

ALLIANZ RESEARCH

# RITARDATA MA NON DERAGLIATA: LA RIPRESA DELL'EUROZONA DOPO IL "LOCKDOWN LEGGERO".

**05 Novembre 2020**

04 Sta arrivando un lungo inverno per l'economia (europea)

06 Alla disperata ricerca di una risposta politica adeguata.

Cosa significa questo per le aziende? Cosa significa questo per i mercati?

08 Focus Paesi: I costi del "lockdown leggero" in Germania, Francia, Italia, Spagna e Regno Unito



# EXECUTIVE SUMMARY

Eric Barthalon, Head of Capital Market Research

[eric.barthalon@allianz.com](mailto:eric.barthalon@allianz.com)

Jordi Basco Carrera, Fixed Income Strategist

[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

Ana Boata, Head of Macroeconomic Research

[ana.boata@eulerhermes.com](mailto:ana.boata@eulerhermes.com)

Georges Dib, Economist for Latin America, Spain and Portugal

[georges.dib@eulerhermes.com](mailto:georges.dib@eulerhermes.com)

Patrick Krizan, Senior Economist for Italy, Greece and Fixed Income

[patrick.krizan@allianz.com](mailto:patrick.krizan@allianz.com)

Selin Ozyurt, Senior Economist for France and Africa

[selin.ozyurt@eulerhermes.com](mailto:selin.ozyurt@eulerhermes.com)

Katharina Utermöhl, Senior Economist for Europe

[katharina.uterhoehl@allianz.com](mailto:katharina.uterhoehl@allianz.com)

- **Il Lockdown 2.0 o "leggero" in Europa è frutto di una strategia *stop-and-go*, che dovrebbe seguire i cicli epidemici sino al ritorno alla normalità post-vaccino nel 2022. Tuttavia, queste nuove restrizioni non sono una replica della primavera del 2020, poiché il loro impatto economico sul PIL del quarto trimestre del 2020 dovrebbe risultare meno grave del 30-60%. La ripresa dell'Eurozona potrebbe quindi essere ritardata ma non deragliata. Il PIL del quarto trimestre 2020 sembra destinato a ridursi di circa il -4% in termini di trimestre, portando le previsioni per l'intero anno 2020 a -7,6%. Tuttavia, si prevede una timida ripresa nel 2021 (+4,1% contro il +4,8% previsto a fine settembre), dato che rimangono in vigore rigide regole sulle interazioni sociali. Solo nella seconda metà del 2021 la prevista disponibilità di un vaccino efficace, che sarà lanciato prima della fine dell'anno, fornirà il necessario sostegno alla ripresa riducendo l'incertezza economica. Ciononostante, il rischio di cicatrici a lungo termine per l'economia è aumentato a fronte di un aumento delle insolvenze, di una maggiore disoccupazione e di una maggiore pressione sul settore bancario.**
- **Alla disperata ricerca di una risposta politica adeguata. Affinché il nostro scenario di base regga, i *polycymaker* dovranno rapidamente aumentare la loro risposta alla crisi, con l'obiettivo di sostenere la fiducia del settore privato, evitare una recessione "tripla" e tenere sotto controllo i danni permanenti all'economia.** Ciò richiederebbe che i governi nazionali intensifichino le loro strategie di tracciamento dei contatti, estendendo al contempo gli sgravi fiscali di emergenza (piani a tutela del lavoro e garanzie di credito pubbliche). Sul fronte della politica monetaria, la BCE dovrà ricalibrare la sua risposta politica nella prossima riunione di dicembre, potenziando i suoi programmi QE di 500 miliardi di euro per il 2021, in modo da tenere sotto controllo i costi di rifinanziamento per i governi e il settore privato e garantire un sufficiente apporto di liquidità.
- **Cosa significa questo per le aziende? Una risposta politica tempestiva e giustamente dimensionata dovrebbe evitare una crisi di liquidità su larga scala per le aziende.** La quota delle PMI che hanno un margine EBITDA negativo, ovvero quelle più a rischio di crisi di liquidità, è stimata tra il 15 e il 20% nelle quattro maggiori economie dell'Eurozona. Inoltre, la quota delle PMI zombie - PMI che hanno alti livelli di indebitamento, bassa redditività e bassi rapporti di capitale proprio - si colloca tra l'8-10%. Ecco perché gli effetti sulla fiducia di un possibile *double-dip* potrebbero rivelarsi più pericolosi, scoraggiando le aziende a coprire il problema del cash-flow con un debito aggiuntivo in un ambiente in cui la crescita del fatturato nei settori più colpiti non dovrebbe tornare ai livelli pre-crisi prima del 2023.
- **Cosa significa questo per i mercati dei capitali? L'impennata della curva dei rendimenti, le i valori elevati delle quotazioni che forniscono un piccolo ammortizzatore contro scenari negativi e le preoccupazioni delle obbligazioni societarie (ad alto rendimento).** Ci si potrebbe aspettare un modesto aumento delle curve dei rendimenti sovrani, più negli Stati Uniti che nell'UEM, in linea con il rapido aumento del deficit pubblico e del rapporto debito/PIL. In secondo luogo, sul lato azionario, le *sopravalutazioni sono state registrate in particolare negli Stati Uniti e nei Mercati Emergenti rispetto all'Europa e forniscono un piccolo ammortizzatore contro situazioni negative.* Negli Stati Uniti rappresentano anche un rischio di ribasso del tasso di cambio del dollaro USA. Infine, sono aumentate le nostre preoccupazioni per quanto riguarda i segmenti delle obbligazioni societarie, in particolare per il segmento dei titoli ad alto rendimento, in quanto non rientra nel classico mandato di una banca centrale prestare alle imprese insolventi.



