

# LA ROSA DEI VENTI



**1 Giugno 2020**



## LA ROSA DEI VENTI

### ★ Next Generation ★

Si respira un tiepida aria di cambiamento in Europa. Il 27 maggio u.s. la Commissione Europea ha portato avanti la proposta, nata dall'iniziativa della cancelliera tedesca Angela Merkel e del presidente francese Emmanuel Macron, di un pacchetto di aiuti, inizialmente previsto da 500 miliardi di euro ma poi incrementato in sede di Commissione e portato a 750 miliardi. Nato sotto l'iniziale appellativo di "Recovery Fund", ora questo strumento di politica economica viene denominato "Next Generation EU" con il chiaro intento di proiettarsi verso un nuovo concetto di Europa comunitaria.

Il coronavirus ha scosso l'Europa ed il mondo dalle fondamenta, colpendo duramente il sistema sanitario e del welfare, le nostre società, le nostre economie ed il nostro modo di vivere e di lavorare. Per proteggere le nostre vite e le modalità di sussistenza delle famiglie e delle imprese, soccorrere ogni singolo Paese e mercato e permettere la costruzione di un prospero recupero, la Commissione Europea sta predisponendo di utilizzare il budget europeo al suo pieno potenziale. Il fondo "Next Generation EU" da 750 miliardi di euro andrà a rafforzare il budget complessivo messo a disposizione dell'Unione Europea 2021-2027, portando la "potenza di fuoco" a 1,85 trilioni di euro, ai quali andranno aggiunti i 540 miliardi di euro di fondi SURE, MES e BEI.

Il presidente della Commissione Europea Ursula von der Leyen ha detto: "Il piano di recupero mira a trasformare l'immensa sfida che stiamo affrontando in una opportunità, non solo come supporto alla ripresa ma anche investendo nel nostro futuro: il "green deal" europeo e la digitalizzazione spingeranno lavoro e crescita, la resilienza delle nostre società e la salute del nostro ambiente. Questo è il momento dell'Europa. La nostra buona volontà di agire deve convivere con le sfide che noi tutti stiamo affrontando.

Con il Next Generation EU stiamo offrendo una ambiziosa risposta."

Tornando al fondo, verrebbe istituito nell'ambito del bilancio dell'UE e finanziato da prestiti aggiuntivi con l'obiettivo di offrire sovvenzioni agli Stati membri più colpiti. I bond sarebbero emessi dalla Commissione Europea e sarebbero rimborsati dal bilancio della UE. Se approvato, questo Next Generation supererà di gran lunga qualsiasi altra spesa del bilancio della UE e sarà rimborsato congiuntamente da tutti gli Stati membri in proporzione alle regole di «capital keys» (una misura che dipende dalla popolazione e dal PIL degli Stati membri). La proposta avanzata dai due più importanti leader europei deve ancora superare alcuni ostacoli prima di realizzarsi. Il più importante è l'approvazione unanime dei 27 Stati membri (non solo la maggioranza di essi).



L'opposizione più forte per ora è arrivata dai cosiddetti «frugal four» (Austria, Danimarca, Paesi Bassi, Svezia) che si sono mostrati contrari all'idea di fornire sovvenzioni ad altri paesi, soprattutto i più deboli, temendo che questa decisione possa aprire le porte alla mutualizzazione del debito all'interno dell'UE. Questi quattro paesi supportano l'idea di fornire aiuti finanziari ai paesi maggiormente colpiti, ma in forma di prestiti e non di sovvenzioni, e solo se i prestiti saranno destinati a specifici progetti. Sostengono inoltre che l'assistenza finanziaria dovrebbe intendersi solo per un periodo limitato.

