ROTAZIONE CICLICA: È LA VOLTA BUONA? _____ 3

WHAT'S NEW _____ 5

- LA LUCE IN FONDO AL TUNNEL? _____ 5
- NEL FRATTEMPO _____ 5
- ELEZIONI USA: UN RISULTATO "MODERATO"
CHE PIACE AI MERCATI _____ 6

WHAT'S NEXT _____ 7

- UN RIGIDO INVERNO, MA MAGGIOR FIDUCIA SULLE
PROSPETTIVE _____ 7
- ALLORA NON C'È NULLA DI CUI PREOCCUPARSI? _____ 8
- LE OPPORTUNITÀ NON MANCANO _____ 9

LO SPECIALE: NEXT GENERATION EU, UNA SVOLTA EPOCALE _____ 10

WHAT'S UP

LE ELEZIONI USA E IL POTENZIALE VACCINO RASSICURANO I MERCATI

Dopo due mesi di consolidamento per lo più laterale e di accentuata volatilità, a novembre i mercati azionari hanno ripreso a salire, riguadagnando i massimi storici nella media globale. Le preoccupazioni per il riaccendersi della crisi sanitaria e per i ritardi nell'approvazione di un nuovo piano di stimoli fiscali negli Stati Uniti hanno lasciato il posto all'ottimismo per il risultato delle Elezioni Presidenziali USA, ma soprattutto per le incoraggianti notizie su un potenziale vaccino anti-covid.

ROTAZIONE CICLICA: È LA VOLTA BUONA?

L'effetto di queste notizie, oltre a rinvigorire il sentiment di mercato, è stato anche quello di dare il via definitivo (almeno così sembrerebbe) alla tanto attesa rotazione dai settori difensivi e *growth* a quelli ciclici/*value*: i titoli tecnologici e internet, incluse le più famose *mega-cap* (FAANGM), e in generale quelli che avevano finora beneficiato delle restrizioni imposte dal coronavirus, stanno ora sottoperformando rispetto ai finanziari, agli energetici, al turismo e ai servizi per il tempo libero.

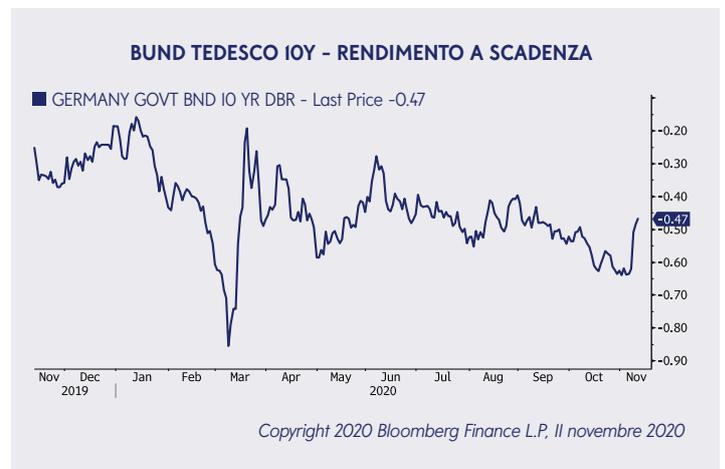
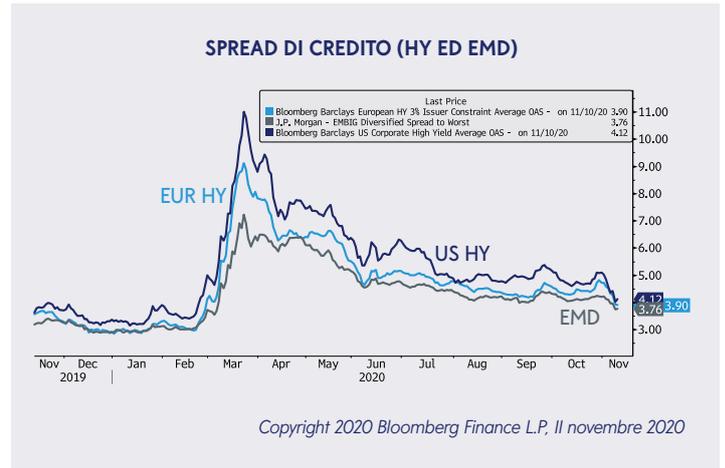


RENDIMENTO TOTALE (valuta locale)		
INDICE AZIONARIO	YTD	ULTIMA SETTIMANA
MSCI AC World	8,4%	3,8%
Informatica	29,3%	0,9%
Beni voluttuari	25,0%	0,7%
Servizi di Comunicazione	16,9%	1,6%
Salute	11,4%	1,1%
Materiali	10,3%	5,9%
Industria	6,4%	7,3%
Beni di prima necessità	4,9%	3,6%
Servizi di pubblica utilità	4,2%	4,6%
Immobiliare	-7,7%	4,9%
Finanza	-10,9%	10,3%
Energia	-34,7%	14,7%
STILI		
Growth	23,2%	0,7%
Value	-6,1%	7,5%

Dati al 11 novembre 2020

Alcune avvisaglie di rotazione ciclica erano in realtà già emerse nelle settimane passate, principalmente in anticipazione di un'ulteriore ingente espansione fiscale negli USA nel caso di vittoria piena dei Democratici (la c.d. "onda blu"), ma l'effettivo esito elettorale (Senato molto probabilmente ancora in mano ai Repubblicani) e la contemporanea recrudescenza del virus avevano poi smorzato gli animi nei confronti di tali movimenti. La notizia sul vaccino - seppur, è bene ricordarlo, non ancora definitiva - era il segnale che tutti gli operatori attendevano per riposizionarsi con maggior decisione verso una prospettiva di ritorno alla normalità.

I segnali di rotazione non si limitano evidentemente solo ai mercati azionari. Il calo dell'incertezza e le prospettive di un più prossimo recupero ciclico stanno infatti beneficiando tutti gli attivi rischiosi, incluso l'obbligazionario *high yield* ed emergente, dove gli *spread* di credito sono scesi ulteriormente, raggiungendo i minimi da febbraio. Non stupisce, d'altra parte, un minor interesse degli investitori verso gli asset sicuri come i metalli preziosi, le valute rifugio (lo yen, il franco svizzero e, in parte, il dollaro) e naturalmente i titoli di Stato. Ciò si sta riflettendo in una maggior pressione al rialzo sui rendimenti governativi a medio-lungo termine e conseguentemente in un irripidimento delle curve dei tassi, anche se in assoluto i rendimenti rimangono ancora su livelli estremamente bassi.

