

Con il via libera da parte di Bruxelles del Pnrr l'Italia beneficia del maggior contributo mai stanziato in favore di un paese membro della UE.

Dei 26 Pnrr approvati dalla Commissione europea il Pnrr italiano è di gran lunga il più importante, non solo per le sue dimensioni, ma anche perché riguarda il paese europeo con il maggior debito/PIL dopo la Grecia.

Pur non essendoci condizionalità paragonabile a quella del MES, questi fondi ci verranno erogati se i progetti d'investimento e di riforma contenuti nel Pnrr saranno realizzati nei tempi e sulla base degli impegni che ci siamo assunti.

Da come l'Italia riuscirà ad attuare il Pnrr dipenderà se il Recovery Fund, da intervento temporaneo in risposta alla pandemia, potrà diventare uno strumento permanente delle finanze pubbliche europee.

n. 19

12 luglio 2021



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

L'Europa approva il Pnrr: inizia una nuova fase

Sergio Piccioli¹  sergio.piccioli@bnlmail.com

La Commissione europea ha approvato il Pnrr italiano

A distanza di un anno dal varo del programma *Next Generation EU* da parte del Consiglio dell'Unione europea per complessivi 750 miliardi di euro, la Commissione ha approvato il *Recovery and Resilience Plan* italiano da 191,5 miliardi di euro. Si tratta della somma più cospicua tra i 26 paesi della Ue e del contributo più alto mai stanziato in favore di un paese membro dell'Unione: per il 36% sarà sotto forma di sovvenzioni (contributi a fondo perduto per circa 69 miliardi), per il restante 64% sotto forma di prestiti (circa 122 miliardi)².

Ai fondi del *Recovery Plan* vanno aggiunti 13,5 miliardi del fondo *React EU* per complessivi 205 miliardi di fonte europea, e 30,6 miliardi di Fondo complementare nazionale, per arrivare al budget complessivo del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza da 235 miliardi.

| PNRR Italia | | |
|-------------|--|--------------------|
| | | mld % |
| a | Sovvenzioni (fondo perduto) | 68,9 29,2 |
| b | Prestiti | 122,6 52,0 |
| a+b | Fondo di Ripresa e Resilienza | 191,5 81,3 |
| c | React EU | 13,5 5,7 |
| a+b+c | NGEU per l'Italia | 205,0 87,0 |
| d | Fondo Complementare Nazionale | 30,6 13,0 |
| a+b+c+d | Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza | 235,6 100,0 |

Elaborazione Servizio Studi BNL su dati Pnrr 30 aprile 2021

La decisione finale sui 191,5 miliardi spetta al Consiglio europeo, che a fine luglio dovrebbe dare il via libera definitivo al *Recovery and Resilience Facility* (questo il nome tecnico, in sigla RRF).

Se tutto andrà come previsto, i primi fondi dovrebbero arrivare nelle casse dello Stato a fine agosto a titolo di prefinanziamento del 13% del totale, 24,89 miliardi di euro, di cui 8,95 per sovvenzioni, 15,94 sotto forma di prestiti. Sulla base degli impegni presi nel Pnrr italiano (tra *targets* e *milestones* indicati), entro la fine dell'anno dovremmo poter vedere raddoppiata l'entità di questi fondi, circa 49 miliardi di euro, 3 punti di Pil 2020.

¹ Economist, Servizio Studi BNL – Gruppo BNP Paribas, le opinioni espresse impegnano unicamente l'autore.

² "The estimated total cost of the recovery and resilience plan of Italy is EUR 191 499 177 889."... "The Union shall make available to Italy a financial contribution in the form of non-repayable support amounting to EUR 68 880 513 747"... "The Union shall make available to Italy a loan amounting to a maximum of EUR 122 601 810 400". Tratto dalla Decisione della Commissione europea del 21 giugno 2021.