**-7.6%**

**Contrazione del PIL dell'Eurozona attesa nel 2020**

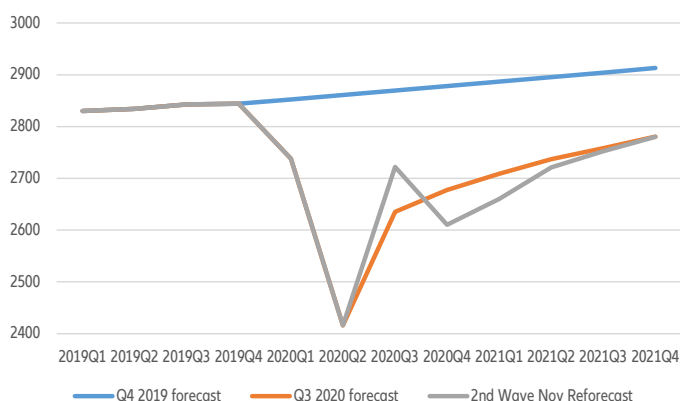
# STA ARRIVANDO UN LUNGO INVERNO PER L'ECONOMIA (EUROPEA)

Un doppio calo nel quarto trimestre dell'Eurozona è ormai certo, data la seconda ondata di blocchi. Il rimbalzo della crescita più forte del previsto nel terzo trimestre, con un PIL in crescita del +12,7% in termini di trimestre, ha dimostrato che le economie dell'Eurozona possono rimbalzare piuttosto rapidamente con l'abolizione delle restrizioni. La grande domanda ora è se possono farlo di nuovo. Dopo tutto, il nuovo round di dure restrizioni annunciato nelle ultime settimane è quasi certo di riportare l'economia dell'Eurozona ad una contrazione nell'ultimo trimestre di quest'anno, **Non aspettatevi però di vedere un replay del 1° semestre 2020: ci sono differenze importanti rispetto ai primi blocchi dell'Europa. La buona notizia prima**

**di tutto: l'impatto sull'attività economica a breve termine si rivelerà probabilmente meno grave.** Ci aspettiamo che il blocco di novembre infligga il 30-60% del danno economico alle economie dell'Eurozona rispetto allo shock di aprile in quanto i) le misure sono più mirate, incidendo principalmente sulla spesa sociale (30-45% dei consumi privati) e meno restrittive (le scuole e le imprese non essenziali sono tenute aperte nella maggior parte dei paesi), il che dovrebbe sostenere l'attività manifatturiera e le costruzioni e a sua volta ridurre lo shock di aprile di 5 punti percentuali<sup>1</sup>; ii) le imprese hanno acquisito esperienza nell'affrontare le severe restrizioni di blocco (principalmente lavorando di più con le soluzioni digitali); iii) i settori più colpiti non sono anco-

ra tornati ai livelli di attività pre-crisi, suggerendo che nuovi blocchi innesceranno un calo meno brusco e iv) si prevede che il commercio estero di beni si rivelerà più solidale che in primavera, con la Cina che svolge il ruolo di ancora di stabilità. Nel complesso, vediamo il PIL dell'Eurozona contrarsi di circa -4% nel quarto trimestre del 2020, portando le previsioni per l'intero anno 2020 a -7,6%. Tuttavia, i rischi negativi per le nostre previsioni, in particolare legati all'evoluzione della situazione sanitaria e al conseguente impatto negativo sulla fiducia del settore privato, incombono su di noi.

**Figura 1:** PIL reale della zona euro (miliardi di euro)



Fonti: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 2:** Costo previsto per il blocco di novembre

Country	% of April shock
Germany	46%
France	53%
Italy	52%
Spain	40%
Netherlands	47%
Belgium	65%
UK	32%
USA	30%

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

<sup>1</sup> Il rafforzamento della divergenza tra, da un lato, i servizi che risultano più colpiti, in quanto il valore aggiunto ha registrato ancora circa il 20% in meno rispetto ai livelli pre-crisi nel terzo trimestre, nonostante il forte rimbalzo e la relativa resistenza del settore manifatturiero e delle costruzioni, che, dall'altro, sono scesi solo del 5% circa, potrebbe vedere i governi risparmiare fino a 5 punti percentuali di crescita del PIL per un mese di blocco.