La proposta potrebbe essere però il primo segnale importante che il progetto europeo si sta finalmente avvicinando all'obiettivo, tanto ricercato, di una maggiore integrazione fiscale e che in tempi di difficoltà i leader europei stiano finalmente dimostrando una visione di solidarietà comune. La posta in gioco è così alta che è necessario trovare un accordo almeno sulla dimensione totale del fondo e su quanto aiuto sarà dato sotto forma di sovvenzioni o

prestiti. Il maggior beneficiario di questo fondo sarebbe l'Italia, in quanto le somme ricevute sotto forma di sovvenzioni non sarebbero conteggiate come debito aggiuntivo consentendo al rapporto debito/PIL di rimanere a livelli accettabili invece di salire verso i nuovi massimi storici. Inoltre il tasso di interesse da riconoscere sui prestiti ricevuti permetterebbe all'Italia di finanziarsi a tassi prossimi allo zero (per un lungo termine), nettamente inferiori al costo dell'emissione attuale del debito pubblico. L'allargamento dello spread (il differenziale di rendimento fra i titoli del nostro Paese e quelli tedeschi), che la pandemia del coronavirus ha prontamente allargato, dovrebbe di conseguenza tornare a restringersi.





Il Next Generation è importante anche dal punto di vista politico, in quanto uno dei due paesi che lo promuovono è proprio la Germania che si è finora sempre mostrata contraria ad una mutualizzazione del debito. La Germania è anche il paese che qualche settimana fa ha colpito duramente le istituzioni europee con la sentenza della sua Corte Suprema contro la BCE e la Corte di giustizia europea. Il mercato ha interpretato il gesto della Merkel come un segno che la vera volontà politica tedesca sia quella di rafforzare l'Unione Europea e non di spezzarla. L'approvazione del Next Generation potrebbe anche ridurre lo scetticismo dei partecipanti al mercato sulla validità a lungo termine del progetto europeo. Di conseguenza potrebbe anche comportare che l'enorme sconto delle azioni europee rispetto alle azioni statunitensi inizierà, forse, a retrocedere almeno un po'.

Questo sconto è il più alto di sempre se misurato in termini di differenziale P/E atteso, come mostrato nel grafico. Nella parte superiore l'evoluzione del rapporto P/E sull'S&P500 e sull'Euro Stoxx50, mentre nella parte inferiore il differenziale tra le due misure. Se si aggiunge che i paesi europei sono più avanti nel processo di riapertura delle loro economie e che il numero di nuovi contagi sta diminuendo sempre di più, mentre negli US sono ancora stabili a 20.000 al giorno, gli operatori del mercato dovrebbero essere più propensi a considerare alcuni titoli a basso costo nel vecchio continente.



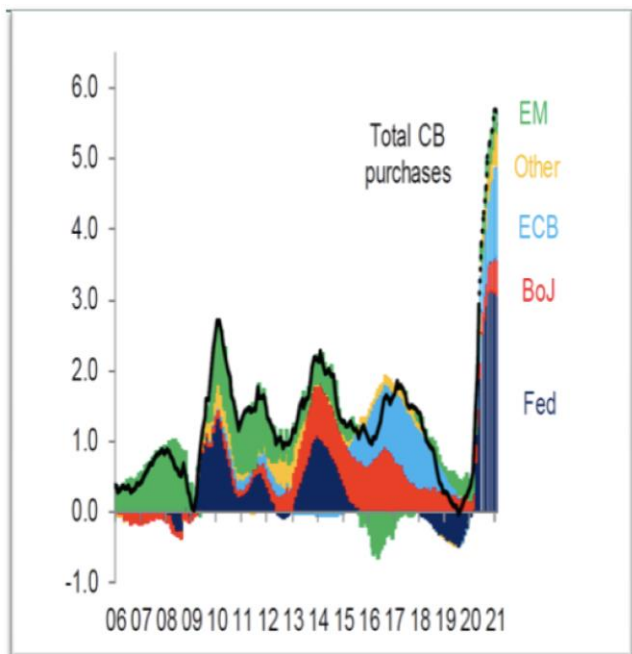
Fonte: Bloomberg, dati al 25 maggio 2020.