A differenza di altre tipologie di fondi europei basati sulla spesa, le risorse del *Recovery Plan* saranno erogate sulla base dei risultati. Obiettivi qualitativi e quantitativi condivisi con l'Europa per ciascuna delle 16 componenti in cui si articolano le 6 missioni, tra il 2021 ed il 2026, saranno vincolanti ai fini dell'ottenimento dei fondi; l'erogazione effettiva delle somme sarà subordinata al soddisfacente raggiungimento (“*satisfactorily fulfilled*”) di quegli obiettivi. Questo principio – *payment against fulfilled goals* – varrà sia per le sovvenzioni (“*financial contributions*”), che per i prestiti (“*loans*”)³.

Per il 2021 il Pnrr italiano prevede il raggiungimento di 51 obiettivi intermedi: l'erogazione da parte di Bruxelles dei già menzionati 49 miliardi previsti per quest'anno dipenderà da come riusciremo a realizzare questi 51 obiettivi intermedi.

In questo senso, non c'è una vera e propria condizionalità nel *Recovery Fund*, ma occorre rispettare tempi e obiettivi dei progetti di investimento e di riforma ivi contenuti. Ci riferiamo alla tipologia di spesa (ad esempio, il *green* deve assorbire almeno il 37% dei fondi totali), agli impegni contrattuali assunti (47,9 miliardi di sovvenzioni dovranno essere impegnati entro la fine del 2022; i restanti 20,9, entro la fine del 2023), alla effettiva realizzazione di quegli investimenti e di quelle riforme entro il 2026.

Ricordiamo che il Pnrr italiano si articola in 190 progetti, e sono previsti oltre 500 tappe e obiettivi (*milestones* e *targets*) che questi progetti dovranno raggiungere nell'arco dei prossimi 5 anni.

Una condizionalità *de facto*

Dunque, pur non essendoci una condizionalità paragonabile a quella prevista per il MES (il Meccanismo europeo di Stabilità), sussiste per questi fondi europei una condizionalità *de facto* altrettanto significativa: se i progetti di spesa e di riforma non saranno sviluppati e realizzati secondo i criteri e i tempi concordati con l'Europa, le risorse finanziarie che avremo mobilitato potrebbero non essere rimborsate da Bruxelles.

Il principio riguarda sia le sovvenzioni che i prestiti, ma è chiaro che il problema si pone soprattutto per le prime, essendo contributi a fondo perduto (69 miliardi). Se, come probabile, le somme “anticipate” dallo Stato saranno finanziate in deficit, il debito pubblico aumenterà per l'ammontare corrispondente.

Il successivo rimborso da parte della UE di queste somme a titolo di sovvenzione andrà a diminuire il debito già aumentato, con l'effetto di sterilizzare l'aumento stesso. Per le somme che ci saranno erogate a titolo di prestito, invece, l'ammontare del debito non cambierà, ma cambierà la natura del creditore (prima, i risparmiatori e gli investitori in titoli di Stato, poi, la Commissione europea).

Anche assumendo che la Commissione europea adotterà una certa indulgenza nel valutare in che misura tappe e obiettivi dei progetti e delle riforme contenuti nel nostro Pnrr siano stati rispettati, per l'Italia si tratta di una sfida di enorme portata.

Basti pensare che dei Fondi per lo Sviluppo e la Coesione del periodo 2014-2020 l'Italia ha speso solo 3 dei 44 miliardi stanziati a nostro favore. Per il *Recovery Fund* saremo chiamati a impegnare contrattualmente oltre 190 miliardi entro il 2023, ad oggi

