

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

FEBBRAIO
2021

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

MERCATI AZIONARI ANCORA INFLUENZATI DA FORZE CONTRAPPOSTE _____	3
È GIÀ "GAME OVER" PER IL FENOMENO GAMESTOP _____	3
NEL FRATTEMPO, SUGLI ALTRI MERCATI... _____	4

WHAT'S NEW _____ 5

QUALCHE IMPREVISTO SUL FRONTE SANITARIO _____	5
...CON RIFLESSI SUL QUADRO ECONOMICO _____	5
MA LE NOTIZIE COSTRUTTIVE NON MANCANO _____	6

WHAT'S NEXT _____ 8

UN INVERNO PIÙ LUNGO DEL PREVISTO, MA IL GRANDE RIMBALZO È SOLO RIMANDATO _____	8
PROTRATTA DISOMOGENEITÀ TRA AREE GEOGRAFICHE _____	9
PREOCCUPAZIONI INFLATTIVE ANCORA PREMATURE _____	9
VISIONE STRATEGICA _____	9

BIG TECH: E ORA, UNA NUOVA SFIDA! _____ 10

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI ANCORA INFLUENZATI DA FORZE CONTRAPPOSTE

Nel primo mese del 2021, l'andamento dei mercati è stato ancora influenzato dalla tensione tra due forze contrapposte: da un lato, le preoccupazioni sul proseguimento della crisi sanitaria, dall'altro l'ottimismo per le attese di rimbalzo economico nei prossimi mesi.

Quest'ultimo aspetto ha decisamente prevalso nelle prime tre settimane dell'anno, durante le quali è stato osservato un proseguimento della fase di propensione al rischio e della rotazione settoriale in atto dallo scorso novembre, quando l'annuncio sull'efficacia dei vaccini aveva dato il via al recupero dei comparti di mercato più penalizzati dalla pandemia: i c.d. *covid losers*, alcuni settori ciclici, le *small caps*, lo stile *value*. Le ultime sedute di gennaio hanno visto invece una temporanea correzione, attribuibile non solo ai rinnovati timori sulle difficoltà di contenimento della pandemia e ad alcuni intoppi sui vaccini, ma anche alla volatilità causata dall'attività speculativa degli investitori *retail*.

È GIÀ "GAME OVER" PER IL FENOMENO GAMESTOP

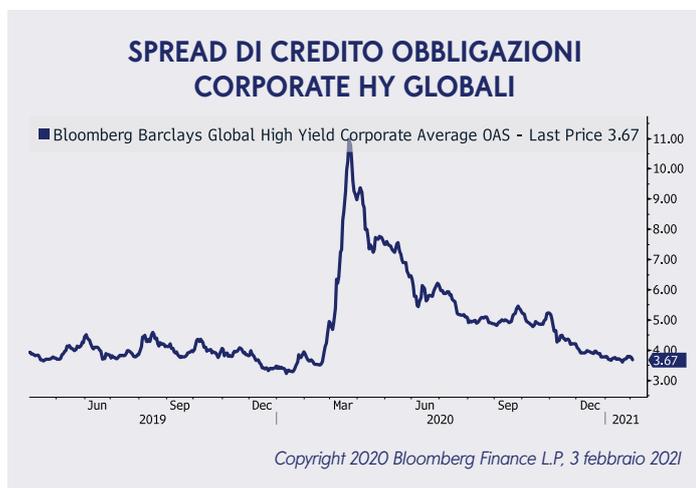
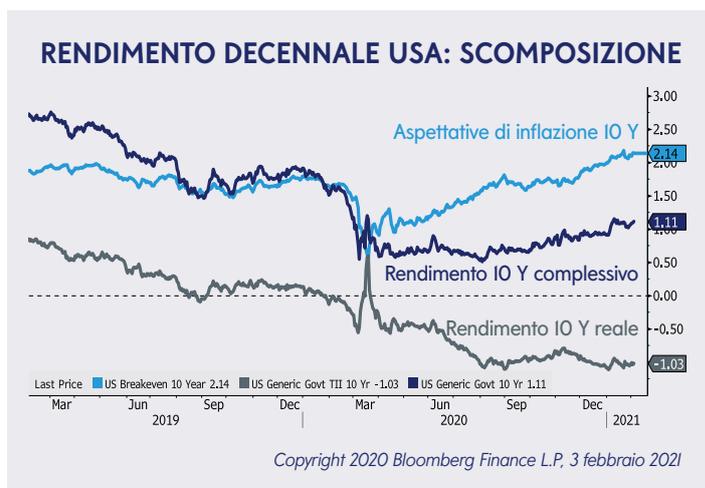
In estrema sintesi, un gruppo molto cospicuo di investitori individuali, in contatto tra loro tramite blog online (come *r/wallstreetbets* di Reddit) e operanti soprattutto tramite app di trading come *Robinhood*, ha preso di mira alcune delle società su cui gli hedge fund avevano maggiormente scommesso al ribasso (GameStop, appunto, ma anche altre come AMC, American Airlines e BlackBerry fino a spingersi poi su materie prime come l'argento), facendone salire esponenzialmente il prezzo nell'arco di pochi giorni. Nonostante la capitalizzazione di mercato di tali società fosse molto piccola in rapporto all'intero mercato, ciò ha avuto un impatto in quanto ha provocato uno dei più significativi "short squeeze" della storia di Wall Street: ha costretto gli hedge fund che le avevano vendute allo scoperto a coprire le perdite ricomprandole e vendendo altri titoli su cui avevano posizioni rialziste. L'aumento della volatilità implicita ha inoltre spinto anche altri investitori ad alleggerire temporaneamente i livelli di rischio. L'effetto si è poi sgonfiato piuttosto rapidamente con conseguente ripristino del sentiment di mercato: le perdite sono state infatti circoscritte e facilmente coperte, senza generare razioni a catena. Inoltre, in un contesto di prospettive di crescita favorevoli, questi eventi tendono tipicamente a risolversi in positivo. Al di là degli aspetti mediatici e ideologici (è stato definito "la ribellione contro i giganti di Wall Street" o "Davide contro Golia della finanza") questo fenomeno appare in parte strutturale - legato alla maggior democratizzazione in atto anche in ambito finanziario grazie diffusione dei social network e delle app di trading a bassissimo costo - ma in parte anche temporaneo, in quanto accentuato dagli effetti della pandemia (effetto sostituzione del trading rispetto ad altre attività ricreative precluse, trasferimenti fiscali negli USA che aumentano il reddito disponibile dei cittadini).

GAME STOP: PREZZO DI BORSA NELL'ULTIMO ANNO



NEL FRATTEMPO, SUGLI ALTRI MERCATI...

