

ALLIANZ RESEARCH

AFFRONTARE COVID-19

IN MODI DIVERSI

09 LUGLIO 2020

04 Chiusure leggere e mirate per combattere la seconda ondata di infezioni da Covid-19 freneranno la ripresa.

06 Bazooka monetario: espansione del bilancio senza precedenti, rendimenti differenziati.

07 Bazooka fiscale: rapido ma disomogeneo nelle dimensioni e nei moltiplicatori. Ne seguiranno altri?

08 Attenzione ai flussi di investimento: la fiducia conta

09 Il commercio globale non tornerà ai livelli pre-crisi prima del 2023

10 I mercati sono pavloviani, schizzinosi e difensivi

11 A medio termine, ci attendiamo che la crescita del PIL sia compromessa dall'eredità della crisi

12 Outlook Regionali



EXECUTIVE SUMMARY



Ludovic Subran, Chief Economist

+49 (0) 1 75 58 42 725

Ludovic.SUBRAN@allianz.com

Alexis Garatti, Head of Economic Research

Eric Barthalon, Head of Capital Markets Research

Ana Boata, Head of Macroeconomic Research

Maxime Lemerle, Head of Sector and Insolvency
ResearchGeorges Dib, Economist for Latin America, Spain and
Portugal

Françoise Huang, Senior Economist for APAC

Patrick Krizan, Senior Economist for Italy and Greece

Manfred Stamer, Senior Economist for Emerging
Europe and the Middle East

Katharina Utermöhl, Senior Economist for Europe

Selin Ozyurt, Senior Economist for France and Africa

Jordi Basco Carrera, Fixed Income Strategist

Lina Manthey, Equities Strategist

- **Le misure di contenimento leggere e mirate per combattere la seconda ondata di infezioni da Covid-19 limiterà il ritmo della ripresa. Prevediamo una contrazione del PIL globale del -4,7% nel 2020, seguita da una crescita del +4,8% nel 2021.** Da aprile 2020, l'economia globale funziona al 70%-80% della capacità produttiva e ci aspettiamo che questa situazione persista fino al 4° trimestre 2020, anche se in misura minore, a causa di blocchi mirati per combattere nuove epidemie e restrizioni sanitarie prolungate. Un ritorno ai livelli pre-crisi per l'economia globale è ora previsto solo alla fine del 2021. La gestione dei rischi di una seconda ondata sarà tuttavia cruciale per determinare l'entità dello shock. I punti caldi sono il Brasile, il Messico, gli Stati Uniti, l'India, l'Indonesia, il Regno Unito e il Sudafrica, Paesi che sono particolarmente a rischio di nuove epidemie e false ripartenze.
- **Gli stimoli monetari e fiscali in risposta alla crisi Covid-19 sono stati pari a più di 18 miliardi di dollari nel 2020, 1,3 volte il PIL cinese. Ma i rendimenti differenziati creeranno recuperi differenziati.** I nostri indici proprietari legati agli stimoli monetari mostrano i livelli record negli Stati Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito. Tuttavia, l'indice cinese è ancora lontano dai picchi raggiunti dopo la crisi finanziaria del 2009. Nel frattempo, il sostegno fiscale globale è stato pari a 10, 4 miliardi di dollari dal marzo 2020 (12% del PIL globale), con una percentuale che va dal 3% al 18% del PIL dei Paesi. Questo, insieme alle dimensioni degli stabilizzatori automatici, modellerà le future traiettorie di ripresa per Paese. Germania, Paesi Bassi, Svizzera e Austria dovrebbero recuperare più rapidamente, mentre Giappone, Stati Uniti, Spagna, Regno Unito e Italia avranno probabilmente bisogno di ulteriori stimoli fiscali per compensare la debolezza degli stabilizzatori automatici. Ci aspettiamo che l'Europa raggiunga il livello del PIL pre-crisi solo alla fine del 2022-2023, mentre la Cina e gli Stati Uniti dovrebbero raggiungere il proprio anno prima, a seconda della gestione della seconda ondata. La questione chiave rimane il sostegno alla ripresa che verrà, insieme al supporto mirato per i settori più colpiti fino alla fine dell'anno. Con i rischi di solvibilità più elevati nel 2020 e nel 2021, prevediamo che le insolvenze globali aumenteranno del +35% nel 2020-21.
- **Il commercio globale non tornerà ai livelli pre-crisi prima del 2023, poiché i flussi internazionali nel settore dei servizi rimarranno penalizzati più a lungo.** Prevediamo una contrazione globale del commercio del -15% in volume nel 2020, con una ripresa del +8% nel 2021 e del +4,1% nel 2022. Anche le perdite sulle esportazioni (4,5 trilioni di dollari USA nel 2020) riveleranno grandi asimmetrie tra Paesi e settori. Le attività di servizio richiederanno un tempo di recupero molto più lungo (2023 per i servizi di viaggio e di trasporto) rispetto al commercio di beni, che dovrebbe tornare al livello pre-crisi entro la fine del 2022. Prevediamo che il settore dell'energia sarà il più colpito (-733 miliardi di dollari USA di perdite all'esportazione), seguito dai metalli (-420 miliardi di dollari USA) e dai servizi di trasporto legati alle case automobilistiche (-270 miliardi di dollari USA).
- **I "mercati pavloviani" genereranno un regime di elevata volatilità.** In risposta agli annunci di politica monetaria e/o fiscale espansiva, i mercati tendono a dipendere eccessivamente dall'efficacia delle misure politiche. Continuiamo a credere che il valore globale netto dei titoli sia sopravvalutato. Per il 2020, prevediamo che i Bund tedeschi a 10 anni chiuderanno l'anno a -0,5% e i titoli del Tesoro statunitensi sempre a 10 anni all'1,0%, leggermente al di sopra dei livelli attuali.
- **A medio termine, ci aspettiamo che la crescita del PIL sia compromessa dai lasciti della crisi.** Vediamo un'accelerazione della zombificazione di aziende, banche e mercati del lavoro, un deterioramento del rischio sociale e politico e perdite definitive in termini di capacità di produzione. Rispetto ad altre economie sviluppate, gli Stati Uniti perderanno probabilmente un punto percentuale nell'arco di dieci anni, soprattutto a causa di un forte accumulo di debito pubblico. Anche se non ci aspettiamo un cambiamento del regime commerciale (ri-localizzazione/reshoring) nel breve termine, è improbabile che i livelli delle tariffe pre-Trump ritornino, nonostante la minore incertezza sui rapporti commerciale tra Stati Uniti e Cina dopo le elezioni americane.