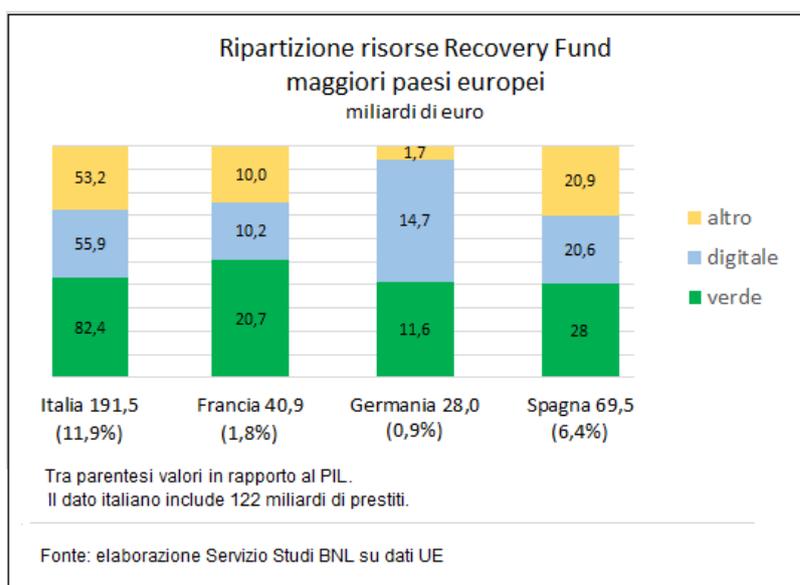
³ Così recita il comma 4 dell'art. 2, riguardante le sovvenzioni (69 miliardi), della decisione della Commissione europea del 21 giugno 2021: “The release of instalments in accordance with the Financing Agreement shall be conditional on available funding and a decision by the Commission, taken in accordance with Article 24 of Regulation (EU) 2021/241, that Italy has satisfactorily fulfilled the relevant milestones and targets identified in relation to the implementation of the recovery and resilience plan.”
Testo pressoché identico è quello del comma 4 dell'art. 3 relativo ai prestiti (122 miliardi).

sono 30 mesi, una media di oltre 6 miliardi al mese: richiederà un salto di qualità formidabile nella capacità progettuale e gestionale della nostra Pubblica Amministrazione, centrale e locale (oltre 70 miliardi dei fondi europei saranno gestiti dagli enti territoriali).

Il confronto con gli altri paesi

Come sappiamo, la pandemia non ha danneggiato i paesi allo stesso modo, e, quindi, nonostante cali significativi del PIL si siano verificati ovunque in Europa, non tutti i paesi hanno approntato piani di ripresa paragonabili tra loro per ammontare e composizione.

La grafica fornisce un quadro della situazione differenziata che caratterizza i vari paesi europei, sia con riferimento all'entità dei rispettivi Pnrr, sia sulle diverse modalità di finanziamento.



Dei quattro maggiori paesi europei solo l'Italia ha fatto ricorso al prestito: la scala del Pnrr italiano è molto maggiore di quella dei Pnrr di Germania, Francia e Spagna. Le differenze con Germania e Francia sono ampie anche se si considera il solo ammontare di sovvenzioni (69 miliardi contro 41 e 28 dei paesi menzionati).

Le differenze sono ancora più accentuate se si rapportano al peso delle rispettive economie: per l'Italia le risorse europee rappresentano quasi il 12% in rapporto al PIL, quelle di Francia e Germania non superano il 2 e 1% rispettivamente.

Questo significa che il Pnrr italiano avrà rispetto a quello degli altri paesi un'importanza speciale, soprattutto per le prospettive di rientro del debito pubblico, il vero nodo strutturale dell'economia italiana.

L'attenzione che richiamerà il nostro Pnrr a Bruxelles e in alcune capitali europee (da parte dei paesi c.d. frugali, Paesi Bassi, Finlandia, Austria *in primis*) sarà particolare, non solo perché abbiamo in Europa il debito/PIL più alto dopo la Grecia, ma perché l'operazione "Pnrr Italia" sarà quella più importante e sfidante del Continente.

Inoltre, se sulla carta ogni paese può azionare il c.d. *emergency brake* in sede di Consiglio europeo – si tratta del potere di veto che ciascun paese può esercitare sui