Tuttavia, la cattiva notizia è che lo slancio di ripresa dopo la seconda riapertura si rivelerà probabilmente più moderato, anche se si considera un minore shock di crescita. Per prima cosa, i governi sono meno propensi ad allentare le restrizioni nella misura vista nei mesi estivi, nel tentativo di imparare dagli errori che hanno portato all'isolamento 2.0. In particolare, ci aspettiamo che rimangano in vigore regole severe sulle interazioni sociali per ridurre il rischio di una ricaduta sanitaria e, a sua volta, di una triplice recessione, mentre i Paesi hanno bisogno di più tempo per mettere a punto sistemi adeguati di tracciamento, tracciabilità e isolamento. Nel frattempo, alcune attività economiche potrebbero non ripartire fino a quando non saranno disponibili un vaccino e/o test più rapidi (per esempio, raduni ed eventi più grandi, ma anche attività di viaggio). **Di conseguenza, la crescita del PIL del primo trimestre sembra destinata a ridursi a +1,9% in termini di crescita trimestrale.**

Una resurrezione economica, appena

in tempo per la Pasqua: Ci aspettiamo che il de-confinamento europeo entri in un nuovo capitolo solo nel secondo trimestre del 2021, poiché le adeguate capacità del settore sanitario consentiranno un'ulteriore abolizione delle restrizioni. Allo stesso tempo, temperature più calde intorno a Pasqua potrebbero tenere sotto controllo il tasso di crescita dei casi di Covid-19 e fornire un ulteriore impulso alla spesa sociale all'aperto.. Tuttavia, gli elevati livelli di incertezza economica in mezzo alle persistenti preoccupazioni per un possibile terzo blocco, e a sua volta una triplice recessione, continueranno a pesare sulla dinamica di rimbalzo mentre le imprese e le famiglie si aggrappano a un eccesso di risparmio precauzionale. Solo nella seconda metà del 2021 la prevista disponibilità di un vaccino efficace, che sarà lanciato prima della fine dell'anno, fornirà il necessario conforto alla ripresa economica, riducendo l'accresciuto livello di incertezza economica. Tuttavia, poiché la campagna di vaccinazione potrebbe richiedere diversi mesi per essere completata, l'impatto

del cambiamento climatico stagionale sulla diffusione del virus potrebbe richiedere un limitato aumento delle restrizioni a partire da settembre 2021.

Nel complesso, ci aspettiamo che la seconda ondata di blocchi ritardi ma non faccia deragliare la ripresa nel 2021, con il PIL dell'Eurozona destinato a registrare una ripresa più moderata del +4,1% rispetto al +4,8% previsto a fine settembre 2020. Pertanto, un pieno ritorno al *business as usual* non è previsto prima del 2022, mentre per l'Eurozona nel suo complesso, i livelli del PIL pre-crisi saranno raggiunti solo a cavallo del 2022/23. Anche in questo caso, il rischio di conseguenze a lungo termine per l'economia è aumentato a fronte di un incremento delle insolvenze, di un innalzamento del tasso di disoccupazione e di una maggiore pressione sul settore bancario.

Figura 3: Previsioni del PIL reale (in %)

	Q4 2020	2020	2020 (as of Q3)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2021	2021 (as of Q3)
EZ	-4.1	-7.6	-7.9	1.9	2.3	1.2	1.0	4.1	4.8
DE	-3.0	-6.2	-6.0	1.0	1.8	1.2	1.0	2.4	3.5
FR	-7.1	-10.0	-9.8	3.4	3.6	1.6	1.2	6.2	6.9
IT	-3.0	-9.0	-10.1	0.8	1.5	0.5	0.5	3.8	4.2
ES	-5.5	-12.1	-11.8	3.7	2.2	0.4	0.5	4.0	6.4
UK	-6.3	-12.2	-11.8	1.6	4.6	1.0	1.0	2.0	2.5

Fonti: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Research

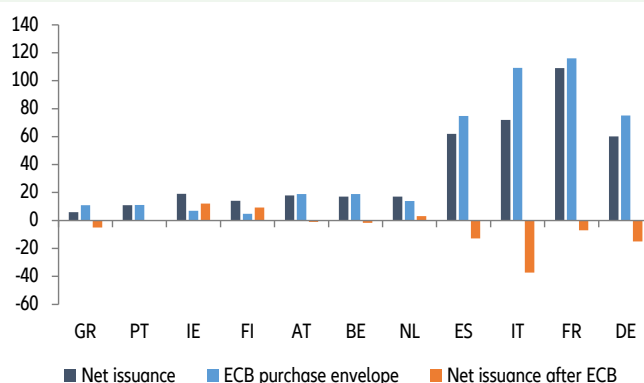
# ALLA DISPERATA RICERCA DI UNA RISPOSTA POLITICA ADEGUATA

Affinché il nostro scenario di base regga, i *policymaker* dovranno aggiornare rapidamente la loro risposta politica alla crisi, con l'obiettivo di sostenere la fiducia del settore privato, evitare una recessione "triple-dip" e tenere sotto controllo i danni permanenti all'economia. In questo contesto, la salute viene prima di tutto. Senza un'adeguata capacità di tracciare, rintracciare e isolare i casi di Covid-19, anche la seconda ondata di blocchi andrà sprecata. Nel frattempo, sul fronte fiscale, è necessario che le misure minime volte a limitare i danni a lungo termine all'economia - ossia i programmi di supporto all'occupazione a tempo determinato e le garanzie pubbliche per il credito - siano

rapidamente estese per tutto il tempo in cui rimangono in vigore le restrizioni all'attività economica. Mentre i governi nazionali sono chiaramente al centro dell'attenzione, le iniziative dell'UE che fungono da seconda linea di difesa, estendendo le reti di sicurezza nazionali - soprattutto il programma SURE e il fondo di garanzia paneuropeo della BEI per i prestiti alle imprese - stanno acquistando importanza e dovrebbero essere completate in base alle necessità. Inoltre, gli ostacoli all'attuazione del fondo di ripresa dell'UE devono essere affrontati con urgenza per evitare un impatto ritardato o ridotto. Infine, ma non per questo meno importante, la BCE dovrà continuare ad affiancare

