

# Accordo UE: una risposta potente in grado di sostenere ulteriormente gli asset dell'UE e gli investimenti ESG



**Didier BOROWSKI**  
Head of Global Views



**Eric BRARD**  
Head of Fixed Income



**Kasper ELMGREEN**  
Head of Equities

- L'accordo raggiunto tra i leader dell'UE al termine del più lungo Consiglio europeo della storia per la definizione di un pacchetto complessivo di 1824 Mld € - tra cui il Quadro Finanziario Pluriennale (QFP) e lo strumento Next Generation EU (NGEU) - è un risultato significativo e positivo nel breve termine per le attività dell'UE.
- Il Recovery Fund aumenterà la resilienza dell'UE, ma non stabilizzerà l'attività nei prossimi 12 mesi. Infatti, questo fondo non sarà operativo prima del 1° trimestre del 2021. L'impatto economico si farà sentire solo nel 2022. Le politiche di stabilizzazione ciclica restano pertanto di competenza degli Stati.
- Tuttavia, l'accordo sul bilancio rappresenta un significativo passo avanti e un cambiamento per l'Unione europea. Per la prima volta, l'UE mobilerà il bilancio in modo anticiclico. La politica fiscale diventa quindi uno strumento di stabilizzazione in caso di crisi.
- Riteniamo che il Recovery Fund sia uno strumento permanente per promuovere la convergenza reale tra i paesi dell'Unione europea. I prestiti consentiranno ai paesi fragili (quelli più colpiti) di assumere debito a lungo termine a tassi che non otterrebbero singolarmente, grazie al rating tripla A della Commissione europea. Per la prima volta la Commissione europea emetterà debito per conto dell'UE con l'obiettivo della convergenza e della redistribuzione tra i paesi. Non è un gioco a somma zero. Le somme prese in prestito dovranno essere rimborsate ma non prima del 2028 (ed entro il 2058). Ciò significa che tutti i paesi dell'UE (inclusi i contributori netti) beneficeranno di questo massiccio indebitamento nei prossimi anni.
- Il nuovo debito emesso dalla Commissione per conto degli Stati membri dovrebbe consolidare lo status di valuta di riserva internazionale dell'euro in un momento in cui il ruolo del dollaro statunitense potrebbe essere messo in discussione a causa del peggioramento delle finanze pubbliche. Inoltre, ciò sarà rilevante anche per gli investitori obbligazionari, in quanto in un mondo "a corto di attività sicure" i nuovi titoli di debito offriranno un bacino ampio e liquido di asset con un rating elevato, per soddisfare la domanda degli investitori. Riteniamo che l'emissione di un elevato volume di debito comune dovrebbe incoraggiare gli investitori stranieri a considerare l'UE nel suo insieme e non come il puzzle dei singoli emittenti.
- Per quanto riguarda le azioni, l'approvazione del Recovery Fund è stata uno dei cinque pilastri che hanno portato ad una rivalutazione dei prezzi delle azioni UE in termini assoluti e relativi. Continuiamo a intravedere un potenziale di rialzo rispetto ai livelli attuali, soprattutto se - come crediamo - la ripresa ciclica continuerà. Mentre le azioni europee nel complesso sono destinate a trarne vantaggio, riteniamo che ciò sia particolarmente positivo per i titoli finanziari e per i paesi periferici.
- Per quanto riguarda il reddito fisso dell'UE, i mercati del credito probabilmente hanno più spazio per una ulteriore compressione dei differenziali, che non hanno ancora raggiunto il minimo storico. Ma il contesto generale potrebbe diventare più difficile, con più eventi idiosincratichi. I titoli governativi periferici dovrebbero beneficiare dal Recovery Fund, anche se ora hanno valutazioni abbastanza elevate. La reazione del mercato al raggiungimento dell'accordo suggerisce che i mercati si aspettavano un risultato positivo. Per un'ulteriore discesa, gli spread sovrani avranno bisogno di più carburante e, chiaramente, ciò dipenderà dal ritmo della ripresa e dalla capacità dei paesi periferici di trarne pieno vantaggio, in particolare l'Italia.
- La significativa allocazione di risorse per i progetti sul cambiamento climatico/ambientali dovrebbe contribuire a incentivare gli investimenti legati all'ESG sia nel reddito fisso, con il mercato dei green bond in crescita sia in termini di asset che di diversificazione, che in azioni.