Gli stimoli fiscali sono la indispensabile risposta che i Governi di tutto il mondo stanno adottando per approntare la caduta economica senza precedenti che il lockdown ha e sta comportando.

Gli Stati Uniti si dimostrano ancora una volta i più veloci nell'adottare misure di aiuto mentre l'area Euro si caratterizza sempre per la sua "viscosità" decisionale. Va riconosciuto però un netto miglioramento dei processi comunitari con una velocità di attivazione fino a poco tempo fa quasi impensabile. Il precedente e primo intervento sperimentato nella zona Euro, quello sul debito pubblico della Grecia del 2010, richiese quasi quattro anni prima di attuarsi oltre ad una serie di innumerevoli errori, che portarono ad una profonda recessione economica dagli umilianti risvolti sociali per la popolazione. Il Recovery Plan messo in luce oggi dalle autorità comunitarie è stato messo in moto quasi immediatamente sia per l'enorme gravità attuale ma anche, appunto, per il non ripetersi di questo precedente. Oltre alla risposta fiscale che, poco alla volta, sta arrivando da tutto il mondo, la più potente azione sinora intrapresa è quella che proviene, ancora una volta, dalla Banche Centrali con capofila la FED americana. Quest'ultima ha nuovamente portato i tassi di interesse prossimi allo zero (in zona euro sono già sotto lo zero di mezzo punto) ma, soprattutto, adottando una espansione del proprio bilancio dai confini questa volta illimitati, prima volta nella storia dei 106 anni della Banca americana.

L'obiettivo è quello di fornire risorse, tramite l'acquisto di titoli del debito statale e locale americano ma anche di quello delle imprese private, per offrire sostegno diretto alle famiglie, alle imprese, ai consumatori, alle città ed agli Stati. Oltre alla Fed anche la Banca Centrale Europea e le altre grandi del pianeta (da quella giapponese a quella inglese fino ad alcune di paesi emergenti, queste ultime almeno sul fronte tassi di interesse) si stanno muovendo con imponenti misure di stimolo monetari e di liquidità senza precedenti, con il chiaro intento di evitare a tutti i costi una crisi finanziaria che darebbe un impatto tremendo alla attuale crisi economica, sociale e sanitaria.

