

Focus Area euro

**2023, anno cruciale per Next Generation EU**

Nel 2023 si potrebbe iniziare a capire se il potenziale di NGEU potrà essere pienamente dispiegato. Oltre all'inserimento del capitolo REPowerEU nei PNRR, infatti, quest'anno bisogna iniziare a realizzare concretamente i progetti di investimento.

**In sintesi:**

- Il 2023 sarà l'anno decisivo per la cantierizzazione delle opere legate ai piani nazionali di ripresa e resilienza (PNRR) previsti da NGEU: un passaggio che aumenta i rischi di implementazione rispetto a una fase iniziale in cui è bastato promulgare atti normativi, pubblicare bandi e ricevere richieste di crediti di imposta.
- Le stime dei governi sui flussi di spesa hanno già subito un netto slittamento verso il biennio 2025-26 e un taglio di oltre il 10% della spesa allocata al 2022-23. Ciò rivela ipotesi troppo ambiziose sui tempi di realizzazione, soprattutto considerando i problemi già noti di utilizzo dei fondi strutturali. La normativa europea non prevede estensioni dei piani. Il Governo italiano, che si trova a gestire il più grande PNRR, è recentemente intervenuto per snellire le procedure e ridurre il rischio di implementazione.
- Purtroppo, due fatti di grande rilevanza potrebbero aver reso in parte obsoleti i piani stessi: lo shock inflattivo, che ha causato incrementi a doppia cifra dei prezzi dei materiali, e la crisi del gas, che obbliga a rivedere drasticamente i piani di transizione energetica.
- Il secondo problema sarà affrontato con l'inclusione del capitolo energetico nei PNRR, per la quale è prevista la scadenza del 30 aprile.
- Il primo richiederà probabilmente interventi autonomi dei governi, utilizzando risorse interne o concordando di riallocare altri fondi europei altrimenti inutilizzati.
- Una buona esecuzione del PNRR è particolarmente importante per l'Italia, il maggiore beneficiario di NGEU.

21 febbraio 2023

Direzione Studi e Ricerche

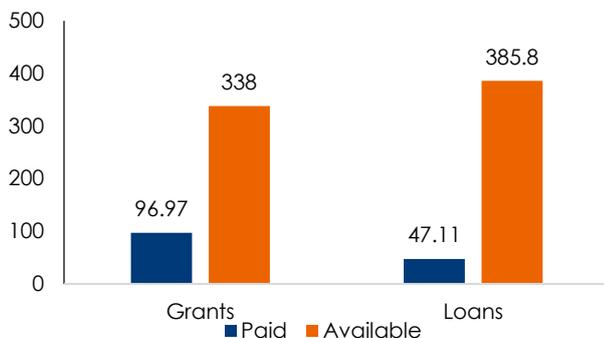
Macroeconomic Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

## Next Generation EU è ancora circondato da grandi aspettative

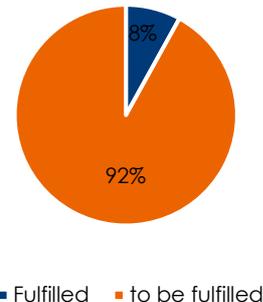
Il programma **Next Generation EU** rappresenta la maggiore iniziativa di capacità fiscale comune mai implementata dall'Unione Europea. Sulla base degli impegni correnti, infatti, fra il 2021 e il 2026 lo strumento di ripresa e resilienza (RRF) dovrebbe erogare agli stati membri ben 417 miliardi di euro in forma di trasferimenti e prestiti, su un totale di 723,8 mld teoricamente disponibili. Le allocazioni rappresentano il 16,7% del PIL in Grecia, il 12,15% in Romania, l'11% in Croazia e il 10,8% in Italia, il maggior beneficiario in termini assoluti<sup>1</sup>. Il programma include una componente redistributiva (l'allocazione riflette criteri diversi rispetto alla quota del contributo al bilancio UE di ogni paese), un meccanismo di controllo della coerenza dei piani con gli obiettivi dell'UE e un sistema di monitoraggio dello stato di avanzamento dei piani. Inoltre, lo schema NGEU ha introdotto un meccanismo negoziale fra stato membro ed UE che potrebbe essere adottato in altri ambiti, come quello delle regole fiscali. I più ottimisti ritengono che NGEU potrebbe anche rappresentare una sorta di prototipo di come impostare un'eventuale capacità fiscale permanente dell'UE orientata a finanziare l'offerta di "beni pubblici europei", se l'esperienza avrà successo.