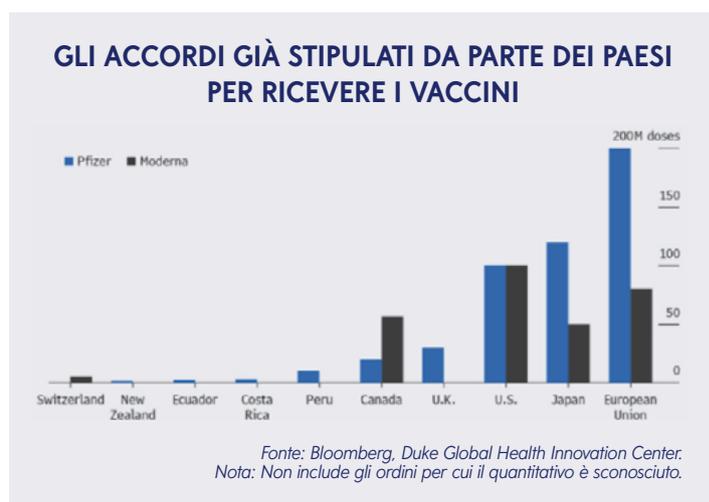


WHAT'S NEW

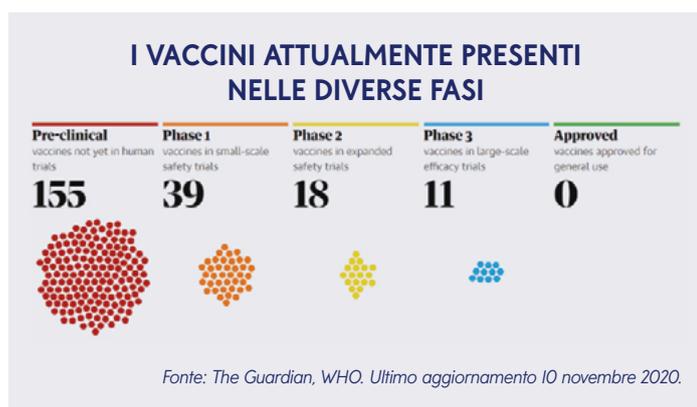
Entriamo ora più nel dettaglio degli sviluppi che in pochissimi giorni hanno ridefinito significativamente - e quasi certamente in positivo - il paradigma di riferimento per i mercati finanziari: la ricerca di un vaccino anti covid-19 e le Elezioni Presidenziali USA.

LA LUCE IN FONDO AL TUNNEL?

Il 9 novembre l'americana Pfizer e la tedesca Biontech, che da mesi collaborano allo sviluppo di un vaccino, hanno annunciato che, in base ai primi risultati sui test della terza (e ultima) fase, condotta su un campione di oltre 43 mila persone, l'efficacia risulterebbe intorno al 90%. Si tratta di un livello straordinario rispetto alle attese (60-70%) e alla soglia minima richiesta dalle autorità farmaceutiche e dall'OMS per un'eventuale approvazione (50%). I risultati non sono ancora definitivi e le sperimentazioni sono tuttora in corso: finora i contagi osservati nei campioni sottoposti al vaccino o al placebo sono infatti 94, ma l'obiettivo è di osservarne almeno 164. Inoltre, ci sono ancora diversi aspetti da chiarire, come la sicurezza¹, l'effettiva durata della protezione e l'efficacia in fasce specifiche della popolazione, come gli anziani. Ci sono poi anche questioni di natura pratica e logistica da gestire, in particolare la necessità di somministrazione di due dosi e di conservazione a temperature molto basse (-80 °C). Per quanto riguarda la disponibilità, infine, Pfizer ha indicato che riuscirà a fornire circa 50 milioni di dosi entro fine anno (sufficienti per vaccinare 25 milioni di persone) e altri 1,3 miliardi nel 2021. Sia gli Stati Uniti che l'UE, oltre ad altri Paesi, hanno già siglato accordi per ricevere, rispettivamente, 100 e 200 milioni di dosi (con la possibilità di opzionarne altri 100 e 500 milioni) per cui dovrà essere definito un meccanismo equo di distribuzione. In ogni caso, queste prime indicazioni sono già talmente incoraggianti da far finalmente intravedere una luce in fondo al tunnel, anche perché fa ben sperare



anche per altri candidati che utilizzano una tecnologia simile (mRNA), come Moderna. In tutto ci sono 11 potenziali vaccini in fase 3: se anche qualcun altro tra questi dimostrasse una buona efficacia nelle prossime settimane (oltre a Moderna, anche quello di Astrazeneca/Oxford dovrebbe essere a buon punto), la possibilità di vaccinare una grossa fetta di popolazione nel giro di alcuni mesi diventerebbe davvero concreta.

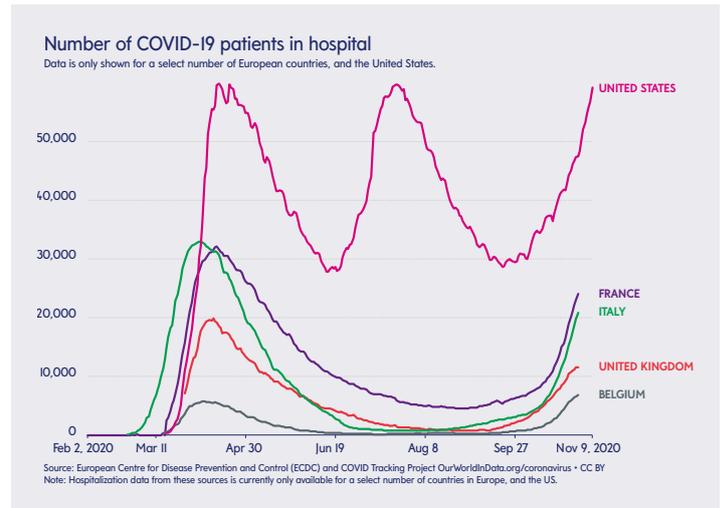


NEL FRATTEMPO

La novità sul vaccino giunge in un momento particolarmente delicato per la crisi pandemica, vista la recente recrudescenza del virus in tutto l'emisfero settentrionale. In Europa, diversamente da quanto inizialmente sperato, la dimensione della seconda ondata ha spinto nuovamente in sofferenza i sistemi sanitari, costringendo quasi tutti gli Stati a reintrodurre significative misure

1. Per l'approvazione sarà infatti necessario attendere maggiori dati, che dovrebbero comunque arrivare verso fine novembre.

di contenimento. L'effetto economico di tali misure è già tangibile e porterà quasi certamente ad un nuovo calo del PIL nel 4° trimestre. Tuttavia, rispetto a marzo/aprile, gli interventi sono molto più mirati ed escludono generalmente le attività produttive, per cui l'impatto dovrebbe risultare inferiore, senza contare che nel frattempo gli operatori economici si sono in parte adattati a questa condizione. Negli USA non abbiamo ancora assistito a significative strette anti-covid e i dati macroeconomici si sono confermati per la verità in costante ripresa anche nell'ultimo periodo, ma la nuova impennata di contagi e ricoveri ospedalieri (la terza in questo caso) lascia presupporre un certo restringimento nel prossimo periodo.