l'espansione fiscale dei governi dell'Eurozona ricalibrando la sua strategia politica nella prossima riunione di dicembre. Ci aspettiamo di vedere un impulso di 500 miliardi di euro al suo programma di QE per il 2021 per tenere sotto controllo i costi di rifinanziamento per i governi e il settore privato. La potenza di fuoco aggiuntiva dovrebbe essere più che sufficiente ad assorbire l'intera emissione netta di titoli sovrani prevista, che secondo le nostre stime è pari a 400 miliardi di euro. Inoltre, è probabile che la BCE renda più favorevoli le condizioni su TLTRO-III e potrebbe anche aumentare il moltiplicatore di remunerazione della liquidità in eccesso per dare più respiro alle banche.

**Figura 4:** 2021 Emissione netta di obbligazioni sovrane dell'area dell'euro rispetto agli acquisti previsti



Fonti: Refinitiv, Agenzie del debito nazionale, Ministeri nazionali delle Finanze, Allianz Research

**Cosa possiamo imparare dalla gestione delle seconde ondate di Covid-19 da parte di altri paesi?** Diverse economie dell'Asia-Pacifico hanno già attraversato e messo sotto controllo la seconda ondata di infezioni da Covid-19. In Vietnam, Australia e Hong Kong, dopo lo scoppio (giugno-luglio) sono state attuate rapidamente misure di contenimento più severe. I picchi delle epidemie sono stati raggiunti tra uno e due mesi dopo il loro inizio, e un allentamento molto graduale delle misure di contenimento è iniziato solo circa un mese dopo. In particolare in Australia, nello stato di Victoria, l'epicentro della seconda epidemia, è stato messo in atto un lungo blocco mirato di quasi quattro mesi. L'allentamento delle restrizioni è iniziato solo quando il numero di nuove infezioni giornaliere è sceso a quasi 0. In Corea del Sud, la severità delle misure di contenimento non è cambiata molto durante la seconda ondata di infezioni e la strategia di contenimento si è basata principalmente su una rigorosa tracciabilità dei contatti e sull'isolamento. Oltre a misure sanitarie più severe, sono state potenziate le misure politiche a sostegno dell'economia. In Australia, ad esempio, il regime di sussidi salariali è stato prorogato di sei mesi allo scoppio della seconda ondata di infezioni (aumentando le dimensioni del programma dal 3,3% al 6,2% del PIL). Secondo la nostra analisi, le misure di confinamento attualmente in corso di attuazione in Europa arrivano in un momento successivo rispetto all'esperienza dell'Asia-Pacifico. I picchi delle attuali epidemie in Europa potrebbero quindi essere più alti e più tardivi rispetto all'Asia-Pacifico. - Françoise Huang, Senior Economist per l'Asia-Pacifico

Cosa significa questo per le aziende?

Grazie alle misure di agevolazione fiscale e al continuo sostegno della liquidità si eviterà una crisi di cassa su larga scala, ma la doppia recessione dovrebbe indebolire ulteriormente la fiducia delle imprese. La quota delle PMI che hanno un margine EBITDA negativo, cioè quelle più a rischio di crisi di liquidità, è stimata tra il 15 e il 20% nelle quattro maggiori economie dell'Eurozona, e la quota delle PMI zombie - quelle con alti livelli di indebitamento, bassa redditività e bassi indici di capitale proprio - si attesta tra l'8 e il 10%. Nel secondo trimestre, durante il primo blocco, le imprese francesi sembrano aver perso il massimo in termini di redditività (da -4,0 punti percentuali a 25,5%), nonostante un forte sostegno fiscale senza precedenti. In Germania, la redditività è rimasta sostanzialmente stabile (+0,2%), attestandosi al 36,6%. Anche le imprese francesi hanno registrato un forte calo della liquidità proveniente dalle attività operative: -45,5 miliardi di euro contro -19,5 miliardi di euro in Germania, anche se i differimenti di imposta e il programma di disoccupazione parziale spiegano la maggiore entità dei prestiti garantiti dallo Stato in Francia (oltre 120 miliardi di euro contro i 50 miliardi di euro in Germania). Tuttavia, con il doppio calo, gli effetti sulla fiducia potrebbero rivelarsi più pericolosi scoraggiando le imprese a coprire il problema del cash-flow con un debito aggiuntivo in un contesto in cui la crescita del fatturato nei settori più colpiti non dovrebbe tornare ai livelli pre-crisi prima del 2023.

Cosa significa questo per i mercati dei capitali?