### Trasferimenti e prestiti RRF erogati (miliardi di euro)



Fonte: Recovery and Resilience Scoreboard

### Stato di avanzamento di traguardi e obiettivi



Fonte: Recovery and Resilience Scoreboard

## I flussi di spesa legati a NGEU sono già in ritardo rispetto ai piani iniziali

**Ma come sta andando l'attuazione di NGEU?** A giudicare dai dati pubblicati dalla Commissione Europea sul proprio portale e dallo sblocco delle tranches di pagamento, parrebbe che tutto vada a gonfie vele. Sono stati pagati già 96,97 miliardi di trasferimenti e 47,1 mld di prestiti.

Tuttavia, lo sblocco delle prime tranches di pagamento è stato condizionato soprattutto alla promulgazione di atti normativi o alla pubblicazione di bandi. La parte dell'implementazione di NGEU più rischiosa, quella connessa a una realizzazione efficace degli investimenti che consenta di conseguire i risultati ipotizzati, era poco coperta dal calendario di traguardi e obiettivi nei primi anni del piano. Ma qualche crepa è già emersa ugualmente: la BCE ha rilevato che, rispetto alla versione originaria dei piani, nelle versioni più recenti la quota di fondi allocata al 2022 e al 2023 è calata di oltre il 10%, con un **marcato spostamento dei flussi di spesa programmati al periodo 2024-26, e in particolare al biennio 2025-26**<sup>2</sup>. Inoltre, la revisione è stata molto più ampia per gli

**L'erogazione dei fondi sta avvenendo come previsto...**

**...ma i dati mostrano un significativo spostamento di spesa dal 2022-23 al 2025-26**

<sup>1</sup> Recovery and Resilience Scoreboard, [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/index.html](https://ec.europa.eu/economy_finance/recovery-and-resilience-scoreboard/index.html)

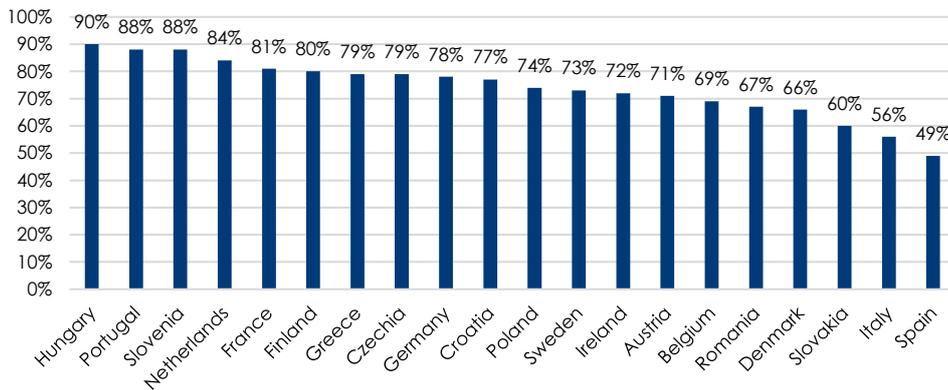
<sup>2</sup> E. Dorrucci e M. Freier: *The ECB Blog – The opportunity Europe should not waste*, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230215~4aad7004cf.en.html>

stati beneficiari netti rispetto agli altri<sup>3</sup>. Nel 2023 potrebbero venire al pettine i primi nodi, perché entrerà nel vivo la fase di avviamento dei cantieri.