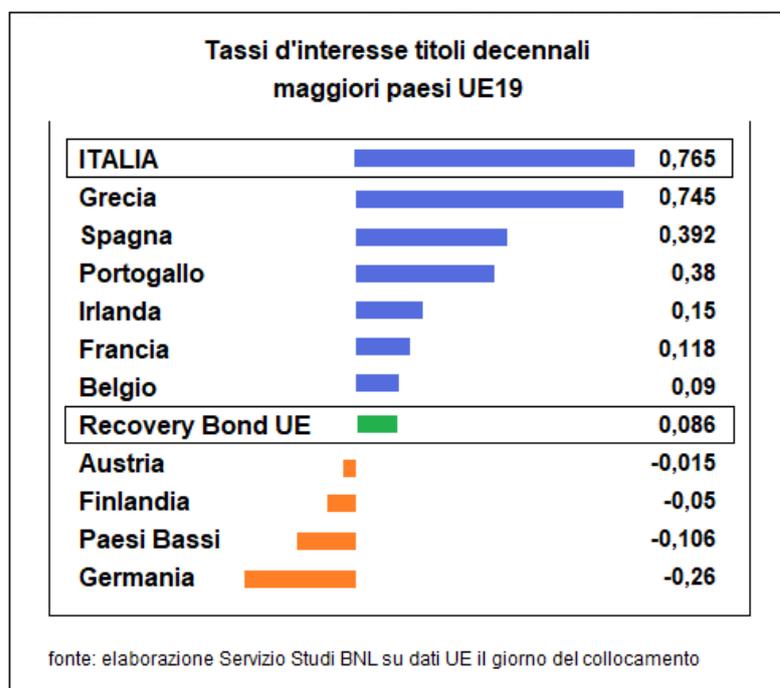
rimborsi richiesti alla Commissione europea da ogni altro paese –, in pratica i poteri di veto attivi, in molti casi, non sono equivalenti a quelli passivi, ed è piuttosto evidente che esistono ampie asimmetrie; per l'Italia si tratta di un'asimmetria sfavorevole, perché l'esercizio del nostro potere di veto sugli altri paesi potrebbe essere meno efficace di quello che potremmo subire.

Alcuni paesi, tra cui l'Italia, vorrebbero che questi fondi europei da temporanei diventassero permanenti, rendere così strutturale l'inizio di una politica fiscale unitaria, sia dal lato della spesa (erogazione fondi con finalità redistributive), sia dal lato delle entrate (segnatamente i bonds emessi della UE). Per il momento rimane poco più di un auspicio, ma sembra difficile pensare che queste asimmetrie, queste posizioni così differenziate, possano favorire questo obiettivo.

Pochi paesi ricorrono ai prestiti europei

Che il quadro europeo sia articolato lo si evince anche dal fatto che, mentre le sovvenzioni sono state chieste da quasi tutti i 26 paesi della Ue (Lettonia e Svezia fanno eccezione), finora solo sette hanno richiesto di accedere ai prestiti della Commissione europea. Di questi sette paesi solo tre, Grecia, Italia e Romania, hanno fatto istanza per ricevere l'ammontare massimo disponibile⁴.

Questo è il quadro attuale. Anche se i paesi hanno tempo due anni (agosto 2023) per ricorrere al prestito, è improbabile che ciò accada, anche tenuto conto delle condizioni finanziarie in essere, sintetizzate dalla tabella che segue.



Oltre ad aver approvato i piani nazionali dei 26 paesi UE, la Commissione europea ha emesso il primo bond da 21 miliardi di euro destinato al loro finanziamento nell'ambito

⁴ Cipro, Polonia, Portogallo e Slovenia hanno chiesto prestiti tra il 16 ed il 37% dell'ammontare che avrebbero potuto ottenere.

del programma *Next Generation EU*. Il collocamento è stato accolto bene dal mercato: il bond è stato aggiudicato ad un rendimento per gli investitori poco sopra lo zero (quasi 9 centesimi), a fronte di una domanda pari a sette volte l'offerta⁵.

Come si può notare, non è un caso che Grecia ed Italia abbiano fatto ricorso al finanziamento, sia per lo stock del rispettivo debito, sia per il differenziale di rendimento che offrono rispetto al *Recovery Bond* europeo, che permette di ottenere comunque un risparmio a titolo d'interessi e un alleggerimento nel fabbisogno nazionale di collocamento di titoli di Stato.

Per altri paesi, inclusi quelli che hanno monete diverse dall'Euro (Danimarca e Svezia, ad esempio), il beneficio, quando non c'è, risulta marginale. È il caso di Portogallo e Spagna, che avrebbero un beneficio annuo di poco più di 30 centesimi rispetto al bond europeo⁶.