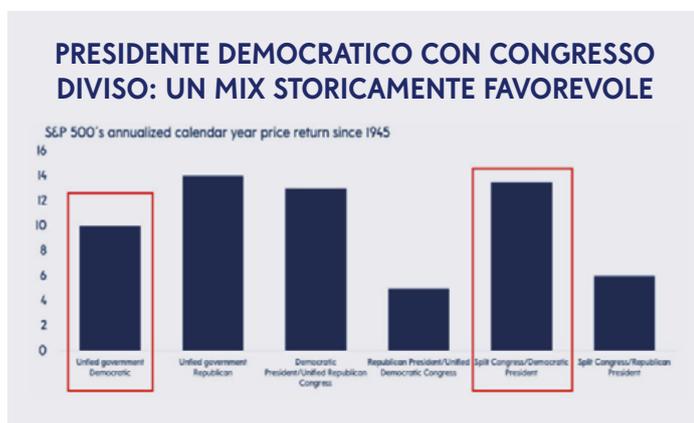


ELEZIONI USA: UN RISULTATO "MODERATO" CHE PIACE AI MERCATI

Anche se la novità del vaccino ha pressoché monopolizzato l'attenzione degli investitori, dimostrando ancora una volta che sono soprattutto le attese sugli sviluppi economici a guidare i mercati, più che la politica, vale certamente la pena di commentare il risultato delle Elezioni Presidenziali statunitensi, se non altro perché il Presidente è in grado di influenzare significativamente l'orientamento economico della più grande potenza mondiale.

Innanzitutto, è importante sottolineare che, nel complesso, il funzionamento di queste elezioni è stato abbastanza regolare, a dispetto delle polemiche portate avanti da Trump, volte a screditare il processo elettorale. Il sistema democratico americano ha così dimostrato per l'ennesima volta la sua tenuta e, anzi, si potrebbe dire che ne esca rafforzato, visto che l'affluenza alle urne è stata record. Il mercato sembra il primo ad essersene accorto, vista la reazione positiva, ma soprattutto composta, all'indomani delle elezioni, nonostante l'incertezza sul risultato finale protrattasi per qualche giorno. Probabilmente il fatto che Trump avesse iniziato già da tempo a paventare contestazioni ha consentito all'opinione pubblica e agli investitori di arrivare preparati a questa evenienza, che non ha colto dunque di sorpresa ed era già stata ampiamente soppressa.

Inoltre, l'esito delle elezioni, con Presidenza Democratica, ma Congresso ancora diviso (Camera Democratica e Senato Repubblicano) sembra per certi versi rappresentare il migliore degli scenari possibili per i mercati. Per la verità, è ancora possibile, anche se poco probabile, che i democratici ottengano la maggioranza al Senato. Dovrebbero riuscire a vincere entrambi i ballottaggi che si terranno in Georgia a gennaio per arrivare alla parità dei seggi (50/50) e in quel caso il voto della Vice-Presidente Kamala Harris sarebbe decisivo, ma si tratterebbe comunque di una maggioranza molto risicata. Come mai i mercati apprezzano questo tipo di scenario, che in effetti, in base alle statistiche, è stato storicamente il più favorevole? In estrema sintesi perché implica cambiamenti non troppo radicali all'attuale regime fiscale e regolamentare. Nello specifico,



riduce la probabilità di un aumento delle tasse societarie e sui *capital gains* e rende più difficili modifiche legislative alle normative antitrust, almeno per i prossimi due anni. È vero che, allo stesso modo, limita anche il forte aumento della spesa pubblica proposto da Biden, ma ciò non sembra precludere il raggiungimento di un accordo (sebbene ridimensionato) su un nuovo piano di stimoli fiscali, che anzi è stato indicato come una delle priorità per il Senato una volta che saranno ripresi i lavori. In positivo, poi, una presidenza Biden dovrebbe riportare la politica estera su un sentiero più prevedibile: la rivalità tra Stati Uniti e Cina rimarrà molto probabilmente viva, ma gli approcci politici dovrebbero essere meno dirompenti, creando un terreno meno incerto per le multinazionali, gli importatori e gli esportatori statunitensi. Infine, ci si attende che anche la gestione della pandemia cambi notevolmente, diventando più coerente e basata su dati scientifici: Biden ha già formato una squadra di esperti per affrontare l'emergenza.

WHAT'S NEXT

UN RIGIDO INVERNO, MA MAGGIOR FIDUCIA SULLE PROSPETTIVE

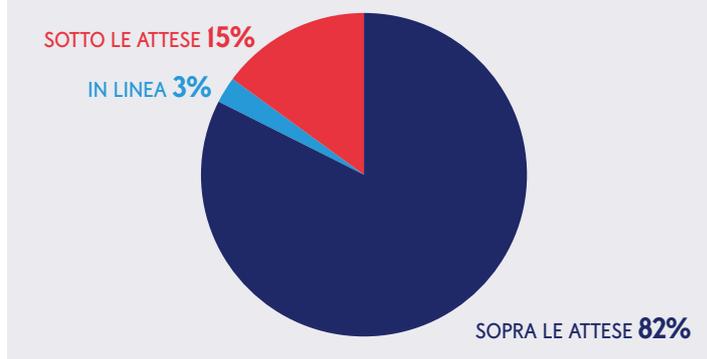
I prossimi mesi saranno ancora prevedibilmente complessi: il protrarsi della pandemia continuerà infatti a rendere necessarie misure restrittive e dunque a frenare la ripresa, comportando anzi molto probabilmente una nuova flessione, se non altro in Europa. **Tuttavia, la prospettiva di un vaccino** disponibile già nei primi mesi del prossimo anno, almeno per le fasce di popolazione più a rischio (sanitari, persone anziane o con patologie pregresse), **riduce drasticamente l'incertezza** insita finora nelle previsioni di tutti gli operatori economici e **consente di anticipare con maggior fiducia il ritorno dell'economia globale su un saldo percorso di ripresa** in tempi relativamente brevi.