## LA VISIONE DI INSIEME

### i principali aspetti dell'accordo dell'Unione Europea

Al termine del più lungo Consiglio Europeo della storia, i leader europei hanno trovato l'accordo su un pacchetto di complessivi 1824 Mld € che combina il **Quadro Finanziario Pluriennale (QFP)** e uno stimolo straordinario per la ripresa che prende la forma del fondo **Next Generation EU (NGEU)**.

In base all'accordo, la Commissione potrà contrarre prestiti sul mercato per un importo massimo di 750 Mld €: di questi 390 Mld € saranno distribuiti sotto forma di sovvenzioni e 360 Mld € come prestiti.

I quattro paesi fragili (Paesi Bassi, Austria, Svezia e Danimarca), sostenuti tardivamente da un quinto paese (Finlandia), si sono opposti a qualsiasi forma di mutualizzazione del debito, in quanto i trasferimenti sarebbero stati destinati a paesi che ritenevano spendessero eccessivamente.

## Next Generation EU, Mld Euro



Fonte: Consiglio Europeo, dati al 21 luglio 2020.

Per raggiungere un accordo gli altri Stati membri dell'UE hanno quindi dovuto fare delle concessioni:

- La quota di sovvenzioni è scesa al di sotto della soglia simbolica di 400 Mld €, che era il minimo richiesto da Francia, Germania e dai paesi dell'Europa meridionale.
- I Paesi frugali hanno ottenuto un ulteriore aumento degli "sconti" (tuttavia rimangono contributori netti).

**Per entrare formalmente in vigore, questo accordo richiede l'approvazione dei parlamenti di molti Paesi, prolungando i tempi probabilmente fino alla fine dell'anno.**

**Segnaliamo inoltre che** (cfr. i dettagli nel riquadro della pagina successiva):

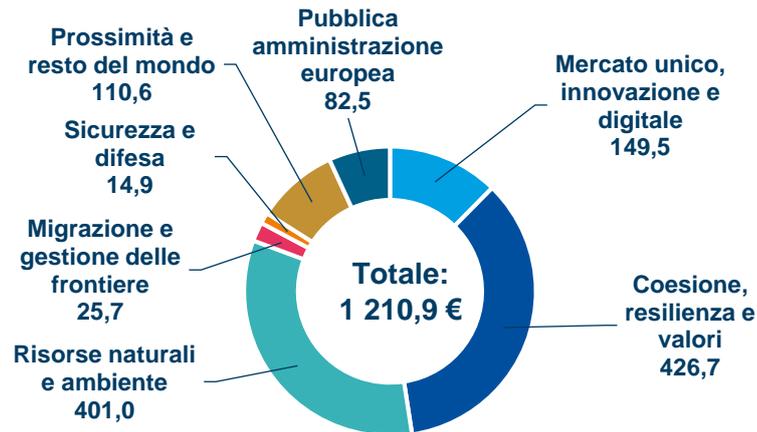
- La logica di ripartizione è praticamente invariata rispetto alla proposta originaria della Commissione Europea.
- Gli Stati avranno il diritto di controllare gli importi erogati (ma **nessun paese avrà il diritto di veto**).
- L'accento è posto sulla transizione energetica (il 30% delle spese sarà dedicato a questo settore).
- Gli europei intendono creare una fonte di risorse proprie entro il 2021, che può essere aumentata nel tempo.
- Gli europei non hanno fatto alcuna concessione sul rispetto dello Stato di diritto.

**In ultima analisi, si tratta di molto di più di un semplice pacchetto di stimoli.** Da un punto di vista fondamentale, **si tratta di un passo molto significativo. Per la prima volta l'UE mobiliterà il bilancio in modo anticiclico.** La politica fiscale diventa quindi uno strumento di stabilizzazione in caso di crisi. **Riteniamo che il Recovery Fund sia uno strumento permanente per promuovere una reale convergenza.**

- I prestiti consentiranno ai paesi fragili (quelli più colpiti) di assumere debito a lungo termine a tassi che non otterrebbero singolarmente, grazie al rating tripla A della Commissione Europea.
- Per la prima volta la Commissione Europea emetterà debito per conto dell'UE con l'obiettivo della convergenza e della redistribuzione tra i Paesi.
- Non è un gioco a somma zero. Le somme prese in prestito dovranno essere rimborsate, ma non prima del 2028 (ed entro il 2058). Ciò significa che tutti i paesi dell'UE (inclusi i contributori netti) beneficeranno di questo prestito massiccio nei prossimi anni.