In primo luogo, ci si potrebbe aspettare un modesto aumento delle curve dei rendimenti sovrani, più negli Stati Uniti che nell'UEM, in linea con il rapido au-

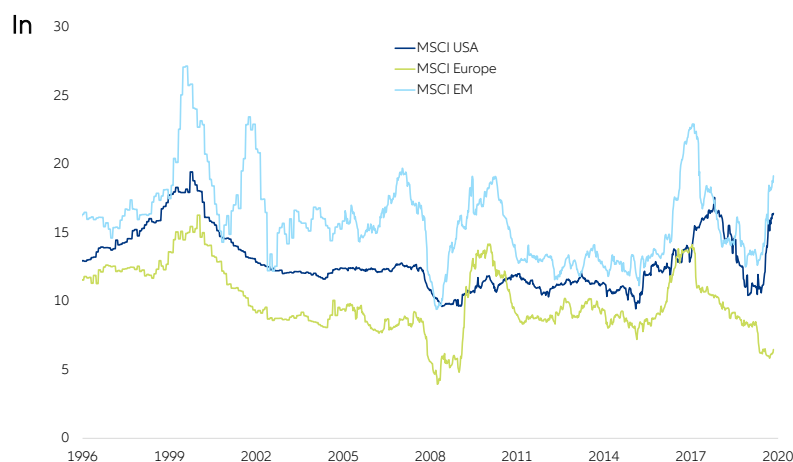
mento del deficit pubblico e del rapporto debito/PIL. In un contesto politicamente conflittuale, i mercati possono preoccuparsi della sostenibilità del debito. Pur essendo pronte ad espandere ulteriormente il *Quantitative Easing*, le banche centrali vorranno sovvenzionare indirettamente le banche commerciali, che attualmente stanno espandendo rapidamente le loro partecipazioni in titoli di Stato.

In secondo luogo, dal punto di vista azionario, le sopravvalutazioni sono più preoccupanti negli Stati Uniti e negli EM che in Europa, in quanto forniscono uno scarso ammortizzatore contro gli scenari negativi. Secondo IBES, le previsioni di crescita degli utili operativi a lungo termine negli Stati Uniti e negli EM attualmente si attestano rispettivamente al +16% e al +19%. Lo stesso si può dire della previsione di crescita a più breve termine dell'S&P 500 EPS, che è del +24,5% per il 2021 e del +16,8% per il 2022. Le aspettative a lungo termine sono più ragionevoli in Europa (+6,2%), ma le aspettative a breve termine mostrano lo stesso schema ottimistico degli Stati Uniti: +39% nel 2021 e +17% nel 2022. Sì, le azioni europee non sono così sopravvalutate come quelle statunitensi, ma le correlazioni tra queste classi di attività salgono a livelli elevati quando le azioni statunitensi sono in difficoltà. La sopravvalutazione delle azioni statunitensi è una spada di Damocle sulle azioni europee e anche un rischio al ribasso per il dollaro: avendo partecipato al rally azionario americano, parteciperà alla sua correzione.

terzo luogo, sono aumentate le nostre preoccupazioni per quanto riguarda i segmenti delle obbligazioni societarie, in particolare per il segmento ad alto rendimento, in quanto i prestiti alle imprese insolventi non fanno parte della classica descrizione delle mansioni delle banche centrali. Le obbligazioni societarie hanno attirato molto capitale fresco da marzo sulla scia degli annunci di politica delle banche centrali a favore delle obbligazioni *investment grade* (e degli angeli caduti<sup>2</sup> negli Stati Uniti, con la BCE che forse salterà sul carro del vincitore già a dicembre). Tuttavia, soprattutto nell'UEM, sarebbe un errore presumere che la banca centrale possa sostenere qualsiasi tipo di obbligazioni societarie indipendentemente dal loro merito di credito. Le Tesorerie nazionali dovranno fare questo lavoro, si spera, ma non necessariamente in modo tempestivo. Gli spread all'estremità inferiore dello spettro creditizio si allargheranno di conseguenza. Negli EM, anche se le prospettive di crescita a lungo termine sono più allettanti che nei DM, una previsione di crescita a lungo termine dei profitti operativi del +19% fornisce un piccolo ammortizzatore contro gli esiti negativi.

A causa del deprezzamento della valuta in passato, le obbligazioni in valuta locale offrono un certo valore, ma al costo di un'elevata volatilità. Nonostante alcune recenti correzioni, le obbligazioni in valuta forte sembrano ancora sopravvalutate.

Figura 5: Utile operativo medio ponderato previsione di crescita a lungo termine (%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

<sup>2</sup> Obbligazioni che hanno perso il loro rating di credito *investment grade* a seguito dello shock economico Covid-19