Questa fiducia deriva anche dall'esperienza dei mesi passati, nei quali le economie hanno dimostrato chiaramente una straordinaria capacità di recupero una volta che le restrizioni vengono allentate (vedi grafico sul rimbalzo nel 3° trimestre). E non sono solo i dati macroeconomici a confermarlo. Anche i risultati aziendali nel 3° trimestre sono andati ben oltre le aspettative, seppur in calo rispetto allo stesso periodo del 2019: circa l'82% delle società dello S&P500 negli USA ha battuto le stime, con un "indice di sorpresa" in media intorno al 17%.

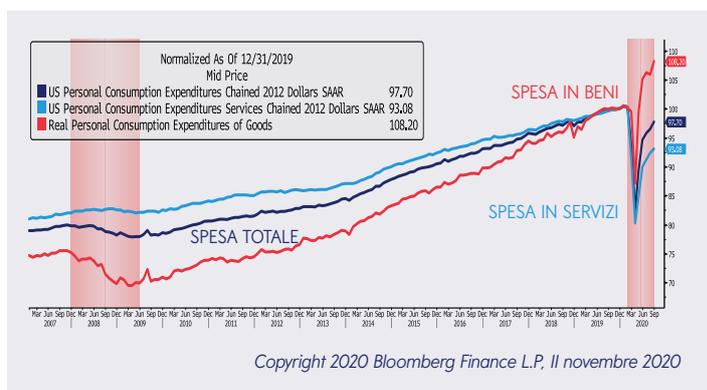
RIMBALZO ECONOMICO BRILLANTE E GENERALIZZATO NEL 3° TRIMESTRE



UTILI SOCIETÀ S&P 500, 3Q 2020



Tuttavia, ad eccezione che in Cina, dove il recupero era già iniziato nel secondo trimestre e che quasi certamente sarà l'unica grande potenza mondiale a registrare una crescita positiva del PIL anche nel 2020, la **ripresa economica risulta ancora incompleta**. Molte attività, specialmente nel comparto dei servizi, sono infatti ancora precluse (come già descritto nei mesi scorsi, si parla di ripresa a forma di K). Ciò è confermato da un minor recupero dei livelli di fiducia delle imprese nel settore dei servizi rispetto a quello manifatturiero, cosa tutt'altro che irrilevante, visto che il terziario rappresenta mediamente circa il 70% del PIL nelle economie avanzate. **Anche i consumi confermano chiaramente questo fenomeno**: guardando infatti ai livelli di spesa delle famiglie americane, si nota proprio come ci sia stato addirittura un forte rimbalzo laddove è possibile spendere (beni di consumo, beni durevoli, ...), ma ciononostante la spesa complessiva non sia ancora tornata sui livelli di inizio anno, proprio per via di consumi artificialmente compressi nei servizi. **Non è difficile desumere quale impulso potrà derivare all'economia nel momento in cui queste attività saranno finalmente "sbloccate"** e torneranno ad operare a pieno regime. Secondo gli analisti



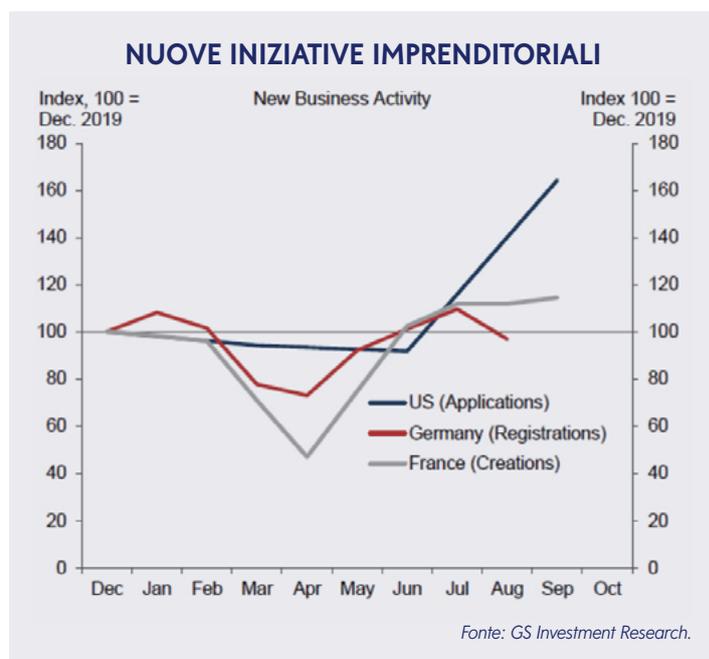
di Goldman Sachs, negli Stati Uniti ed in Europa potrebbe portare ad un aumento del PIL nell'ordine del 2%. Peraltro, i tassi di risparmio, saliti nei mesi passati grazie ai trasferimenti statali e al calo dei consumi, sono ancora molto elevati rispetto alla media storica, rappresentando per le famiglie un potente serbatoio cui attingere per incrementare la spesa.

ALLORA NON C'È NULLA DI CUI PREOCCUPARSI?

Come sempre accade sui mercati, il timore è che ogni notizia, anche la più positiva, possa nascondere delle insidie. In questo caso, uno dei primi interrogativi che sorgono apprendendo le notizie sui vaccini di questi giorni è se ciò possa indurre le autorità monetarie e governative a posticipare i piani di stimolo aggiuntivi precedentemente ipotizzati. In realtà, anche se queste nuove informazioni saranno certamente utilizzate al fine di calibrare al meglio le manovre, bisogna ricordare che la pandemia è tuttora in corso e che il sostegno ai sistemi economici è ancora essenziale. L'inflazione inoltre è ancora molto bassa rispetto all'obiettivo, che peraltro è stato rivisto dalla Fed (con l'adozione del target medio flessibile, FAIT) in direzione tale da poter tollerare meglio eventuali aumenti futuri². È quindi ragionevole ritenere le politiche monetarie si mantengano estremamente accomodanti (e quindi i rendimenti obbligazionari contenuti) a lungo e che vengano varati nuovi stimoli fiscali sia negli USA (anche se verosimilmente inferiori a quelli ipotizzati nel caso di "onda blu" democratica) che in Europa. Qui il percorso intrapreso con il Next Generation EU va ben oltre il mero supporto di emergenza per la pandemia (vedi approfondimento nello Speciale).