## Bilancio UE 2021-27 (Mld, euro)

**"Per la prima volta l'UE mobilerà il bilancio in modo anticiclico. La politica fiscale diventa quindi uno strumento di stabilizzazione in caso di crisi".**



Fonte: Consiglio Europeo, dati al 21 luglio 2020. Quadro finanziario pluriennale a prezzi correnti

### DETTAGLI DELL'ACCORDO

#### Allocazione dello Strumento per la Ripresa e la Resilienza (Recovery and Resilience Facility - RRF)

"Il piano assicura che le somme vadano ai Paesi e ai settori più colpiti dalla crisi: il 70% delle sovvenzioni del meccanismo di recupero e di salvataggio deve essere impegnato nel 2021 e nel 2022 e il 30% entro la fine del 2023. Il criterio di ripartizione degli stanziamenti del RRF nel 2021-2022 è stabilito conformemente alla proposta della Commissione, tenendo conto del tenore di vita, delle dimensioni e dei livelli di disoccupazione degli Stati membri. Per gli stanziamenti riferiti al 2023 il criterio della disoccupazione sarà sostituito dal calo del PIL reale nel 2020 e nel 2021."

#### Condizionalità

"Se, in via eccezionale, uno o più Stati membri ritengono che vi siano gravi scostamenti dal soddisfacente raggiungimento dei pertinenti target intermedi e finali, possono chiedere che il presidente del Consiglio europeo rinvii la questione al successivo Consiglio europeo".

#### Azione per il clima

"Il 30% della spesa totale del QFP e del Next Generation UE sarà destinato a progetti legati al clima. Le spese previste dal QFP e dal Next Generation UE saranno conformi all'obiettivo di neutralità climatica dell'UE entro il 2050, agli obiettivi climatici dell'UE per il 2030 e all'Accordo di Parigi".

#### Risorse proprie

"I leader UE hanno concordato di fornire all'UE nuove risorse per ripagare i fondi raccolti dal Next Generation UE. Essi hanno concordato su una nuova entrata basata sui rifiuti di plastica non riciclati che si applicherà a decorrere dal 2021. Nello stesso anno la Commissione dovrebbe presentare una proposta per una misura di adeguamento del carbonio e un prelievo digitale, entrambi introdotti entro la fine del 2022".

#### Stato di diritto

"Gli interessi finanziari dell'Unione saranno tutelati conformemente ai principi generali contenuti nei trattati dell'Unione, in particolare i valori di cui all'articolo 2 TUE. Il Consiglio europeo sottolinea inoltre l'importanza del rispetto dello Stato di diritto. Sulla base di questo scenario, sarà introdotto un regime di condizionalità per proteggere il bilancio dell'Unione e di Next Generation UE".

### **Il divario nord/sud è meno pronunciato che durante la crisi del debito sovrano**

Questo Consiglio europeo - il più lungo della storia dell'Unione europea - ricorda per molti versi gli incontri per salvare la Grecia e l'unione monetaria. Ci sono alcuni elementi in comune con la crisi del debito sovrano. Come nel 2010, l'Unione è divisa tra nord e sud. Ma c'è una grande differenza: **oggi la Germania ha cambiato schieramento e il fronte settentrionale si è fratturato**. I Paesi Bassi sono stati in grado di unire altri piccoli paesi che, come loro, non hanno fiducia nella capacità dei paesi del Sud in generale, e dell'Italia in particolare, di riformarsi o nella capacità della Commissione di applicare la disciplina di bilancio. Detto questo, non c'è nulla in comune tra la crisi greca e le conseguenze della pandemia. Angela Merkel ed Emmanuel Macron sono rimasti uniti per tutta la durata dei negoziati. L'opposizione dei 5 paesi frugali dimostra tuttavia che anche senza il Regno Unito, la Francia e la Germania non possono garantire un accordo da soli.