L'ampiezza delle revisioni evidenzia che **i piani potrebbero essere stati troppo ambiziosi**. Eppure, i dati sull'utilizzo dei fondi legati alle politiche di coesione non inducivano a grande ottimismo sulla possibilità di gestire flussi così ingenti in così poco tempo: secondo la Commissione Europea, alla fine del periodo finanziario 2014-20 era stato pagato soltanto il 52% dei fondi di coesione (186,3 mld), saliti al 78% (315,8 mld) nel 2023<sup>4</sup>. In 9 anni, l'Italia è riuscita a sbloccare soltanto il 64% dei fondi, e la Spagna si è fermata al 63%<sup>5</sup>.

**L'esperienza dei fondi di coesione suggerisce cautela sui tempi di realizzazione ...**

#### Implementazione delle politiche di coesione (% di fondi spesi)



Fonte: [https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion\\_overview/14-20](https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion_overview/14-20)

Un altro elemento critico è costituito dall'adeguatezza dei piani a conseguire i risultati dichiarati. La reportistica della Commissione sui risultati conseguiti con i fondi di coesione, ad esempio, è piuttosto deludente. Per citare soltanto tre casi: il miglioramento della qualità delle acque ha toccato soltanto 5 milioni di persone invece dei 15,4 mln pianificati, la nuova capacità di trattamento dei rifiuti è stata la metà rispetto a quella pianificata e gli utenti passati a *smart grids* elettriche sono 552 mila, invece dei 4 milioni programmati<sup>6</sup>. Perfino l'erogazione di aiuti alle imprese ha incontrato difficoltà di penetrazione, con 459 mila imprese raggiunte invece delle 836 mila preventivate.

**...e sui risultati concreti**

In Italia, nella prima fase del PNRR sono state efficacemente implementate misure che non richiedono capacità progettuale o esecutiva pubblica, perché mettono a disposizione incentivi fiscali a famiglie e imprese, come il Superecobonus (inserito per 13,95 mld di euro) o Transizione 4.0 (13,4 mld di euro). Questa settimana, comunque, **il Governo italiano ha deciso di ricorrere a procedure straordinarie per ridurre l'incidenza dei ritardi**<sup>7</sup> nell'esecuzione del PNRR, attraverso:

**L'Italia ha mitigato i rischi utilizzando misure 'automatiche' e introducendo procedure speciali**

<sup>3</sup> In Italia, la spesa stimata a fine 2022 è pari a 33,7 miliardi rispetto ai 59,5 mld inizialmente previsti, e già il governo Draghi nella NADEF di fine settembre aveva indicato uno spostamento del flusso di spesa al triennio 2024-26 e soprattutto agli ultimi due anni del periodo di previsione.

<sup>4</sup> [https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion\\_overview/14-20](https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion_overview/14-20)

<sup>5</sup> Secondo i dati comunicati dal Governo italiano, a fronte di 116 mld di euro della programmazione 2014-20, gli impegni sono stati 67 mld e la spesa effettiva 36 mld.

<sup>6</sup> Si veda [https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion\\_overview/14-20](https://cohesiondata.ec.europa.eu/cohesion_overview/14-20), scheda "achievements" per il periodo finanziario 2014-20.

<sup>7</sup> V. Comunicato stampa del Consiglio dei Ministri n. 21 del 16 Febbraio 2023: <https://www.governo.it/it/articolo/comunicato-stampa-del-consiglio-dei-ministri-n-21/21834>

- una modifica della governance che aumenta i poteri di controllo, di monitoraggio e sostitutivi del Governo;
- il rafforzamento della capacità amministrativa degli enti chiamati ad attuare gli interventi previsti dal PNRR e dal PNC;
- una semplificazione delle procedure (sono state introdotte anche misure per l'attuazione delle politiche di coesione, di politica agricola comune e di politica giovanile).