Il secondo dubbio, meno contingente, riguarda le conseguenze a medio-lungo termine della crisi in corso.

nche se queste potranno essere valutate appieno solo a posteriori, fortunatamente i dati ci dicono che finora i danni al mercato del lavoro e al sistema imprenditoriale risultano inferiori alle attese: la maggior parte delle economie avanzate ha utilizzato con successo generosi sussidi salariali e programmi di tutela dell'occupazione per limitare l'incremento del tasso di disoccupazione e, anche nei Paesi dove quest'ultimo è salito notevolmente (USA), l'aumento è avvenuto principalmente sotto forma di licenziamenti temporanei, già in buona parte riassorbiti. Anche i fallimenti aziendali sono stati ben inferiori a quanto inizialmente temuto, grazie anche agli interventi monetari e fiscali. Non solo, il covid ha spinto ad una straordinaria accelerazione nell'adozione del digitale sia da parte dei consumatori che delle imprese e, come già evidenziato il mese scorso, ha portato ad un forte aumento delle nuove iniziative imprenditoriali, soprattutto negli Stati Uniti. Questi fenomeni sono in netta controtendenza con quanto avvenuto dopo la Grande Crisi Finanziaria del 2008 e potenzialmente pongono le basi per grandi sviluppi futuri.



2. Anche la BCE sta conducendo una revisione del proprio quadro strategico, che sarà ultimata verso la metà del 2021.

LE OPPORTUNITÀ NON MANCANO

In sintesi, anche se la rotazione appena descritta ha preso avvio con una velocità tale per cui sarebbe stato pressoché impossibile coglierla per chi non fosse già adeguatamente investito - cosa che ci conferma ancora una volta l'importanza di un approccio ben diversificato - è importante sottolineare che il margine di recupero in diversi settori e aree geografiche è ancora potenzialmente significativo. L'area europea, ad esempio, non a caso particolarmente sbilanciata verso i settori finora penalizzati, è ancora in negativo da inizio anno; lo stesso dicasi per diversi listini azionari emergenti (ad eccezione dell'area asiatica). Il calo dell'incertezza dovuto ad una maggior fiducia sulla disponibilità di un vaccino in tempi relativamente rapidi dovrebbe tradursi in un calo della volatilità media sui mercati e in un proseguimento del trend di rotazione ciclica recentemente avviato. D'altra parte, è difficile immaginare che i titoli finora in voga (*tech, internet, e-commerce, ...*) possano essere totalmente "abbandonati" dagli investitori: dopotutto diversi sondaggi³ ci dicono che i cambiamenti nei modi di lavorare, comunicare, svagarsi, - intervenuti in questi mesi saranno in buona parte permanenti. In generale, il nuovo ciclo economico è solo all'inizio, il mix di politiche monetarie e fiscali rimarrà accomodante a lungo e la liquidità da investire abbondante (con alternative appetibili molto limitate): gli elementi per rimanere positivi sui mercati non mancano.

3. Per approfondire, di seguito i link ad alcuni studi e sondaggi: [McKinsey](#) [Twilio](#) [IBM](#)

OSSERVATORIO
MERCATI

LO SPECIALE

NEXT

GENERATION EU
UNA SVOLTA EPOCALE

NEXT GENERATION EU UNA SVOLTA EPOCALE

Il Next Generation EU (NGEU) nasce alle prime luci dell'alba di un giorno di fine luglio, dopo una maratona negoziale tra i leader europei durata ininterrottamente quattro giorni e quattro notti, preceduta da due mesi di lavori preparatori costellati da liti, vertici falliti, e veti incrociati.

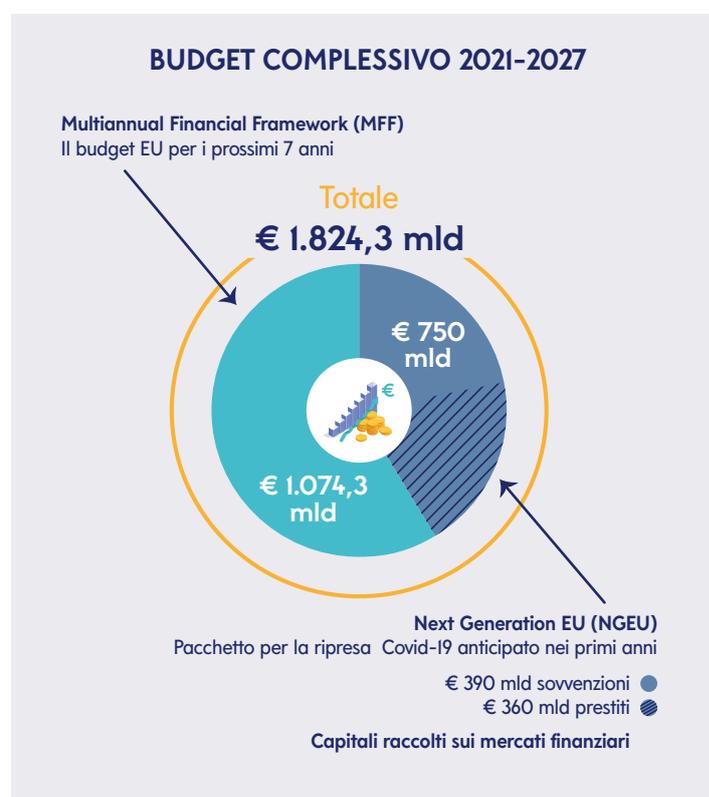
Il Presidente Macron e la Cancelliera Merkel hanno giocato un ruolo determinante per arrivare al traguardo, ma forse è più giusto riconoscere che i leader europei non avevano alternativa ad un compromesso. Perché ancora una volta un'emergenza (il covid) aveva messo a nudo un'altra vulnerabilità dell'Europa unita: la mancanza di coordinamento delle politiche economiche.