# FOCUS PAESI: I COSTI DEL "LOCKDOWN LEGGERO" IN GERMANIA, FRANCIA, ITALIA, SPAGNA E REGNO UNITO

Per la Germania, la domanda cinese come "pilastro della stabilità" si rivelerà sempre più importante nei prossimi mesi, dato che i principali partner commerciali stanno inasprendo le restrizioni legate a Covid-19 per combattere la seconda ondata di virus. In Germania, il PIL è salito del +8,2% congiunturale nel terzo trimestre, con un tasso annuo in recupero da -11,3% a -4,3%. Dopo l'annuncio di un blocco di quattro settimane a novembre per salvare il Natale, ora ci aspettiamo una contrazione del -3% su base trimestrale per il 4° trimestre 2020 (-7% su base mensile a novembre - circa il 50% dello shock di aprile), seguita da un rimbalzo relativamente moderato del +1% nel 1° trimestre 2021, in quanto è probabile che le restrizioni sociali restino elevate fino alla Pasqua del 2021. Il nuovo blocco ritarderà ma non farà deragliare la ripresa economica tedesca anche grazie all'annuncio di un ulteriore sostegno fiscale per 10 miliardi di euro e alla prevista estensione delle politiche fiscali di riferimento, compresi gli schemi pubblici sul credito fino ad almeno la metà del 2021. Il vento in poppa della Cina è un ulteriore fattore che ha contribuito a far sì che la Germania emerga più velocemente e in una posizione migliore rispetto ai suoi omologhi europei dallo shock della Covid-19. Dopo tutto, circa la metà delle esportazioni dell'UE-27 verso la Cina provengono dalla Germania. Dato che le prospettive di esportazione tedesche sono destinate a subire un duro colpo con una crescita del quarto trimestre dell'Eurozona, la domanda di esportazioni cinesi, relativamente più resistente, fornisce un raggio di luce in mezzo alla rovina e all'oscurità. Infatti, tra i primi 10 partner commerciali della Germania, la Cina si distingue come l'unico paese che ci aspettiamo possa evitare un forte inasprimento delle restrizioni di Covid-

19. Nel complesso, il PIL tedesco sembra destinato a contrarsi del -6,2% nel 2020 contro il -6% previsto in precedenza, seguito da una ripresa più moderata nel 2021 del +2,4% contro il +3,5% previsto in precedenza. Di conseguenza, ci aspettiamo che l'economia tedesca torni ai livelli del PIL pre-crisi solo verso la fine del 2022.

**In Francia, la ripresa economica più forte del previsto nel terzo trimestre (+18,2% q/q) dovrebbe essere di breve durata in quanto l'economia scivolerà in una forte recessione a doppia caduta nel quarto trimestre.** Il PIL francese ha registrato un rimbalzo del +18,2% nel terzo trimestre, trainato da forti effetti di base dopo il blocco, ma anche dalla robusta spesa per i consumi durante l'estate. Tuttavia, con l'aumento dei tassi di infezione, sia la spesa al consumo che la fiducia sono peggiorate a settembre. Il fallimento delle misure di contenimento parziale per frenare la diffusione esplosiva del virus ha portato a un ritorno al blocco nazionale a partire da novembre. La Francia sta implementando una versione più leggera del blocco di marzo-aprile, con un terzo dell'economia in pausa per almeno quattro settimane. Ci aspettiamo una perdita di attività economica meno grave (-16% rispetto ai livelli pre-crisi) questa volta rispetto al precedente blocco (-30%). Tuttavia, in considerazione della saturazione della capacità ospedaliera nella maggior parte delle città, ci aspettiamo che il blocco nazionale venga prorogato a dicembre (per almeno altre due settimane) e che venga revocato solo parzialmente (con il coprifuoco in vigore) durante le vacanze di fine anno. Nel complesso, prevediamo un crollo del PIL del -7,1% nel quarto trimestre 2020, portando la contrazione annuale nel 2020 a -10% (dal -9,8% previ-

sto in precedenza). La seconda ondata della pandemia si ripercuoterà sull'economia, causando gravi perdite di produzione in settori già indeboliti (turismo, ospitalità, attività ricreative, trasporti e commercio al dettaglio). Sono state ripristinate importanti misure di sgravio fiscale. A novembre, il governo francese ha annunciato un ulteriore pacchetto di sostegno di 20 miliardi di euro (1% del PIL) attraverso il ricarico del regime di disoccupazione parziale e del Fondo di solidarietà. Questo costituisce il quarto emendamento alla legge finanziaria per il 2020 e porterà il deficit fiscale a -11,3% del PIL nel 2020 (in aumento rispetto al -10,2%). Per il 2021 ci aspettiamo che le misure sanitarie rigorose rimangano in vigore nei mesi di gennaio e febbraio, prima di essere progressivamente allentate a partire da marzo. Prevediamo quindi un moderato rimbalzo dell'attività (+3,4% q/q) nel primo trimestre del 2021. La domanda interna dovrebbe rimbalzare con la progressiva riapertura dell'economia nel secondo trimestre del 2021 (+3,6% in termini). Sotto l'impulso del pacchetto di stimolo di 100 miliardi di euro e degli effetti positivi della fiducia dopo l'inizio della campagna di vaccinazione ci aspettiamo una robusta ripresa nel 2° trimestre 2021. Tuttavia, abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2021, portandole al +6,2% (dal +6,9%), mentre i livelli di attività pre-crisi dovrebbero essere raggiunti all'inizio del 2023. Prevediamo che nel 2021 saranno annunciate misure di sgravio fiscale aggiuntive per almeno 20 miliardi di euro. Di conseguenza, è improbabile che il governo francese riesca a contenere l'aumento del debito pubblico il prossimo anno. Prevediamo che il rapporto debito/PIL raggiunga il 120% del PIL nel 2021 (rispetto al 117,5% del 2020).



## In Italia, la mancanza di un forte sostegno da parte della politica fiscale peserà probabilmente sulla sua performance di crescita a cavallo del 2020/21.