Nei mercati obbligazionari, la novità più rilevante da inizio anno è stato l'aumento dei rendimenti governativi statunitensi a medio-lungo termine, innescato soprattutto dalle attese di ulteriori ingenti supporti fiscali. Il movimento è stato trainato in buona parte dalla normalizzazione delle aspettative di inflazione di medio-lungo termine (vedi grafico) e ha comportato un irripidimento della curva dei tassi USA, come tipicamente accade nelle fasi di recupero del ciclo economico. Ciò ha pesato sulle performance dei comparti obbligazionari governativi, *investment grade* e, in parte, emergenti, mentre gli *high yield* hanno continuato ad essere supportati dalla permanenza degli spread di credito su livelli molto compressi. I titoli di Stato italiani, inoltre, non hanno significativamente risentito dell'impasse politica domestica e anzi il differenziale a dieci anni rispetto ai titoli tedeschi è addirittura sceso sui minimi dal 2015 dopo la notizia dell'incarico a Mario Draghi di formare il nuovo Governo.



Dal punto di vista valutario, il 2021 si è caratterizzato finora per un parziale recupero del dollaro, dopo il deprezzamento registrato nel corso del 2020, complice l'aumento dei rendimenti e il miglioramento delle prospettive economiche USA. Per quanto riguarda le materie prime, infine, da segnalare il proseguimento del recupero ciclico dei prezzi energetici: il petrolio è tornato sopra i 55 dollari al barile, il massimo da gennaio 2020.

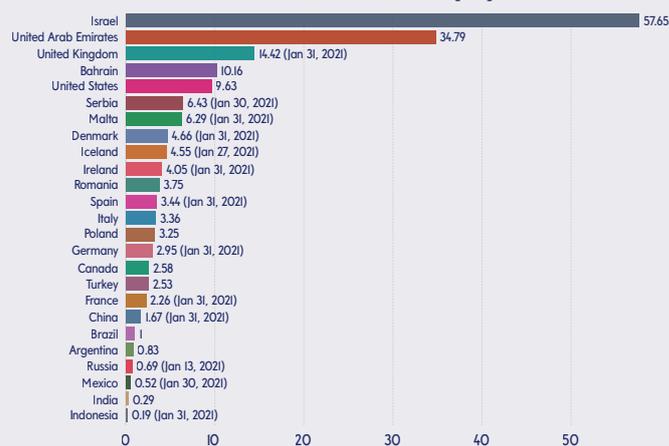
WHAT'S NEW

QUALCHE IMPREVISTO SUL FRONTE SANITARIO

Gli sviluppi delle ultime settimane in ambito sanitario hanno intepidito l'entusiasmo di quanti si aspettavano che, con l'avvento del 2021, i progressi verso il ritorno alla normalità sarebbero stati rapidi e senza intoppi. In particolare:

- Un **nuovo aumento dei contagi a inizio anno** in diversi Paesi, verosimilmente correlato ai maggiori spostamenti e contatti interpersonali durante le festività natalizie, che ha portato i maggiori Governi (compresa la Cina) ad introdurre nuove restrizioni o ad estendere quelle già in essere.
- La **diffusione di nuove varianti**, nello specifico quella inglese, quella brasiliana e quella sudafricana, ha complicato ulteriormente la situazione, per via della maggior trasmissibilità. In base alle prime analisi sembrerebbe, inoltre, che i vaccini sviluppati finora presentino un'efficacia ridotta nei confronti di alcune di queste varianti, soprattutto quella sudafricana.
- **Alcune problematiche nella produzione, distribuzione e somministrazione dei vaccini**, con progressi finora molto eterogenei tra Paesi e in alcuni casi significativamente inferiori alle attese. Specie in Europa: i ritardi nell'approvazione dei candidati rispetto ad altri Paesi, il temporaneo calo delle consegne da parte di Pfizer e la disputa con AstraZeneca sulla consegna delle dosi richieste, hanno inciso negativamente e dato l'impressione di una gestione non certo ottimale del processo.

DOSI TOTALI DI VACCINI ANTI-COVID SOMMINISTRATE OGNI 100 PERSONE (%)



Fonte: Official data collated by Our World in Data - 2 febbraio 2021

...CON RIFLESSI SUL QUADRO ECONOMICO

SINTESI INDICATORI ALTERNATIVI DI ATTIVITÀ ECONOMICA AD ALTA FREQUENZA

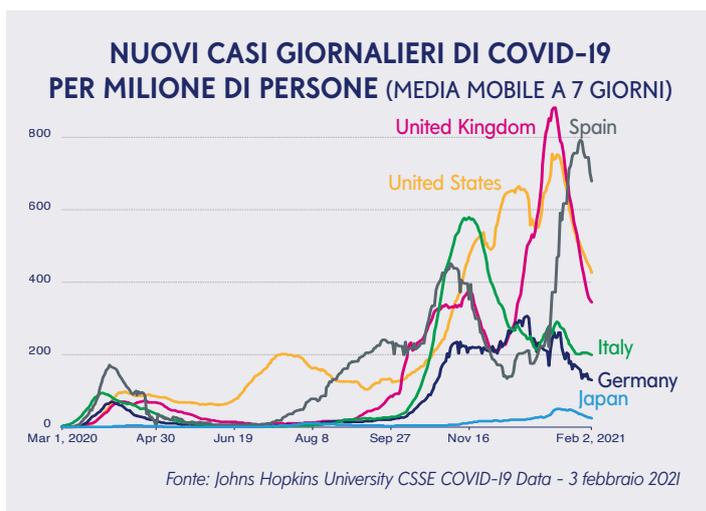


Anche il quadro economico rimane ancora debole nel complesso e caratterizzato da protratte divergenze a livello sia geografico che settoriale. L'Europa, in particolare, ha registrato un rallentamento maggiore rispetto alle altre aree, complici limitazioni ad attività e spostamenti mediamente più stringenti, cui si sono aggiunte più di recente le difficoltà nella distribuzione dei vaccini. Ma anche negli Stati Uniti i consumi e l'occupazione sono tornati a scendere verso fine 2020 e perfino in Cina gli indici PMI di sentiment delle imprese hanno evidenziato una flessione a gennaio - pur restando in territorio di espansione - in riflesso del calo della domanda globale e delle restrizioni interne agli spostamenti introdotte in concomitanza col Capodanno cinese. A livello settoriale, non stupisce che la debolezza sia concentrata nell'ambito dei servizi, sui quali ricade la gran parte delle restrizioni.

MA LE NOTIZIE COSTRUTTIVE NON MANCANO

In questo contesto, è tuttavia importante sottolineare che le notizie giunte di recente sul fronte sanitario ed economico non sono state unilateralmente negative, e anzi alcune di esse pongono le basi per uno scenario migliore in seguito.