Spiace quindi che la stampa abbia per lo più rappresentato questo strumento come un programma di solidarietà finanziato dai Paesi ricchi del Nord a favore di Italia e Spagna. Perché questa interpretazione è assai limitata: il NGEU è molto di più, e ha le potenzialità di ridisegnare profondamente, nei prossimi anni, l'economia italiana e la struttura economica e politica dell'UE.

QUALCHE NUMERO

Ma il primo - estremamente significativo - cambiamento portato dal NGEU è già qui. Per finanziarlo, la **Commissione Europea emetterà bond** a cui garanzia verranno posti i contributi futuri che gli Stati si sono impegnati a versare al bilancio comunitario 2021-2027 (MFF: Multiannual, Financial Framework). Non sono gli eurobond tanto auspicati, perché ogni Paese formalmente risponde solo dei suoi impegni, ma è più forma che sostanza: è difficile ipotizzare che Francia e Germania lascino un giorno defaultare l'UE a causa del mancato pagamento dei contributi di un altro Paese.

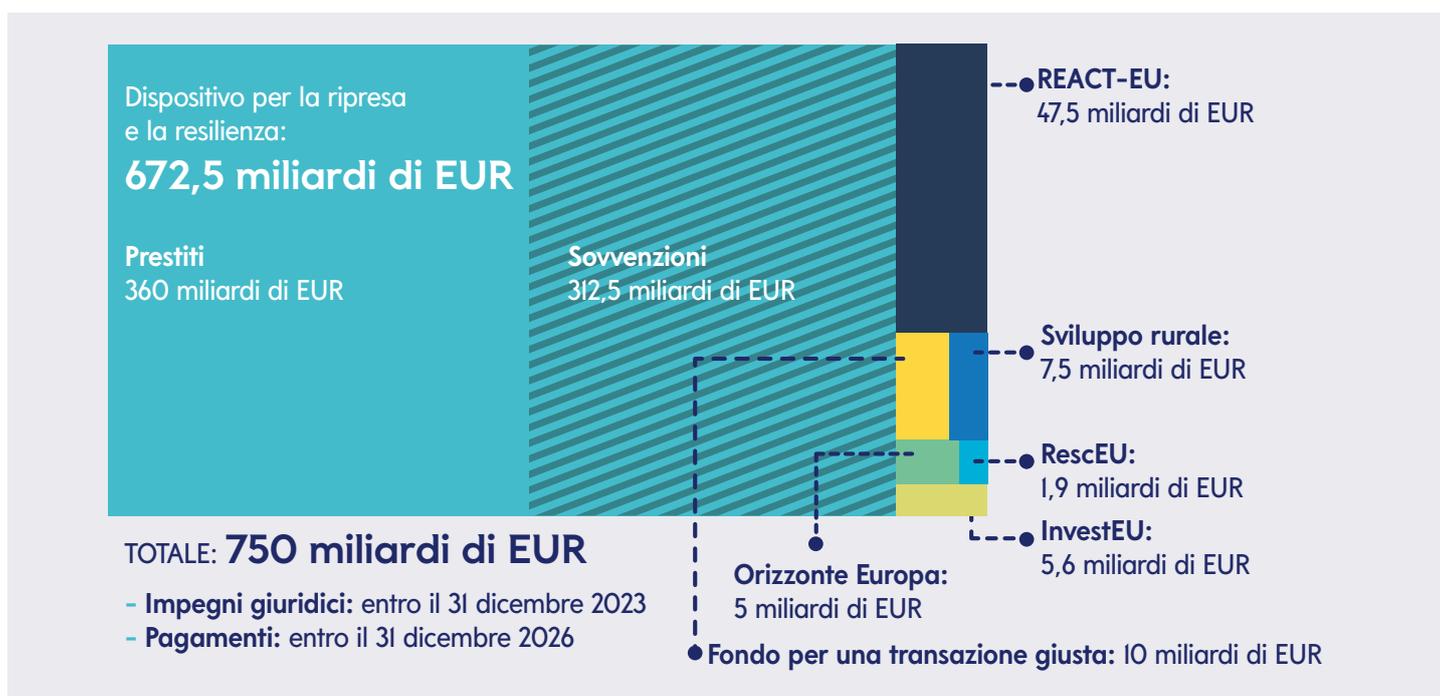
Si capisce quindi perché il NGEU sia legato a filo doppio al prossimo bilancio UE (ancora in via di approvazione). Ma non ne è una costola, piuttosto un'estensione, resa possibile proprio dalla facoltà, concessa alla Commissione Europea, di fare ricorso al mercato dei capitali fino ad un importo massimo di **750bn**. Che poi è esattamente la dimensione del NGEU: insieme, i due meccanismi hanno **una potenza di fuoco da oltre 1.800bn di euro**:



Più nel dettaglio, dei quasi 1.100 miliardi del MFF, “solo” 73 miliardi (in 7 anni) saranno spesi per far funzionare la macchina amministrativa dell’Unione. Il resto sarà impegnato in queste aree:

RIPARTIZIONE FONDI MFF PER AREA DI SPESA	
AREA DI SPESA	AMMONTARE*
Coesione, resilienza e valori	377,7
Risorse naturali e ambiente	356,4
Mercato unico, innovazione, digitale	132,8
Migranti, gestione dei confini	22,7
Difesa e sicurezza	13,2
Cooperazione internazionale	98,4
Pubblica amministrazione	73,1
<i>Miliardi di euro</i>	1.074,3

Quanto al NGEU, esso assommerà in sé i seguenti programmi:



Dei 750bn totali, **390 saranno sovvenzioni a fondo perduto**, e **360 prestiti a tasso agevolato** (ossia -ma il punto è ancora da definire- allo stesso tasso a cui si rifinanzia l’UE, più un piccolo spread, probabilmente 0.35%). La distribuzione delle sovvenzioni ai Paesi che ne faranno richiesta avverrà in due tranches:

- il 70% nel 2021 e 2022, sulla base di tre parametri macro: la popolazione del Paese, il tasso di disoccupazione e l’inverso del PIL pro capite (così da garantire una maggior allocazione ai Paesi più “poveri”).

- il 30% nel 2023, stavolta in base a 4 parametri: alla popolazione e all’inverso del PIL pro capite si aggiungeranno il calo del PIL reale nel 2020 e il calo cumulato del PIL reale nel periodo 2020-2021 (così da garantire una maggior allocazione ai Paesi più colpiti dalla crisi: una valutazione possibile solo ex post).

L’ammontare dei prestiti concedibili, invece, sarà pari al 6.8% del GNI (Gross National Income, una statistica simile al PIL) 2019.