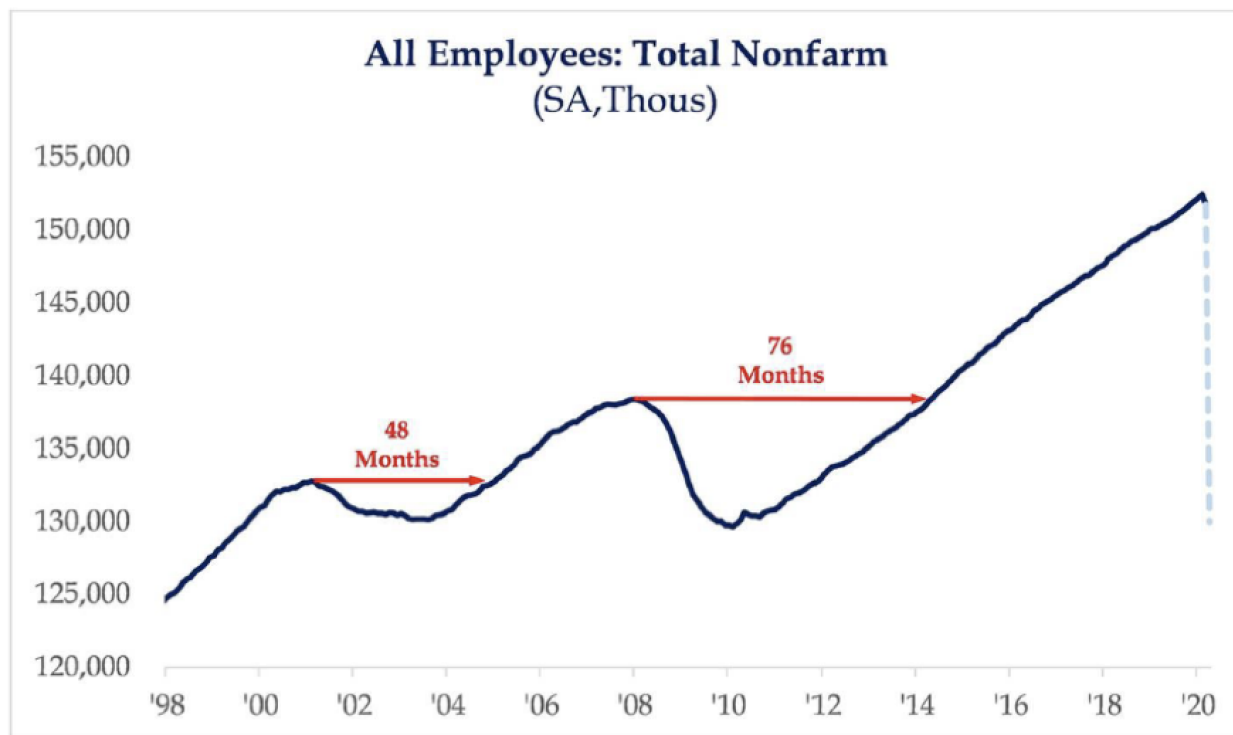


Source: Barclays, Citi, Apr 2020.



I mercati finanziari, dopo la disastrosa caduta del mese di marzo, hanno risposto a queste misure monetarie e fiscali con un poderoso recupero, ampliando però notevolmente il differenziale fra quotazioni finanziarie e dati provenienti dall'economia reale. Primo fra tutti quello sull'occupazione. Se da un lato gli Stati Uniti si dimostrano l'area economica più potente in termini di politiche economiche e monetarie, dall'altro lato si confermano anche l'area più brutale e meno tutelante per il lavoro delle persone. In poco meno di due mesi quaranta milioni di americani (su centocinquantadue...) impegnati nei settori non agricoli sono rimasti a casa dal lavoro. Una caduta così violenta non la si vedeva dai tempi della grande depressione degli anni trenta.

È vero che tanto prima il virus verrà sconfitto tanto prima si recupererà dal punto di vista occupazionale, ma i tempi potranno essere lunghi, più lunghi di quanto i mercati finanziari stimino oggi. L'economia degli Stati Uniti, che basa la propria crescita per due terzi sui consumi delle famiglie, rappresenta più di un quarto della crescita mondiale. È evidente che una forte caduta occupazionale americana come quella attuale (ma anche di tanti altri paesi del mondo) rappresenti un punto di attenzione assoluta sulla ripresa della domanda aggregata. Le imprese, inoltre, nel tentativo di mantenere o ridurre al minimo l'impatto sui margini (utili) saranno fortemente impegnate in un disperato controllo dei costi, primo fra tutti proprio quello occupazionale.



Source: [Strategas](#)



Caduta degli utili ed aumento delle quotazioni hanno portato le valutazioni azionarie in territori molto molto cari, in particolare per quei titoli e settori (come il tecnologico americano) che hanno beneficiato dal periodo di lockdown. Non possiamo minimizzare l'effetto positivo della liquidità che rimarrà abbondante sul mercato ed i tassi di interesse che rimarranno bassi per chissà quanto tempo (entrambi fattori positivi per l'appetito per il rischio, in particolare per il mercato azionario) ma consigliamo comunque di mantenere un atteggiamento prudentiale e di sottopeso sull'asset class. Per contro, i titoli obbligazionari emessi da emittenti corporate, in particolare del segmento Investment grade (quei titoli cioè comprati dalle Banche Centrali) ma anche governativi (come i treasury US ma anche i nostri BTP italiani) esprimono un rendimento, corretto per il rischio, che giudichiamo efficiente.

**Massimo Jakelich e Global Team Azimut**  
1 giugno 2020