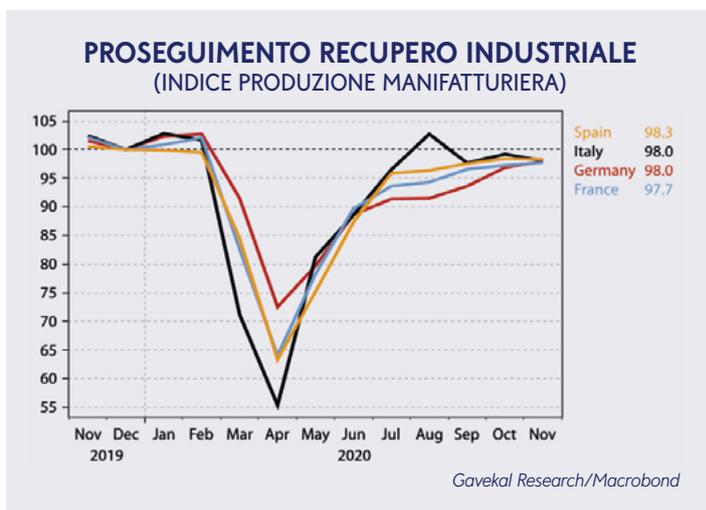
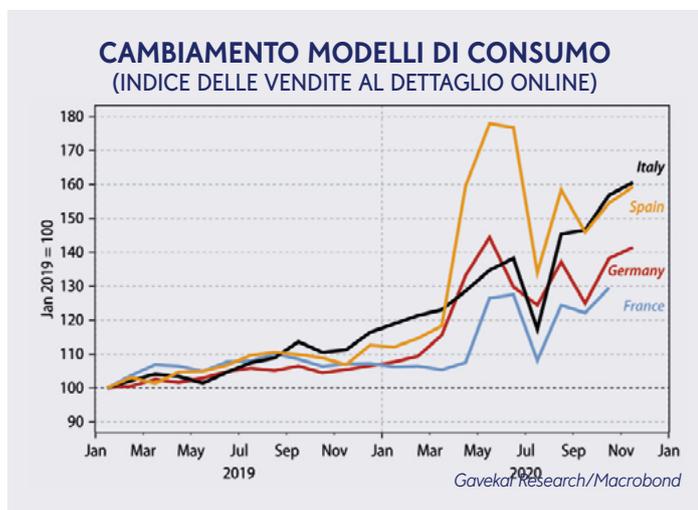
- **Contagi in calo.** I nuovi casi sono ancora elevati ma in calo nella maggior parte dei Paesi, anche grazie ai primi benefici dei vaccini sulle fasce di popolazione più a rischio.
- **Continui progressi nei vaccini.** Altri due candidati, Novavax e Johnson&Johnson, hanno pubblicato risultati soddisfacenti in termini di efficacia, sebbene inferiori rispetto a quelli di Pfizer/Biontech e Moderna, e inizieranno a breve l'iter di approvazione. Inoltre, le case farmaceutiche stanno già lavorando a soluzioni per aumentare l'efficacia anche nei confronti delle varianti e, da questo punto di vista, sembra che quelli con tecnologia mRNA, la più innovativa e utilizzata per la prima volta proprio per i vaccini contro il coronavirus, si prestino particolarmente bene. Altro fenomeno inedito: alcune case farmaceutiche non direttamente coinvolte nello sviluppo dei vaccini, si sono rese disponibili ad aiutare nella produzione di quelli dei competitors nei prossimi mesi (è il caso di Sanofi per il vaccino di Pfizer e di Bayer per quello della tedesca CureVac NV).
- **Impatto economico meno grave del previsto.** I dati sulla crescita del PIL nel 4° trimestre, pubblicati negli ultimi giorni, hanno confermato l'atteso rallentamento dopo il forte rimbalzo del 3° (ad eccezione della Cina), ma sono stati mediamente migliori del previsto e, in alcuni casi, ancora in crescita (vedi tabella). Ciò rispecchia sia il fatto che le restrizioni sono state molto più circoscritte rispetto alla prima ondata - risparmiando in buona parte il comparto industriale, sia la crescente capacità degli attori economici di adattarsi alle nuove condizioni, come sottolineato anche dal FMI, che ha rivisto al rialzo le stime di crescita per il 2020 proprio alla luce di un andamento migliore del previsto nella seconda metà dell'anno.



CRESCITA PIL 4° TRIMESTRE 2020 VS ATTESE (VARIAZIONE % SUL TRIMESTRE PRECEDENTE)

PAESE	DATO EFFETTIVO	ATTESE
USA	1	≈ 1
EUROZONA	-0,7	> -0,9
GERMANIA	0,1	≈ 0
FRANCIA	-1,3	> -4
ITALIA	-2	≈ -2
SPAGNA	0,4	> -1,4
CINA	2,6	≈ 2,7

Fonte: Consensus Bloomberg.



- **Trimestrali societarie confermano resilienza.** Anche i dati sugli utili societari stanno finora confermando un andamento migliore del previsto nel 4° trimestre, con risultati superiori alle attese in ben l'82% dei casi per quanto riguarda le principali società quotate statunitensi, compresi ancora una volta i grandi colossi *tech*.
- **Maggiori supporti fiscali in arrivo negli USA.** La nuova amministrazione Biden, forte della conquista della maggioranza (sebbene molto risicata) anche al Senato, non ha perso tempo e, ancor prima dell'inaugurazione del 20 gennaio scorso, ha proposto un nuovo piano fiscale da l'900 miliardi di dollari (c.d. American Rescue Plan). Si tratterebbe di uno stimolo pari a circa il 9% del PIL USA, che andrebbe a sommarsi ai quasi 4'000 miliardi già varati complessivamente nel 2020. La versione finale potrebbe risultare ridimensionata, ma comunque molto ingente, visto che i Democratici sembrano orientati a ricorrere alla procedura di *reconciliation*, che consentirebbe di aggirare la necessità di un supporto bipartisan.
- **Conferma stimoli monetari prolungati.** Nelle prime riunioni dell'anno, sia la Banca Centrale Europea che la Fed hanno confermato l'intenzione di mantenere un approccio ultra-accomodante a lungo e la disponibilità ad intervenire ancora in caso di necessità. Powell, in particolare, ha ribadito molto chiaramente che, alla luce dell'attuale scenario, è ancora decisamente troppo presto per iniziare a pensare ad una riduzione dei supporti, assicurando il mercato rispetto agli interrogativi che erano sorti di recente con riguardo a questa eventualità.