Frullati questi criteri con le ultime previsioni macroeconomiche della Commissione Europea, il calcolo di sovvenzioni e prestiti per ciascun Paese è presto fatto:

	SOVVENZIONI		AMMONTARE MASSIMO PRESTITI**
	PRIMA TRANCHE	SECONDA TRANCHE*	
Austria	2,6	1,1	27
Belgio	4,2	2,1	32,5
Bulgaria	5,4	2,1	4,2
Croazia	5,4	2,0	3,6
Cipro	1,0	0,2	1,4
Rep. Ceca	4,1	4,2	14,3
Danimarca	1,5	0,4	21,7
Estonia	0,9	0,4	1,9
Finlandia	2,0	1,0	16,3
Francia	28,3	18,5	168,3
Germania	19,0	9,4	240,4
Grecia	15,7	4,5	12,7
Ungheria	5,4	2,4	9,4
Irlanda	1,1	0,5	18,2
Italia	55,8	25,8	122,6
Lettonia	1,9	0,4	2,1
Lituania	2,5	0,6	3,2
Lussemburgo	0,1	0,0	3
Malta	0,2	0,0	0,8
Olanda	4,6	2,4	55,4
Polonia	23,6	5,2	34,2
Portogallo	11,4	5,1	14,1
Romania	11,9	5,4	15
Slovenia	1,5	0,5	3,2
Slovacchia	5,4	1,9	6,3
Spagna	54,3	19,6	84,9
Svezia	3,4	1,2	33,1
	273	117	949,8
		<i>Stima utilizzo reale prestiti</i>	355/360

In miliardi di euro.

**Basate sulle stima di crescita del PIL 2020 e 2021 della Commissione Europea.*

***6,8% del GNI 2019.*

Ovviamente, tutti i Paesi attingeranno ai trasferimenti a fondo perduto loro spettanti, mentre nel caso dei prestiti è razionale ritenere che vi faranno ricorso solo i Paesi che si rifinanzerebbero sul mercato a tassi superiori (Italia, Grecia, alcuni Paesi dell'Est; la Spagna sarà praticamente indifferente): ecco perché si stima che essi si fermeranno a 360bn.

Il "dispositivo per la ripresa e la resilienza", di cui alla figura sopra, è di gran lunga il maggiore (672.5bn), ed è anche quello più noto: è il famoso **Recovery Fund** che di fatto ha dato il nome all'intero impianto.

GLI OBIETTIVI

Come accennato, non è un programma indirizzato a lenire i conti pubblici o a ristorare le diverse categorie economiche colpite dal coronavirus: per quello l'UE ha messo a punto altri strumenti, come il MES, a supporto dei sistemi sanitari nazionali, o come il SURE, a supporto della cassa integrazione. Il comunicato con cui la Presidenza della Commissione ha salutato l'accordo dei leader europei spiega che prestiti e trasferimenti dovranno essere spesi "al solo scopo di far fronte alle conseguenze della crisi covid-19", e questo può aver tratto in inganno. Ma "recovery" in inglese ha due significati: "guarigione da una malattia", ma anche "ripresa economica" o "rilancio economico". Ed è proprio in quest'ultima accezione che va inteso.

Infatti, esso **guarda ben oltre l'emergenza sanitaria, e si focalizza su investimenti di lungo periodo** che abbiano un "potenziale a favore della crescita, della creazione di posti di lavoro e della capacità di ripresa economica e sociale".

Ma non è un altro piano Juncker destinato a finire in niente. Stavolta è diverso. Lo si capisce dall'insistenza con cui la Commissione vuole che gli Stati inizino a sottoporre fin da subito le bozze dei loro progetti (i loro **Recovery Plan**), anche se formalmente il NGEU non è ancora in vigore (vedi dopo): la finestra di presentazione si è aperta il 15 ottobre 2020 e si chiuderà il 30 aprile 2021. E niente alibi: ha anche messo loro a disposizione una speciale "**Recovery Task Force**" per aiutarli a svilupparli. Una mossa tesa a disinnescare il "super freno d'emergenza" voluto dall'Olanda, allorché il Consiglio d'Europa, a luglio 2021, dovrà approvare (a maggioranza qualificata) i Recovery Plan presentati: non un diritto di veto, ma un meccanismo per rallentare gli esborsi (comunque di tre mesi al massimo), al termine del quale, però, la parola finale spetta alla Commissione stessa, non al Consiglio.

Che stavolta si faccia sul serio lo si capisce poi anche dal fatto che **i progetti ammissibili sono solo quelli che mirano a risolvere i problemi evidenziati nelle "Raccomandazioni specifiche"** che la Commissione ha rivolto ad ogni Paese nel **2019** e **2020** (link per quelle all'Italia): quindi **il NGEU ha anche l'obiettivo di promuovere riforme** in molti casi lungamente attese, come quelle della giustizia civile, o del mercato del lavoro, o della semplificazione della pubblica amministrazione.

Inoltre, **il 37% di tutti i fondi dovranno essere specificamente spesi per investimenti in linea con il **Green Deal** lanciato a gennaio scorso, e il 20% su obiettivi in linea con l'**agenda****

digitale 2019-2024. Per inciso, vale la pena notare che anche almeno un terzo del 1.074bn del budget andranno destinati a finanziare la lotta al cambiamento climatico, e che pure tutte le spese rimanenti dovranno essere consistenti con l'Accordo di Parigi: complessivamente, **è il più grande pacchetto di "stimolo verde" mai varato al mondo**.

La Commissione è talmente esplicita e determinata da aver definito una lista di **7 aree principali** in cui intervenire che è convinta avranno benefici tangibili sia per i singoli Stati che per l'intera Unione:

1. "**Accensione**": accelerazione sulle **tecnologie pulite** "a prova di futuro" e sullo sviluppo e utilizzo delle rinnovabili;
2. "**Rinnovamento**": miglioramento dell'**efficienza energetica degli edifici** pubblici e privati;
3. "**Ricarica e rifornimento**": promozione di **mezzi di trasporto sostenibili**, accessibili e smart; estensione del trasporto pubblico; creazione di una rete di stazioni di ricarica e rifornimento;
4. "**Connessione**": rapida estensione di **banda larga, fibra e 5G** a tutte le regioni e famiglie;
5. "**Modernizzazione**": **digitalizzazione dei servizi e della pubblica amministrazione**, inclusi il sistema giudiziario e quello sanitario;
6. "**Aumento**": crescita della capacità del **cloud**; sviluppo di **processori più potenti**, all'avanguardia, e sostenibili;
7. "**Miglioramento degli skills**": interventi sul **sistema scolastico** per supportare le competenze digitali; programmi di orientamento per tutte le età.