### **Recovery Fund: un vero passo avanti per l'Europa**

**Questo Fondo aumenterà la resilienza dell'UE, ma non stabilizzerà l'attività nei prossimi 12 mesi.** In effetti, il Recovery Fund non sarà operativo prima del 1° trimestre 2021. L'impatto economico si farà sentire solo nel 2022. Le politiche di stabilizzazione ciclica restano pertanto di competenza degli Stati. I governi aspettavano di vedere cosa si stava facendo a livello europeo prima di mettere in atto nuove misure.

**Questo Consiglio europeo consente all'Ue di dotarsi di uno strumento di debito comune, che rappresenta un reale passo avanti per l'Eurozona per almeno tre ragioni:**

- (1) Di fatto, l'unico strumento di debito a svolgere questo ruolo nell' Eurozona è il Bund tedesco (e la sua scarsità ha contribuito a spingere il suo rendimento in territorio negativo),
- (2) Il mondo è "a corto di attività sicure" e pertanto un debito elevato e liquido con rating elevato soddisferà la domanda degli investitori;
- (3) L'emissione di un elevato volume di debito comune dovrebbe incoraggiare gli investitori stranieri a considerare l'UE nel suo insieme e non come il puzzle dei singoli emittenti.

Confrontando l'Europa con gli Stati Uniti, è chiaro che l'UE ha meno squilibri (meno debito pubblico, un ampio surplus con l'estero), mentre gli squilibri stanno crescendo rapidamente negli Stati Uniti (in particolare il rapporto debito pubblico/PIL). **In altre parole, questo nuovo debito emesso dalla Commissione per conto degli Stati membri dovrebbe consolidare lo status di riserva internazionale dell'euro in un momento in cui il ruolo del dollaro statunitense potrebbe essere rimesso in discussione a causa della deriva delle finanze pubbliche.**

### **I prossimi passi e il ruolo della BCE**

Questo Fondo offre ai paesi del Sud (e in particolare all'Italia) l'opportunità di ri-convergere verso il resto della zona euro. Era necessario acquisire del tempo. **Il sostegno congiunto della BCE e dell'UE offre un'opportunità unica per affrontare la crescente frammentazione economica dell'area.** Ma sarebbe un errore credere che l'essenziale sia stato fatto.

L'unione monetaria deve essere completata, l'Unione dei mercati dei capitali (Capital Market Union, CMU) approfondita, l'unione bancaria raggiunta e le ambiziose riforme attuate nei paesi del Sud (e in Italia in particolare), che sono l'unico modo per aumentare la crescita potenziale nel medio termine.

**La strada che ci attende sarà lunga e difficile, ma l'Europa crisi dopo crisi ha dimostrato di essere in grado di affrontare le sfide.**

In questo contesto, la BCE dovrà proseguire i propri programmi, assicurare che le condizioni monetarie restino accomodanti e combattere la frammentazione finanziaria. Detto questo, sarà senza dubbio aiutata da questo piano europeo, che dovrebbe migliorare la fiducia degli investitori europei riguardo alla stabilità dei paesi più colpiti dalla crisi.

*"Questo Consiglio europeo permette all'Ue di dotarsi di uno strumento di debito comune, che rappresenta un reale passo avanti per l'Eurozona".*

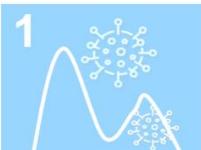
*"La BCE dovrà proseguire i suoi programmi, assicurare che le condizioni monetarie restino accomodanti e combattere la frammentazione finanziaria".*

## VIEW SULLE AZIONI EUROPEE

Riteniamo che l'accordo fungerà da catalizzatore per i mercati azionari europei. La reazione del mercato è molto positiva. Da inizio mese l'Eurostoxx registra un rialzo di quasi il 6%. Come abbiamo recentemente sottolineato nell'articolo "[Time to play a cyclical recovery in European Equities](#)", l'approvazione del Recovery Fund a supporto dell'economia dell'UE è stata uno dei cinque temi a sostegno della view positiva sulle azioni UE. Offre al mercato un potenziale di rialzo significativo rispetto alle obbligazioni e, in termini relativi, rispetto al mercato statunitense. Le azioni europee potrebbero beneficiare di una buona performance assoluta e relativa nel breve termine, man mano che questa ripresa ciclica prosegue. L'accordo invia un messaggio politico forte ed è un passo importante verso una risposta politica coordinata. Il contesto è caratterizzato dal fatto che a volte le azioni europee sono state considerate un mercato 'spezzato', appesantito dal rischio di ridenominazione e dal rischio di disgregazione della UE. I rischi restano, ma questa azione coordinata è importante per ridurre tali rischi. Aumenterà probabilmente l'interesse per le azioni europee, che da lungo tempo registrano tassi di interesse e flussi molto bassi. **Mentre le azioni europee nel complesso sono destinate a trarne vantaggio, riteniamo che ciò sia particolarmente positivo per i titoli finanziari e per i paesi periferici.**