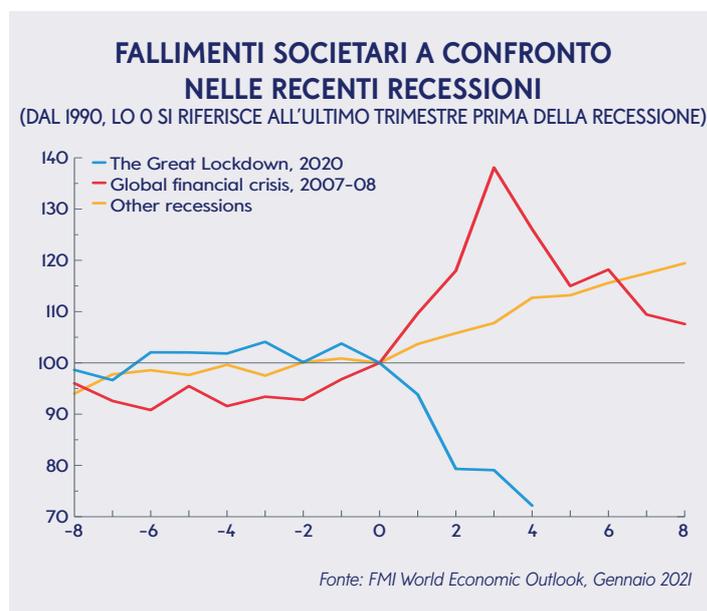
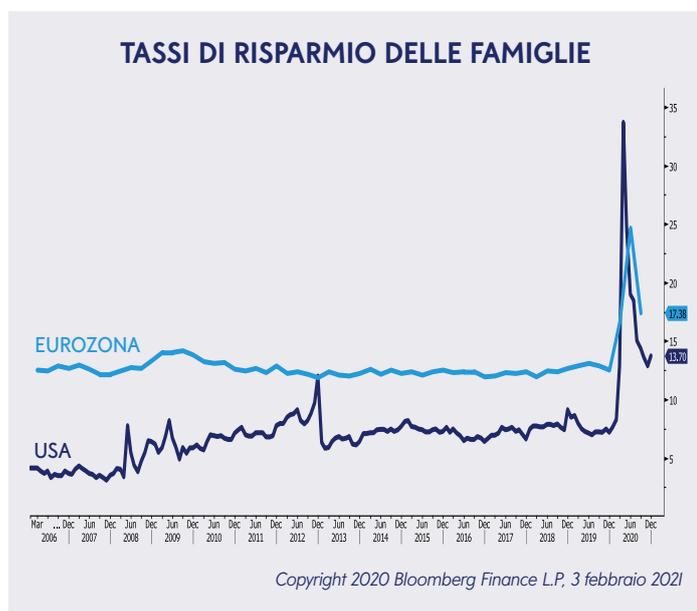
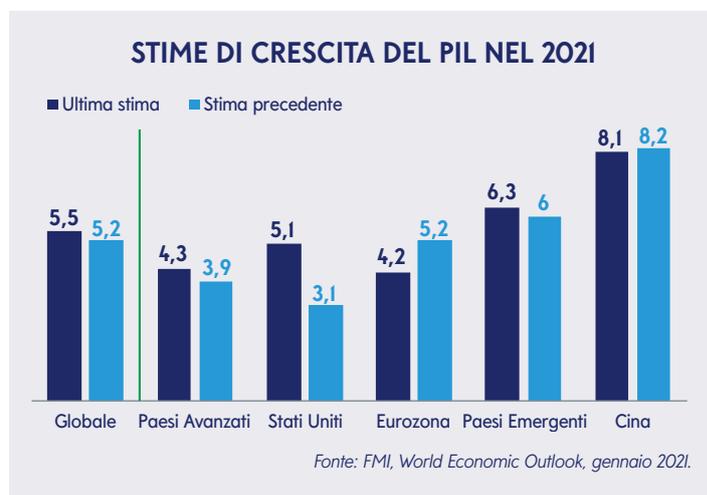
WHAT'S NEXT

UN INVERNO PIÙ LUNGO DEL PREVISTO, MA IL GRANDE RIMBALZO È SOLO RIMANDATO

La diffusione di nuove varianti del virus, sommata ad alcuni ritardi nei vaccini e agli altri sviluppi descritti nel paragrafo precedente, ha spinto economisti ed operatori di mercato a posticipare le attese sulla riapertura delle economie, rispetto a quanto precedentemente ipotizzato. Molti Governi, specie tra quelli europei, saranno infatti costretti molto probabilmente a prolungare le limitazioni - quantomeno in forma leggera e sulle attività più esposte al contatto sociale - anche oltre il primo trimestre.

Di conseguenza, il "grande rimbalzo" dell'economia globale appare rimandato alla seconda metà dell'anno, ma non certo cancellato. Le prospettive di medio-lungo termine rimangono sostanzialmente inalterate e complessivamente favorevoli, anche alla luce degli sviluppi costruttivi analizzati sopra.

Questa lettura è coerente anche con la recente revisione al rialzo operata dal Fondo Monetario Internazionale alla stima sulla crescita globale per il 2021 (da 5,2% a 5,5%), dettata principalmente dagli annunci sui vaccini e sugli stimoli fiscali aggiuntivi in alcuni primari Paesi, come Stati Uniti e Giappone. La ripresa dovrebbe passare dal proseguimento del recupero produttivo, affiancato successivamente da un rimbalzo anche nei servizi. Poiché l'attuale recessione è stata causata da un fattore esogeno che sta artificialmente comprimendo la domanda, quest'ultima dovrebbe tornare piuttosto rapidamente in tutti i settori, una volta che le attività saranno "sbloccate". Questa ipotesi è supportata anche da due osservazioni, frutto in buona parte degli straordinari interventi delle autorità monetarie e fiscali dallo scoppio della pandemia: innanzitutto, i consumi dovrebbero essere sostenuti, oltre che dal recupero dell'occupazione, anche dalla normalizzazione degli stock di risparmio delle famiglie, saliti su livelli record negli ultimi mesi anche grazie ai trasferimenti fiscali. In secondo luogo, i fallimenti societari sono stati ampiamente limitati, evitando forti danni ai tessuti imprenditoriali.

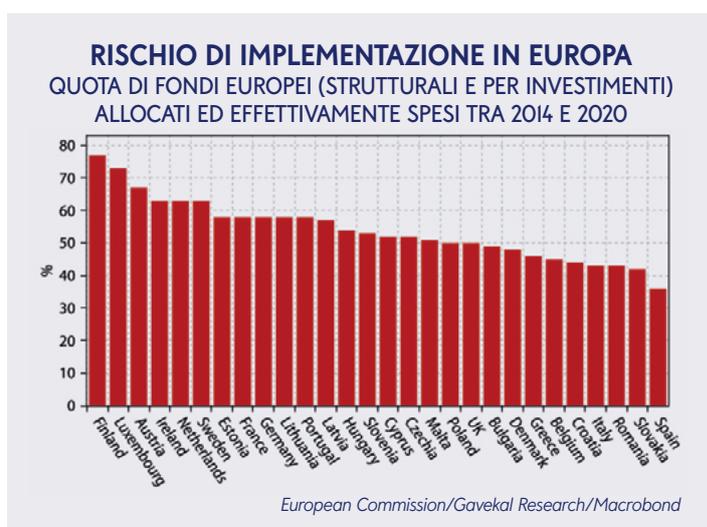


PROTRATTA DISOMOGENEITÀ TRA AREE GEOGRAFICHE

Ciò detto, i tempi e la dimensione della ripresa potrebbero restare disomogenei tra aree geografiche. La Cina è l'unica grande economia ad aver già pienamente recuperato e superato il livello di PIL pre-covid e continuerà a fare da traino a livello globale, con una crescita stimata intorno all'8% nel 2021. Tra le economie avanzate, gli Stati Uniti e il Giappone dovrebbero riuscire a chiudere il gap di crescita entro quest'anno, cosa che richiederà invece più tempo all'Europa.