I dati preliminari sul PIL dell'Italia del terzo trimestre mostrano un forte rimbalzo del +16,1% nel terzo trimestre, trainato dai consumi privati e dalla forte domanda esterna. Ciò si riflette in una robusta produzione industriale che, grazie alla posizione dell'economia nella catena del valore globale, è ormai vicina ai livelli pre-crisi. Tuttavia, le infezioni sono aumentate da metà ottobre. Mentre la dinamica rimane più debole rispetto alla Francia o alla Spagna, sono state ripristinate alcune misure restrittive, mirate a bar e ristoranti (riduzione degli orari di apertura), nonché ad attività ricreative e culturali (chiusure del tutto). Ma ci sono grandi differenze tra le regioni, con misure nelle roccaforti economiche del Nord più vicine al blocco morbido della Germania. Ciò significa che il settore italiano del commercio al dettaglio e dell'industria rimane pienamente operativo. Ciononostante, una contrazione del Pil del quarto trimestre è tutt'altro che certa. Oltre all'effetto delle misure di confinamento, è probabile che lo slancio industriale si indebolisca a causa della riduzione delle scorte. Prevediamo un calo dell'attività economica del -3,0% nel quarto trimestre e la ripresa resterà probabilmente contenuta all'inizio del 2021, poiché vediamo il rischio di un deficit di stimolo fiscale nonostante gli ulteriori annunci su questo fronte (il governo italiano ha approvato un ulteriore pacchetto di misure compensative per un valore di 5,4 miliardi di euro che combina sovvenzioni, differimenti/annullamenti fiscali e la proroga del piano di tutela del lavoro fino al gennaio 2021). In particolare, diverse misure di sostegno alle famiglie e alle imprese potrebbero terminare a fine anno. Inoltre, le misure del piano di ripresa nazionale (150 miliardi di euro secondo la bozza del Ministero dello Sviluppo Economico) sono principalmente orientate all'offerta e hanno tempi di realizzazione più lunghi, che difficilmente consentiranno una rapida attuazione. Tutto ciò significa che abbiamo rivisto le nostre previsioni di crescita del PIL. Anche con una battuta d'arresto del -3,0% nel quarto trimestre, ci aspettiamo ora una contrazione del PIL reale del -9,0% nel 2020 (-10,1% in precedenza). Allo stesso tempo, con il riporto negativo del 4° trimestre, dobbiamo adeguare le nostre previsioni di crescita del PIL per il 2021 al +3,8% (in precedenza +4,1%).

**La Spagna è in ritardo rispetto ai suoi omologhi europei nella risposta sanitaria e fiscale.** Anche la crescita del PIL del terzo trimestre

è stata più forte del previsto, ma l'attività è stata ancora -9,1% al di sotto dei livelli pre-crisi. Questa volta, nuovi blocchi o confinamenti dovrebbero essere "leggeri" anche per l'economia spagnola (chiusura dei servizi non essenziali ma proseguimento delle costruzioni, dell'industria manifatturiera e dell'istruzione) e quindi meno dannosi: stimiamo che lo shock mensile potrebbe essere pari al 40% di quello di aprile, vale a dire che l'attività si aggirerebbe intorno all'86% dei livelli di ottobre. Pertanto, con un blocco di una settimana nei centri economici del Paese, il PIL potrebbe contrarsi di circa -2% nel quarto trimestre. Tuttavia, è probabile che il governo annuncerà anche un blocco nazionale della durata di un mese nei prossimi giorni o settimane, dato che nuovi casi hanno continuato a raggiungere livelli record nell'ultima settimana. Questo ci porta a rivedere la nostra precedente previsione del PIL per il 4° trimestre da -1,3% in termini di volume d'affari a -5,5% sempre in termini di volume d'affari. A dicembre si assisterebbe a una ripresa, ma nel primo trimestre le restrizioni dovrebbero rimanere più strette rispetto a dopo il primo confinamento, portando a un magro +1% di crescita per il primo trimestre. Lo stato di ritardo della Spagna nell'Eurozona dovrebbe essere confermato: Dopo una contrazione del -12,1% nel 2020 ci aspettiamo una ripresa di solo +4% nel 2021 a causa dell'elevata disoccupazione, dell'attività turistica ancora molto contenuta e dell'incertezza intorno all'adozione e all'attuazione di incentivi per 72 miliardi di euro. L'attività economica reale rimarrebbe -8% al di sotto dei livelli pre-crisi alla fine del 2021.

Il governo ha annunciato alla fine dell'estate 2020 che avrebbe sbloccato altri 11 miliardi di euro per finanziare i programmi di occupazione parziale (ERTE) fino al 31 gennaio 2021, ovvero circa 2,2 miliardi di euro al mese (equivalenti a sovvenzioni per circa 800.000 lavoratori). Tuttavia, calcoliamo che il 50-60% dei lavoratori che hanno ricevuto sussidi per l'occupazione parziale durante la prima serrata potrebbe aver bisogno di riceverli nuovamente in caso di una seconda serrata. Le nostre stime indicano un'ulteriore spesa di 2,5 miliardi di euro nel corso del mese della serrata e in totale tra i 3,5 e i 4 miliardi di euro di spesa aggiuntiva fino al 31 gennaio (circa lo 0,4% del PIL). Tuttavia, è probabile che il governo spagnolo estenda anche le garanzie pubbliche, che avevano avuto successo durante la prima ondata. In totale, si stima che circa l'1,5-2% del PIL in spesa aggiuntiva sarebbe necessario per evitare una crisi di solvibilità delle imprese durante questa seconda ondata di blocchi. Vale anche la pena di ricordare che nel cor-

so del secondo trimestre i sussidi statali alle imprese non finanziarie sono triplicati, il che, unito ai minori costi legati alle retribuzioni dei dipendenti (-17% in termini di quota trimestrale), è riuscito a proteggere i margini aziendali (+1,6% al 39,9%) e a mantenere stabile la liquidità derivante dalle attività operative (risparmio netto) rispetto al 2019.