**"L'accordo è di gran lunga positivo per le azioni UE e riduce in modo significativo il rischio politico che ha pesato nel recente passato sulla classe di attività".**

### Recovery Fund: uno dei 5 temi a sostegno delle azioni UE

 <p><b>1</b> Pandemia sotto controllo</p>	 <p><b>2</b> Ripresa ciclica in corso</p>	 <p><b>3</b> Condizioni fiscali e monetarie favorevoli</p>	 <p><b>4</b> Allentamento dei rischi geopolitici / Recovery Fund</p>	 <p><b>5</b> Un mercato più interessante</p>
<p>L'Europa è in fase avanzata nel ciclo del virus: la fase più acuta della crisi è finita, la curva del contagio si è appiattita.</p>	<p>Dopo il lockdown, gli indicatori economici ad alta frequenza hanno registrato una forte ripresa. L'Europa dovrebbe guidare la crescita del PIL nel 2021 tra i mercati sviluppati.</p>	<p>L'Europa si trova in una nuova fase, con la fine dell'austerità fiscale e il massiccio sostegno monetario che si sta gradualmente trasferendo all'economia reale.</p>	<p>Il rischio geopolitico che è stato una delle cause della sottoperformance delle azioni UE dovrebbe svanire. L'approvazione del Recovery Fund potrebbe favorire le azioni UE in termini relativi.</p>	<p>I mercati dell'UE si sono trasformati e il peso dei settori più impattati è diminuito a favore della parte più dinamica dell'economia.</p>

Fonte: Amundi, al 21 luglio 2020.

## ESG IN FOCUS

C'è un altro aspetto importante da considerare per il nuovo bilancio. Con un terzo del fondo proposto e il prossimo bilancio dedicato a progetti che combattono il cambiamento climatico, crediamo che il Recovery Fund darà una spinta significativa agli investimenti azionari legati al cambiamento climatico. Tutte le parti interessate sono sempre più consapevoli di questo aspetto. A nostro avviso, gli investimenti ESG che mirano ad affrontare in modo proattivo queste sfide continueranno a diventare sempre più importanti. In questo contesto, riteniamo che le società europee siano particolarmente ben posizionate, data la loro tecnologia e il loro know-how nel lavorare a soluzioni ESG e alle sfide climatiche. **Intravediamo opportunità concrete di investimento legate al 'green deal' dell'Unione europea.**

Nel reddito fisso, ciò dovrebbe dare un forte impulso al mercato dei green bond. Con oltre 60 miliardi di euro di nuovi green bond quest'anno, questo mercato mantiene il suo slancio in linea con lo scorso anno nonostante la crisi del Covid-19. La crescita del mercato dei green bond è strettamente legata alla quantità di investimenti reali in progetti climatici. **L'impegno del 30% della spesa UE destinata all'azione per il clima è un risultato molto positivo per il mercato dei green bond:**

- Una spinta nei prossimi 3 anni grazie al Recovery Fund europeo del valore di 750 Mld €;
- Un trend di lungo termine con il pacchetto UE (bilancio 2021-2027 di 1074 Mld € e Recovery Fund UE di 750 Mld €);
- Gli emittenti utilizzeranno questo strumento finanziario per dimostrare il proprio impegno in termini di finanziamento di progetti "green" e ciò potrebbe contribuire ad aumentare la diversificazione in termini di emittenti, settori, tipologie (IG vs HY), struttura dell'emissione (prestiti, obbligazioni, seniority).

Questa potrebbe essere un'interessante opportunità per gli investitori.

**"Risorse significative per combattere il cambiamento climatico, possono fornire una spinta agli investimenti ESG in Europa".**

**Avvertenze**

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: 21 luglio 2020.