Due fattori appaiono determinanti a tal proposito e andranno perciò monitorati attentamente nei prossimi mesi: il primo è naturalmente la capacità dei vari Paesi di accaparrarsi ingenti dosi di vaccini e di somministrarle con crescente rapidità, fino a raggiungere un buon livello di immunità nella popolazione. Attualmente l'Europa presenta uno svantaggio significativo rispetto ad altre aree, ma la Commissione Europea ha recentemente dichiarato che il 70% della popolazione adulta dovrebbe poter essere vaccinato entro l'estate. Negli Stati Uniti, l'attuale ritmo di vaccinazione, che ha raggiunto una media di 1,3 milioni di dosi al giorno, appare compatibile con l'obiettivo di immunizzare circa la metà della popolazione entro maggio, in base alle stime di Goldman Sachs.

Il secondo fattore di grande rilevanza per l'evoluzione dello scenario sono i supporti fiscali che i Governi potranno mettere in campo per continuare a sostenere le economie e stimolarne il recupero una volta che la crisi sarà superata. Nel prossimo futuro l'attenzione continuerà ad essere focalizzata sugli Stati Uniti e sull'effettiva dimensione del pacchetto che i Democratici riusciranno a far approvare. In Europa, il Next Generation EU potrebbe avere un impatto molto positivo, stimolando investimenti e riforme soprattutto in ambito green e digitale (cui dovrà essere destinato rispettivamente circa il 40 e il 20% dei fondi), ma i Governi dovranno lavorare seriamente per superare quello che viene chiamato "rischio di implementazione": come si vede dal grafico, storicamente alcuni Paesi non sono stati particolarmente efficienti nell'utilizzare adeguatamente i fondi europei.



PREOCCUPAZIONI INFLATTIVE ANCORA PREMATURE

Nei prossimi mesi potremmo anche assistere non solo ad una normalizzazione dell'inflazione (già in parte in corso), ma anche ad un suo possibile rimbalzo: l'atteso recupero della domanda potrebbe infatti causare alcuni colli di bottiglia sul lato dell'offerta, mettendo pressione al rialzo sui prezzi. A ciò si aggiunge il cosiddetto "effetto base", causato dal fatto che i prezzi dei prossimi mesi si confronteranno con quelli eccezionalmente compressi dei primi mesi del 2020 (l'inflazione viene infatti calcolata come variazione dei prezzi anno su anno). Questi fattori sono comunque ritenuti per lo più temporanei e non dovrebbero quindi suscitare particolari reazioni da parte delle Banche Centrali, considerando anche che, dall'altra parte, un'economia ancora debole e caratterizzata da margini ancora significativi di sottoutilizzo delle risorse dovrebbe controbilanciare le spinte inflazionistiche.

Prima di pensare ad una riduzione dei supporti, saranno necessari segnali molto più convincenti circa il ritorno dell'economia su un saldo sentiero di crescita: le politiche monetarie sono quindi destinate a rimanere accomodanti molto a lungo.

VISIONE STRATEGICA

In questo contesto, le conclusioni strategiche sui mercati rimangono pressoché invariate. I rendimenti governativi, oggi eccezionalmente compressi, dovrebbero rimanere stabili o in leggera risalita nei prossimi mesi, offrendo scarse opportunità per gli investitori. L'obbligazionario high yield ha già registrato negli ultimi mesi un formidabile restringimento degli spread di credito, per cui i ritorni futuri dovrebbero essere più legati ad una logica di carry, che rimane comunque interessante in un mondo di scarsi rendimenti e di recupero economico prospettico. Anche di fronte ai recenti episodi di volatilità nell'azionario, l'andamento di quest'asset class è stato molto composto: non bisogna dimenticare infatti l'importanza della garanzia data dagli acquisti anche di titoli corporate da parte delle Banche Centrali. Infine, i mercati azionari continuano a presentare il miglior profilo di rischio/rendimento su un orizzonte temporale di medio/lungo periodo, ma è necessario rimanere preparati ad episodi di volatilità potenzialmente frequenti sul sentiero di uscita dalla pandemia e mantenere portafogli diversificati che consentano di evitare eccessive concentrazioni ed essere esposti sia all'atteso rimbalzo del ciclo economico, sia ai temi secolari - come il digitale, l'ascesa di nuove potenze economiche, la svolta climatica.

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA



BIG TECH:

E ORA, UNA NUOVA SFIDA!

BIG TECH: UNA NUOVA SFIDA!

PERCHÉ NE (RI)PARLIAMO?

Perché si tratta di imprese dai numeri straordinari. La somma delle capitalizzazioni di borsa di Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google (ossia i cosiddetti FAANG), dopo uno stupefacente +129.5% in 2 anni (senza contare i dividendi), è ora pari a \$6.2trn, ossia l'equivalente del Pil di Francia e Germania insieme:

	CAPITALIZZAZIONI (\$)				PERFORMANCE (%)			
	AL 31/12/2018	AL 31/12/2019	AL 31/12/2020	AL 01/02/2021	2019	2020	DAL 31/12/20 A OGGI	DI PERIODO
Facebook	377.277.716.900	585.320.975.500	778.039.626.000	746.118.003.862	55,14	32,93	-4,10	97,76
Apple	748.539.080.500	1.304.764.767.300	2.255.969.107.400	2.251.955.197.440	74,31	72,90	-0,18	200,85
Amazon	734.416.210.200	916.153.935.000	1.634.168.480.400	1.677.293.994.627	24,75	78,37	2,64	128,38
Netflix	116.722.511.100	141.804.969.600	238.891.814.700	238.738.261.489	21,49	68,47	-0,06	104,53
Alphabet/Google	723.246.085.700	922.891.144.600	1.185.263.594.500	1.283.443.672.307	27,60	28,43	8,28	77,46
TOTALE	2.700.201.604.400	3.870.935.792.000	6.092.332.623.000	6.197.549.129.725	43,36	57,39	1,73	129,52