### Rincaro dei costi e crisi del gas impongono di adattare i piani

Ma non è tutto. Dopo che i PNRR sono stati presentati e approvati, sono avvenuti due fatti di grande rilevanza che potrebbero aver reso in parte obsoleti i piani stessi: lo **shock inflattivo**, che ha causato incrementi a doppia cifra dei prezzi dei materiali<sup>8</sup>, e la **crisi del gas**, che obbliga a rivedere drasticamente i piani di transizione energetica facendo meno affidamento al metano nel passaggio verso le rinnovabili e l'elettrificazione.

**L'impatto della crisi del gas è stato affrontato dall'UE con il lancio di REPowerEU e il suo inserimento in NGEU.** Entro il 30 aprile, gli stati membri possono presentare alla Commissione Europea modifiche ai propri Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza finalizzati a includere misure di attuazione di REPowerEU, con accesso alle risorse specifiche derivanti dalla riallocazione di prestiti RRF non utilizzati (circa 225 miliardi di euro) e di altri 20 miliardi di euro provenienti dalla Market Stability Reserve legata all'ETS. Non si parte da zero: uno degli obiettivi di NGEU era la transizione ecologica. Però non tutti i governi erano stati determinati nel perseguire gli obiettivi di decarbonizzazione.

**I governi stanno per dichiarare come inserire REPowerEU nei PNRR**

### Più complicato sarà gestire i problemi connessi al rincaro dei costi e ai ritardi di implementazione.

Il regolamento 2021/241 che ha istituito lo strumento di ripresa e resilienza (RRF) prevede (art. 21) la possibilità di richiedere modifiche al PNRR in qualsiasi momento, ma soltanto se alcune misure non possono essere realizzate per circostanze oggettive. Le modifiche devono essere approvate dal Consiglio su proposta della Commissione. Germania e Lussemburgo si sono già avvalsi di tale possibilità per chiedere modifiche molto circoscritte ad alcuni progetti previsti dai propri PNRR. Quindi, per affrontare il tema dell'aumento dei costi, gli stati potranno proporre modifiche alle misure, oppure utilizzare risorse interne (come accaduto per il fondo complementare del Tesoro italiano, che potrebbe essere riassegnato, o altri fondi strutturali, oggi utilizzati soltanto in parte).

**Da definire come tener conto degli aumenti di costo**

Invece, **il regolamento non prevede la possibilità di estendere il calendario dell'attuazione di riforme e investimenti oltre il 31 agosto 2026**, data fissata dall'art. 18.4(i), come richiesto, ufficialmente o ufficiosamente, da alcuni governi<sup>9</sup>. La modifica del calendario richiederebbe di emendare a maggioranza qualificata il regolamento che ha istituito la RRF e che ha fissato una scadenza comune a tutti i PNRR. In teoria, sarebbe meglio per tutti ridisegnare i tempi del Piano in modo da garantirne un'attuazione efficace. In pratica, però, un parziale fallimento potrebbe essere visto come utile per chiudere la porta alla possibilità di rendere permanente il meccanismo di NGEU, o di lanciarne una seconda versione. Un buon motivo per gestire il problema internamente, invece che affidarsi al buon cuore degli altri stati.

---

<sup>8</sup> Nell'UE, i prezzi alla produzione di cemento e gesso sono saliti del 42% da fine 2020 al dicembre 2022. Gli incrementi vanno dal 25-26% per i cavi elettrici e la carpenteria in legno, al 30-31% per i prodotti strutturali in metallo e i mattoni in argilla.

<sup>9</sup> Il Portogallo lo scorso settembre ha presentato proposta di estendere oltre il 2026 i termini della spesa finanziata da RRF (ma non la tabella di marcia delle riforme), a causa della circostanza oggettiva determinata dallo shock inflattivo; la nota inviata alla Commissione non ha sinora ricevuto risposta ufficiale. Anche alcuni membri del Governo italiano hanno espresso in recenti dichiarazioni una possibile richiesta di estensione dei termini del Piano oltre la scadenza prevista.

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Lorenzo Biagioli  
Aniello Dell'Anno  
Giovanna Mossetti  
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

Economista - Asia ex Giappone  
Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com