**Nel Regno Unito, Brexit è suscettibile di fungere da freno alla ripresa post-lockdown.** Il costo del secondo blocco dovrebbe salire fino a un terzo del precedente. La spesa sociale, che risente principalmente delle misure di blocco, rappresenta il 48% del PIL. Pertanto, considerando i due terzi dell'impatto del precedente blocco a partire dal mese di aprile e una limitata ripresa nel resto dell'economia, si prevede che la crescita del PIL diminuirà di circa -9% a novembre e si riprenderà solo leggermente a dicembre (+2% a fine mese) se sarà possibile una limitata riapertura intorno a Natale. Nel complesso, prevediamo un calo del PIL del quarto trimestre tra -5% e -6% su base trimestrale. Sono state riattivate misure di sgravio fiscale simili a quelle di marzo (regime di disoccupazione parziale, differimento delle rate delle imposte e dei mutui, regimi pubblici garantiti), che dovrebbero aggiungere circa 1,5-2 punti percentuali del PIL al debito pubblico. Tuttavia, le misure di sgravio fiscale abbinata ad ulteriori acquisti di QE per 100 miliardi di sterline entro la fine dell'anno (l'equivalente del 5% del PIL) svolgeranno un significativo ruolo stabilizzatore e terranno sotto controllo i rischi di solvibilità. Il nostro scenario di base (un accordo dell'ultimo minuto con l'UE) ha guadagnato notevolmente terreno nelle ultime due settimane, soprattutto perché la situazione sanitaria è peggiorata in tutta Europa. A seguito dei blocchi generalizzati (più leggeri) in Europa, un (breve) prolungamento tecnico del periodo di transizione eviterà probabilmente le perturbazioni alla frontiera dovute all'attuazione dei controlli doganali alla data di uscita dall'UE. Di conseguenza, Brexit dovrebbe ridurre di -2,5 punti percentuali il blocco post-recupero nel 2° trimestre (al 4,5% su base trimestrale). Nel complesso, ci aspettiamo che la crescita del PIL raggiunga il +2-2,5% nel 2021, in quanto il costo di Brexit non sarebbe pienamente compensato dall'atteso stimolo fiscale (circa il 3-4% del PIL, concentrato principalmente sulla spesa per le infrastrutture e sulla riduzione delle imposte al consumo per ridurre l'onere dell'aumento dei prezzi all'importazione dopo Brexit).

# LA NOSTRA SQUADRA

## Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran  
Chief Economist  
ludovic.subran@allianz.com

## Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti  
alexis.garatti@eulerhermes.com

## Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon  
eric.barthalon@allianz.com

## Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Macroeconomic Research



Ana Boata  
Head of Macroeconomic  
Research  
ana.boata@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl  
Senior Economist for Europe  
katharina.uterhoehl@allianz.com



Selin Ozyurt  
Senior Economist for France  
and Africa  
selin.ozyurt@eulerhermes.com



Françoise Huang  
Senior Economist for APAC  
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer  
Senior Economist for Middle East  
and Emerging Europe  
manfred.stamer@eulerhermes.com



Georges Dib  
Economist for Latin America, Spain,  
Portugal and Trade  
georges.dib@eulerhermes.com



Dan North  
Senior Economist for North  
America  
dan.north@eulerhermes.com

## Capital Markets Research



Jordi Basco Carrera  
Fixed Income Strategist  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



Michaela Grimm  
Senior Expert, Demographics  
michaela.grimm@allianz.com



Lina Manthey  
Equities Strategist  
lina.manthey@allianz.com



Markus Zimmer  
Senior Expert, ESG  
markus.zimmer@allianz.com



Patrick Krizan  
Senior Economist for Italy and  
Greece, Fixed Income  
patrick.krizan@allianz.com



Patricia Pelayo Romero  
Expert, Insurance  
patricia.pelayo-romero@allianz.com

## Sector Research



Maxime Lemerle  
Head of Sector Research  
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Aurélien Duthoit  
Sector Advisor for Retail, Technology and Household  
Equipment  
aurelien.duthoit@eulerhermes.com



Marc Livinec  
Sector Advisor for Chemicals,  
Pharmaceuticals, Transportation,  
Agrifood and Transport Equipment  
marc.livinec@eulerhermes.com



Ano Kuhanathan  
Sector Advisor and Data Scientist  
ano.kuhanathant@eulerhermes.com

Discover all our publications on our websites: [Allianz Research](#) and [Euler Hermes Economic Research](#)

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist  
Allianz and Euler Hermes  
Phone +33 1 84 11 35 64

Allianz Research  
[https://www.allianz.com/en/economic\\_research](https://www.allianz.com/en/economic_research)

Königinstraße 28 | 80802 Munich |  
Germany  
allianz.research@allianz.com



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research  
<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense  
Cedex | France  
research@eulerhermes.com



euler-hermes



@eulerhermes

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.