Fonte: Bloomberg

	PIL NOMINALE 2019 (\$)
Italia	2.004.000.000
Francia	2.716.000.000
Germania	3.861.000.000
USA	21.433.000.000.000

Fonte: World Bank

Con profitti (passati, presenti e stimati) senza precedenti:

	PROFITTI NETTI FY (MILIARDI DI DOLLARI)						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Facebook	15,92	22,11	18,49	29,15	33,86	40,71	46,58
Apple	48,35	59,53	55,26	57,41	73,72	74,64	76,76
Amazon	3,03	10,07	11,59	21,33	31,23	43,63	57,58
Netflix	0,56	1,21	1,87	2,76	4,87	6,3	8,5
Alphabet/Google	12,66	30,74	34,34	40,27	48,86	55,98	67,62
TOTALE	80,52	123,66	121,55	150,92	192,54	221,26	257,04

In rosso: stime

Cosa che, naturalmente, non è passata inosservata sui mercati:



Queste 5 società da sole valgono circa il 20% di tutto lo S&P500, quindi dal loro destino dipende largamente quello del mercato. E ora qualcosa in quel mondo in cui hanno così prosperato sta cambiando.

ANTEFATTI

Tutto è precipitato in poche ore. Il 5 gennaio i Democratici conquistano a sorpresa i due seggi al ballottaggio della Georgia, assicurandosi così la maggioranza al Senato. Poi, il giorno dopo, l'assalto dei sostenitori di Trump al Campidoglio, che si concluderà con la decisione, prima di Facebook e poi

di Twitter, di bandire il Presidente dalle loro piattaforme.

I mercati hanno archiviato rapidamente la sommossa. Ma non potranno fare altrettanto con il resto.

UNA SVOLTA

Non vogliamo discutere qui di libertà di espressione. Piuttosto, non possiamo non rilevare che il post in cui Zuckerberg annuncia tale scelta è l'ammissione implicita, dopo anni di dibattito, che Facebook e gli altri social network hanno una responsabilità per quello che viene pubblicato. Ossia, non sono solo una "lavagna" su cui ognuno può scrivere ciò che vuole, salvo regole "interne", quindi private.

Il che ha ovvie implicazioni sulla valutazione delle piattaforme. Ora, infatti, con i Democratici al potere, queste

regole interne potrebbero essere scavalcate da un quadro normativo più rigoroso e - soprattutto - pubblico. Il passo "spontaneo" compiuto da Facebook e Twitter dimostra che essi stessi sono consapevoli dell'ineludibilità della questione. La considerazione è che nessun editore e nessun direttore di giornale, in qualsiasi Paese occidentale, si sognerebbero mai di pubblicare senza filtro le lettere dei lettori. Per il semplice fatto che, in caso di contenuto diffamatorio, essi ne sarebbero corresponsabili. La linea d'attacco sostiene che dovrebbe essere così anche per Facebook & C.

LA SFIDA PIÙ GRANDE

In realtà, però, quello della responsabilità editoriale è forse la questione più urgente e simbolica sul tavolo, ma non l'unica. E tutte le Big Tech sono coinvolte.

Il fatto è che il framework normativo riguardante internet è vecchio di oltre vent'anni, mentre l'evoluzione degli attori, in questo lasso di tempo, è stata impressionante. Negli USA, è centrale la **Section 230** del Communications Decency Act, che dal 1996 garantisce alle imprese digitali esenzioni fiscali, l'attenuazione dei vincoli antitrust, e - appunto - l'irresponsabilità degli operatori per i contenuti veicolati dai loro utenti. L'obiettivo era proteggere un settore all'epoca agli albori, impedendo che alcune industrie tradizionali (come le telecom o i media), percependolo come una minaccia, lo soffocassero in culla. Nel 2000, la Direttiva sul Commercio Elettronico (**Direttiva 2000/31/CE**) ha introdotto più o

DSA

Poco prima di Natale, la Commissione Europea ha pubblicato la bozza del Digital Services Act (DSA), che dovrebbe entrare in vigore tra 12-18 mesi. Esso regolamerà l'attività quotidiana delle oltre 10.000 piattaforme qui operanti (il 90% delle quali piccole o medie), imponendo loro degli "obblighi asimmetrici su misura" a favore degli utenti (**vedi tabella 1 in allegato**).

L'architettura del provvedimento, però, è l'istituzione di una nuova categoria di attori, chiamati "gatekeepers" (o "controllori dell'accesso"). Si tratta delle piattaforme che hanno

- una forte posizione economica, un impatto significativo sul mercato interno, e sono attive in diversi Paesi EU;
- una forte posizione da intermediario, ossia mettono in comunicazione una vasta base di utenti e di imprese;
- una posizione consolidata nel tempo.

A contraddistinguere i gatekeepers, quindi, non è tanto la loro attività, quanto la dimensione. In particolare, devono avere un fatturato europeo di almeno 6.5bn di euro e 45 milioni di utenti attivi mensili. Sulla base di questi criteri, al momento sarebbero gatekeepers, solo Google, Amazon, Facebook ed Apple, con parecchie chance, in un futuro prossimo, che lo diventino anche Microsoft, Booking.com, Uber.

Essere gatekeepers significa essere sottoposti a sorveglianza speciale (**vedi tabella 2 in allegato**).

meno gli stessi provvedimenti anche nell'UE.

Ora possiamo dire che quell'obiettivo è stato raggiunto (e oltrepassato): alcune di quelle imprese neonate sono diventate dei giganti (7 delle prime 10 imprese del mondo sono soggetti del mercato digitale) che hanno profondamente scosso non solo le nostre vite ma intere industrie (basti pensare a quella discografica). Ora è chiaro il fraintendimento dei primi legislatori: internet non era un settore a sé, ma una tecnologia dalla vasta applicazione trasversale, come il motore a scoppio alla fine del 1800.

Adesso che tutto è irrinunciabilmente digitale, occorre aggiornare le vecchie norme. Stavolta per proteggere i diritti dei cittadini e dei potenziali nuovi entranti.

Tra l'altro, la lista obblighi/divieti non è fissa, ma può essere aggiornata nel tempo. Il che significa che potrebbe avere effetti "preventivi" rispetto allo sviluppo di nuovi business o pratiche.