Lo spread cala nonostante l'aumento del debito

La tabella che segue fornisce il quadro ad oggi dei titoli a lungo termine dei maggiori paesi della zona euro. E' interessante notare come i tassi d'interesse, dopo aver toccato un minimo alla fine dello scorso anno, siano tornati dopo un anno e mezzo al livello pre-pandemico per quasi tutti i paesi. Il Bund è tornato a rendere -0,25%, proprio come accadeva prima della pandemia.

| | 10yr Bond Yield | | | spread vs Bund | | |
|-----------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|
| | gen-20 | lug-21 | diff | gen-20 | lug-21 | diff |
| Germania | -0,25 | -0,240 | 0,01 | == | == | == |
| Paesi Bassi | -0,13 | -0,125 | 0,01 | 0,12 | 0,12 | -0,01 |
| Austria | -0,04 | -0,036 | 0,00 | 0,21 | 0,20 | -0,01 |
| Finlandia | -0,05 | -0,070 | -0,02 | 0,20 | 0,17 | -0,03 |
| Francia | 0,04 | 0,095 | 0,06 | 0,29 | 0,34 | 0,05 |
| Irlanda | 0,05 | 0,135 | 0,09 | 0,30 | 0,38 | 0,08 |
| Portogallo | 0,39 | 0,350 | -0,04 | 0,64 | 0,59 | -0,05 |
| Spagna | 0,42 | 0,370 | -0,05 | 0,67 | 0,61 | -0,06 |
| Italia | 1,36 | 0,780 | -0,58 | 1,61 | 1,02 | -0,59 |
| Grecia | 1,39 | 0,800 | -0,59 | 1,64 | 1,04 | -0,60 |

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Worldgovernmentbonds.com

⁵ Per il 2021 la UE ha in programma di emettere fino a 80 miliardi di euro di titoli a lungo termine, mentre a regime le emissioni di bonds per finanziare NGEU dovrebbero attestarsi sui 100-150 miliardi all'anno fino a raggiungere gli 800 miliardi complessivi entro il 2026.

⁶ Il regolamento europeo che disciplina il Recovery Fund non specifica quale tasso d'interesse avrebbe il Loan Agreement dei paesi richiedenti il prestito. Un'ipotesi è che sarebbe pari al tasso di raccolta della Commissione calcolato su base semestrale.

E' l'effetto di una serie di fattori, di natura congiunturale e anche di carattere esogeno. Ma è anche un buon segno, perché indica che l'economia europea sta tornando alla normalità, anche con una certa intensità e velocità, soprattutto in relazione alla ripresa del PIL, rivista al rialzo sia per il 2021 che per il 2022.

Italia e Grecia, a differenza degli altri paesi, hanno beneficiato di più degli effetti finanziari della crisi pandemica: gli spread non sono tornati al livello pre-pandemia, ma si sono ridotti in modo significativo.

A gennaio 2020 lo spread sul Bund era di circa 160bp oggi attorno a 100bp per entrambi i paesi, quelli con il rapporto debito/PIL più alto. Sembra un paradosso, ma è l'effetto del programma *Next Generation EU*, di cui il *Recovery Fund* costituisce la maggior parte. L'azione della politica monetaria, pur con lo sforzo straordinario di 1800 miliardi di euro di *Quantitative Easing* pandemico, è stata integrata con quella della politica fiscale, determinando un beneficio in termini di fiducia che ha ridotto il costo delle differenze e delle asimmetrie.

Con il nostro debito, che alla fine di quest'anno è atteso toccare il 160% in rapporto al PIL, 25 punti in più rispetto al livello pre-pandemia, l'unico modo che abbiamo per consolidare questo risultato – riduzione dello spread nonostante l'aumento del debito -, è l'attuazione del Pnrr concordato con l'Europa.

Se saremo capaci di portare a termine i progetti d'investimento e di riforma contenuti nel Pnrr, non solo avremo benefici economici a livello nazionale, ma avremo fatto un passo avanti importante nel processo di evoluzione a livello europeo: a quel punto sarà più probabile che il *Recovery Plan*, da intervento temporaneo in risposta alla pandemia, possa diventare uno strumento di ordinaria gestione delle finanze europee, assieme agli *eurobonds*.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com