Per inquadrare ancora meglio le intenzioni della Commissione, occorre infine notare che:

- Sono favoriti i **progetti cross-border**;
- I piani presentati devono includere target (ossia risultati quantitativi) e milestone (ossia risultati qualitativi, come le riforme associate): essi devono essere "chiari, realistici, ben definiti, verificabili e direttamente determinati o altrimenti influenzati dalle politiche pubbliche";
- **Le spese** previste nei piani **devono essere "addizionali"**: il NGEU finanzia solo progetti oltre la media degli investimenti pubblici in un Paese tra il 2017 e il 2019.

ROAD MAP

Tecnicamente, i progetti sono finanziati ex post, con il meccanismo dello stato avanzamento lavori. Tuttavia, dopo il via libera del Consiglio d'Europa, l'UE procederà ad erogare un **prefinanziamento del 10%** delle sovvenzioni stabilite. Presumibilmente nell'estate 2021, quindi, i Paesi europei riceveranno complessivamente 34bn, come segue:

	PREFINANZIAMENTI
Austria	324
Belgio	557
Bulgaria	646
Croazia	643
Cipro	104
Rep. Ceca	734
Danimarca	168
Estonia	110
Finlandia	252
Francia	4.055
Germania	2.459
Grecia	1.753
Ungheria	677
Irlanda	138
Italia	7.083
Lettonia	202
Lituania	262
Lussemburgo	10
Malta	22
Olanda	603
Polonia	2.488
Portogallo	1.425
Romania	1.493
Slovenia	168
Slovacchia	630
Spagna	6.391
Svezia	400
<i>In milioni di euro</i>	33.797

Altri 50bn saranno disponibili entro la fine dello stesso anno.

UNA NUOVA UE

Insomma: in attesa di un vero Ministero delle Finanze o del Tesoro europeo, la Commissione si ritaglia un ruolo a metà tra quello, appunto, e una sorta di Ministero dello Sviluppo economico. Ma è un ruolo (sia pure molto forte) di stanziamento delle risorse prima, e di indirizzo e sorveglianza poi: **la definizione dei progetti e la loro implementazione rientra nella responsabilità dei singoli Stati.**

Tuttavia, la **vocazione europea** è chiara, oltre che dal già citato favore per le opere cross border, anche dal fatto che non tutti i soldi saranno reperiti sul mercato: con l'occasione si è varata (da gennaio 2021) la **prima vera tassa europea**, quella sulla plastica. (Per la precisione: finanziano l'UE anche l'IVA e le tasse doganali, ma si tratta di rebate parziali, non di tasse specificamente europee). Successivamente, entro il 2023, ne nasceranno altre: sul carbone, sulle web company e -forse- sulle transazioni finanziarie. Non sfugga che le

E L'ITALIA?

Si rischia di cadere facilmente nella retorica dicendo che il NGEU è un'occasione irripetibile da non sprecare. Però è davvero così: **nel giro di tre anni il nostro Paese può accedere a trasferimenti a fondo perduto per quasi 82bn e a oltre 122bn di prestiti a condizioni più vantaggiose dei BTP.** E per ottenerli bisogna varare progetti vitali per creare le basi per uno sviluppo duraturo e auto sostenibile negli anni: ci saranno posti di lavoro subito, e molti di più una volta completati. Certo, c'è la condizionalità, segnatamente

BELLO, PERÒ MANCA ANCORA L'APPROVAZIONE FORMALE

È vero. Il NGEU (come il budget comunitario) deve essere approvato all'unanimità dai Paesi membri (in alcuni casi basta l'assenso del Governo, in altri serve quella del Parlamento nazionale) e anche dal Parlamento Europeo. In teoria il primo passaggio sarebbe quasi una formalità (perché c'è l'accordo dei leader di Governo), ma Strasburgo ha chiesto che i fondi vengano subordinati al rispetto dello **"stato di diritto"**. Cosa che ha indotto al veto Polonia e Ungheria, che non sempre hanno leggi in linea con i valori fondamentali dell'UE, per esempio sulla libertà di stampa e sull'indipendenza della magistratura (anzi, sono già oggetto

prime due hanno anche il vantaggio di essere in linea con gli obiettivi "verdi".

Inoltre, è vero che il NGEU è "temporaneo" per natura (i progetti devono iniziare entro il 2023 e l'UE potrà collocare bond solo fino al 2026 e con scadenza massima 2058), ma crea **un precedente importante**: uno schema che potrebbe essere replicato in futuro anche in situazioni non d'emergenza.

C'è anche **una rivoluzione più silenziosa**: anche grazie alle emissioni per coprire il NGEU, poco alla volta, l'Europa sta creando una curva di emissioni benchmark sua propria, che soddisfi l'esigenza di "asset sicuri" delle banche: ne guadagna il ruolo internazionale dell'euro e -a lungo termine- si potrebbe spezzare il circolo vizioso Stati-banche, preconditione necessaria per l'assicurazione comune sui depositi su cui fondare, finalmente, l'unione bancaria.

le riforme: in Italia se ne parla continuamente, ma se ne fanno poche, perché qualsiasi riforma, anche la più giusta, fatalmente scontenta qualcuno. Ma stavolta non si può restare a guardare altri Paesi europei, in molti casi nostri diretti concorrenti, guadagnare altro vantaggio competitivo (per colmo, pure con soldi italiani): ne va del nostro futuro. La squadra ad hoc costituita al Tesoro, che già sta lavorando al Recovery Plan italiano, e le prime risposte del sistema Paese lasciano ben sperare.

di procedura d'infrazione). **Lo scoglio però è ormai superato**: il compromesso prevede il rispetto dello "stato di diritto" solo per quanto attiene i fondi europei (ossia si richiede che vengano gestiti in modo trasparente al fine di proteggere gli interessi dell'Unione), non per le altre questioni.

Entro la fine dell'anno, quindi, quello che francamente sembrava inimmaginabile solo fino a qualche mese fa diventerà realtà. Come investitori, si apriranno opportunità uniche. Come cittadini, starà a noi assecondarle. Per il futuro dei nostri figli.