Tenuto conto della ratio, oltre che della lettera, la DSA implica:

- **Google:** potrebbe dover condividere alcuni dati con concorrenti come Bing e Yahoo e dovrà cessare di indicizzare i suoi prodotti/servizi (come mappe, hotel e voli) meglio di quelli di parti terze. Secondo alcuni calcoli molto approssimativi, perderà il 10-20% dei suoi ricavi pubblicitari;
- **Amazon:** dovrà rafforzare la separazione con il suo marketplace e ci saranno limitazioni ai modi in cui potrà sfruttare i dati in suo possesso, con implicazioni anche su cloud e logistica;
- **Apple:** probabilmente non dovrà vendere il suo App Store (da cui ricava in Europa \$4bn). Ma non potrà più impedire che le aziende vendano direttamente le loro app o servizi. Spotify, per esempio, potrebbe affrancarsi, facendo risparmiare i propri clienti;
- **Facebook:** non sarà responsabile dei comportamenti illegali dei suoi utenti, ma dovrà vigilare sui contenuti illeciti e, in caso, rimuoverli. Quindi saranno da rivedere il ruolo dei "moderatori" e molti dei suoi algoritmi. Dovrà anche condividere dati con i concorrenti e chiedere consensi specifici ai clienti per incrociare i dati di traffico con quelli "statici".

Se non ottempereranno, le sanzioni potranno arrivare fino ad una multa pari al 10% del fatturato *globale* annuale, e, in

caso di violazioni sistematiche, all'obbligo di disinvestimento dal business.

GLI USA

In Europa, dunque, il break up è previsto, ma solo "se necessario e come opzione di ultima istanza": un deterrente, insomma. Negli USA, invece, lo si sta già attivamente perseguendo.

Lo scorso ottobre, una sotto-Commissione della Camera ha pubblicato un ponderoso **report** che accusa le "4 sorelle" di "pratiche anticompetitive", e chiede al Congresso di provvedere, anche "forzandole ad un break up".

Pochi giorni dopo, il **Dipartimento di Giustizia ha promosso una causa contro Google**. Target: il monopolio nelle ricerche online e nella pubblicità che ne deriva. Dalle indagini preliminari è emerso pure che Mountain View paga

ben \$10bn all'anno ad Apple (non indagata) affinché ostacoli la distribuzione di motori concorrenti.

A dicembre, sono la Federal Trade Commission (l'antitrust USA) e il Dipartimento di Giustizia di ben 48 Stati a promuovere due cause (separate), stavolta **contro Facebook**. La richiesta dei proponenti è clamorosa: Menlo Park deve rivendere Instagram e WhatsApp, acquistate rispettivamente nel 2012 e nel 2014. Per trovare **un'istanza analoga**, occorre risalire al 1998, quando Microsoft venne accusata di distribuire gratis Explorer allo scopo di far fallire Netscape, in violazione dello **Sherman Antitrust Act**. (Per la cronaca, Microsoft fu condannata in primo grado, ma vinse in appello).

MA NON È COSÌ SEMPLICE

Forse non ci si poteva aspettare niente di diverso, nella patria di chi l'antitrust l'ha inventato. Ma la realtà è che è passata un'era geologica dallo "spezzatino" in 34 società della **Standard Oil** di Rockefeller (1911) e da quello **dell'AT&T nelle 7 Bay Bells** (1984). Del resto, lo stesso Sherman è del 1890...

Il fatto è che internet, se non è una sorta di **monopolio naturale**, ci va molto vicino. Il valore aggiunto di piattaforme come Facebook e WhatsApp è proprio la loro scala: per gli utenti ha senso scegliere "quella che usano tutti".

Così come ha senso che gli attori tecnologici riconoscano gli standard dominanti. Quando Apple ha integrato Microsoft Office in iOS, ha preso atto appunto di questo: su internet a volte si compete, a volte si collabora. Ed è tutto da dimostrare che il consumatore ne esca danneggiato.

Anche l'accusa a Google di essere monopolista appare velleitaria: in fondo, se dal suo motore passa oltre il 90% delle ricerche online è perché gli utenti lo scelgono in continuazione, pur non mancando le alternative. Inoltre, è difficile provare che Google faccia pagare un extra prezzo al consumatore in virtù della sua posizione dominante.

Tutte obiezioni che gli avvocati delle Big Tech sollevaranno. Con molte ragioni, che trascineranno le cause per anni (il procedimento contro Google, per esempio, arriverà in aula non prima del 2023).

Per una volta, quindi, sembra che sia l'Europa quella più al passo con i tempi. In questo senso, la DSA probabilmente sarà un modello per il Congresso USA, che al momento pare un po' più indietro nella discussione.

PERÒ...

Bloomberg, infatti, non assegna più del 50% di probabilità che una legge sulla concorrenza tra le piattaforme internet veda la luce nel giro di 1-2 anni.

Ma una nuova regolamentazione (inclusa una web tax) delle Big Tech era nel programma elettorale di Biden, e l'ala sinistra dei Democratici (capitanata da Elizabeth Warren) la sta chiedendo a gran voce. La conquista della maggioranza al Senato renderà il percorso più facile, mentre l'assalto al Campidoglio sarà un acceleratore.

Del resto, per quanto possa sembrare strano, le Big Tech non hanno molti amici a Washington (né in Europa): sono spesso accusate di pagare poche tasse e di calpestare la privacy degli utenti (tutte), di accumulare troppo potere (Google), di essere sfrontate di fronte alla legge (Facebook, Google), di sfruttare i lavoratori (Amazon, Apple). Prendiamo per esempio Facebook: anche senza arrivare a condividere tesi apocalittiche come quella che identifica la sua creatura con **"la macchina della fine del mondo"**, Zuckerberg è famoso per certi metodi spicci. "Meglio comprare che competere"

scrisse in occasione dell'acquisto di Instagram. Nel 2012 concordò alcune azioni con la FTC per rimediare a violazioni della privacy: 7 anni dopo pagò una multa da 5bn per non averlo fatto. Nel mezzo, almeno una dozzina di audizioni al Congresso (tra cui quella per lo scandalo **Cambridge Analytica**) in cui si scusava per le inadempienze e i passi falsi e prometteva cambiamenti. E che dire di quando, nel 2019, presentò Libra (ora Diem), la "sua" criptovaluta, sottolineandone l'ambizione di diventare la "nuova divisa di riserva destinata a soppiantare il dollaro"? Governi e banchieri centrali di tutto il mondo sobbalzarono sulla sedia. Perché sapevano che ne aveva davvero il potenziale.

SONO DUNQUE FINITE LE VACCHE GRASSE?

Di sicuro è aumentata l'intensità dei venti contrari. Hanno beneficiato della pandemia: è plausibile che vengano trascurate man mano che avanza la campagna vaccinale. In subordine, c'è il rischio web tax e normativo. Ma da qui a darle per spacciate ce ne corre.

Intanto perché, come accennato, le azioni antitrust saranno lunghe e dall'esito tutt'altro che scontato. Anche ignorando le richiamate specificità del mondo internet, francamente la richiesta di un loro break up poggia su basi legali fragili. Per restare sul caso Facebook, magari il fatto di trovarsi di fronte una società disposta a pagare 1bn per Instagram (all'epoca 13 dipendenti e zero utili) e 19bn per WhatsApp (55 dipendenti e sempre zero utili) avrebbe dovuto far pensare i funzionari della FTC. Però le acquisizioni sono state regolarmente autorizzate: non esistono precedenti di un ripensamento dell'antitrust a distanza di quasi 10 anni. Ne va del principio della certezza del diritto, sulla base del quale Facebook ha fatto cospicui investimenti. Ipotizzare delle multe, invece, non è irrealistico.

In ogni caso, le Big Tech hanno sicuramente fantasia e risorse insospettite, anche se dovesse arrivare una stretta regolamentare tale da far perdere loro, in ultima analisi, quote di mercato.

Per esempio, potrebbero girare a loro favore l'obbligo di vigilanza sui contenuti illegali e la responsabilità che ne deriverebbe: basterebbe un accordo con gli editori tradizionali. Facebook e Google pagherebbero loro una commissione, in cambio di contenuti affidabili. Ne guadagnerebbero tutti: gli editori potrebbero finalmente attrarre traffico sui loro siti, e le due piattaforme, oltre a

Gode inoltre di parecchio credito anche la posizione di chi, come Philippon (**qui** e **qui**), sovverte il luogo comune che considera le Big Tech come dei santuari dell'innovazione: in realtà, attraverso la pratica sistematica di eliminare i concorrenti nascenti, la ucciderebbero.

Così anche i Repubblicani sarebbero contenti di varare una legge che aumenti gli stanziamenti all'antitrust (magari finanziati dagli stessi vigilati), che renda più facile bloccare certe operazioni, e che inverta l'onere della prova: dovrebbero essere le stesse aziende acquirenti a provare che l'operazione prospettata non è anticoncorrenziale.

poter ridurre rischi e costi di monitoraggio, si ripulirebbero l'immagine. Le piattaforme alternative che potrebbero svilupparsi (tipo Parler, per intenderci) sarebbero comunque troppo piccole per impensierirle, e in ogni caso esposte a provvedimenti delle Autorità. Qualcosa in questo senso si sta già muovendo (**vedi accordo Google/editori in Francia**).

C'è anche la possibilità concreta che, inibita la crescita nel business tradizionale, le Big Tech si espandano in altri ambiti, non sempre ovvi: hanno soldi e know how per tentare qualsiasi strada. Facebook da tempo pensa ad un nuovo sistema di pagamento. Amazon alla TV e ai satelliti. Apple ai veicoli elettrici. Google ai sistemi smart home. E sono solo i progetti noti.

Ma forse la carta vincente che queste aziende hanno davvero da giocare è la sfida tecnologica tra USA e Cina. Questo è probabilmente l'unico ambito su cui Biden agirà in continuità rispetto a Trump, e indebolire le aziende americane sarebbe un suicidio strategico. Anzi, al Presidente servirà un'alleanza con esse per evitare il ripetersi di certi errori del passato, che per esempio hanno portato Huawei a sviluppare in tempi record un sistema operativo (Harmony OS) che farà concorrenza ad Android (che è di Google).

Da questa prospettiva, la cosa migliore è che le Big Tech restino big...

LA NUOVA LEGGE SUI SERVIZI DIGITALI: COSA CAMBIA

Tutti gli intermediari online che offrono i loro servizi nel mercato unico, sia stabiliti nell'UE che al di fuori dell'UE, dovranno rispettare le nuove norme.

Obbligo per le piattaforme di grandi dimensioni (ovvero quelle che raggiungono oltre il 10% della popolazione dell'UE) di prevenire abusi dei loro sistemi realizzando interventi basati sui rischi e tramite audit indipendenti mirati sulle proprie attività di gestione del rischio.

Misure in materia di **trasparenza** di ampia portata per le piattaforme online, anche rispetto agli algoritmi utilizzati per i suggerimenti.

Norme sulla **tracciabilità** degli utenti commerciali nei mercati online, per facilitare l'identificazione dei venditori di merci illegali.

Appositi **codici di condotta e norme tecniche** aiuteranno le piattaforme a conformarsi alle nuove norme.

Ricercatori specializzati avranno **accesso ai dati** delle piattaforme principali, per analizzarne il funzionamento.

Misure per contrastare merci, servizi o **contenuti illegali** online. E' previsto un meccanismo che permette agli utenti di segnalare tali contenuti e consente alle piattaforme di collaborare con "segnalatori attendibili".

Rafforzamento e ulteriore chiarimento delle **condizioni per le esenzioni di responsabilità**: le piattaforme e gli altri intermediari non sono responsabili del comportamento illecito degli utenti a meno che non siano a conoscenza di atti illeciti e non provvedano ad eliminarli.

Le **norme** relative all'eccezione di responsabilità saranno **armonizzate e uniformi** in tutta l'UE grazie a un regolamento direttamente applicabile.

Tutela per gli utenti, tra cui la possibilità di contestare le decisioni prese dalle piattaforme in merito alla moderazione dei contenuti.

Sarà garantito che **le piccole piattaforme online** non siano soggette ad obblighi sproporzionati, ma conservino la capacità di assumersi la responsabilità per i contenuti.

Le piccole imprese e le microimprese sono esentate dagli obblighi più onerosi, ma libere di applicare le migliori pratiche per assicurare il proprio vantaggio competitivo.

Creazione di una struttura di vigilanza adeguata alla complessità dello spazio online: gli Stati membri svolgeranno il ruolo principale, sostenuti da un nuovo comitato europeo per i servizi digitali; per le piattaforme di grandissime dimensioni, la Commissione interverrà per potenziare la vigilanza e l'applicazione delle norme.

La nuova legge sui servizi digitali **non pregiudica la normativa sulla privacy**, in particolare il GDPR.

GLI OBBLIGHI DEI GATEKEEPERS

Dovranno consentire alle terze parti di usufruire dei loro servizi in certe specifiche situazioni.

Dovranno consentire ai loro clienti business di accedere ai dati che essi e i loro clienti generano sulla piattaforma.

Dovranno fornire alle aziende che fanno pubblicità sulle loro piattaforme gli strumenti e i dati necessari per compiere verifiche in proprio (o indipendenti) del traffico gerato.

Dovranno consentire ai loro clienti business di promuovere le loro offerte e concludere contratti con i loro clienti anche al di fuori della piattaforma del gatekeeper.

Dovranno consentire alle autorità di vigilanza l'accesso in ogni momento ai loro database e algoritmi.

I DIVIETI

Non potranno trattare (o indicizzare) prodotti e servizi da loro stessi offerti, in modo più favorevole rispetto a quelli simili di parti terze partecipanti alla piattaforma.

Non potranno impedire ai consumatori di relazionarsi direttamente con le aziende fuori dalla piattaforma.

Non potranno impedire di disinstallare qualsivoglia software o app se l'utente desidera farlo.