-4.7%

La contrazione del PIL
globale prevista nel 2020

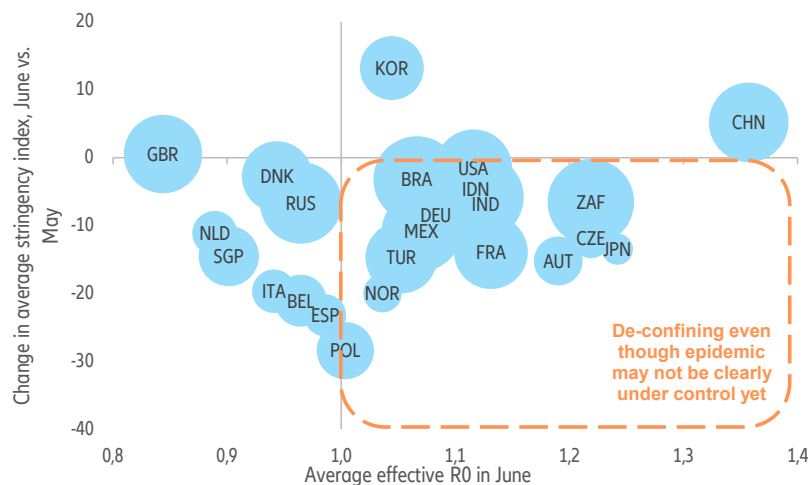
CHIUSURE LEGGERE E MIRATE PER COMBATTERE LA SECONDA ONDATA DI INFEZIONI DA COVID-19 FRENERANNO LA RIPRESA

Già in aprile abbiamo segnalato la graduale apertura delle economie nazionali dopo le chiusure, che si rivelerà lunga e prudente. Sono ancora probabili blocchi leggeri e localizzati, comprese le restrizioni alle frontiere e i divieti di eventi. Le misure politiche saranno bilanciate tra misure di sollievo mirate per i settori più colpiti (alberghi e ristoranti, ristorazione e alloggio, trasporti, tempo libero) e misure di stimolo (tagli dell'aliquota IVA, piani di rottamazione delle auto, incentivi verdi, mi-

sure di investimento pubblico, incentivi fiscali agli investimenti delle imprese...). Nel complesso, l'economia globale sta funzionando al 70%-80% della capacità produttiva e ci aspettiamo che questa situazione continui fino al 4° trimestre 2020, poiché i Paesi potrebbero essere costretti a imporre blocchi mirati per combattere nuove epidemie di Covid-19 e a prolungare le restrizioni sanitarie fino allo sviluppo di un vaccino. La nostra analisi suggerisce che molti Paesi si battono ancora contro un tasso di

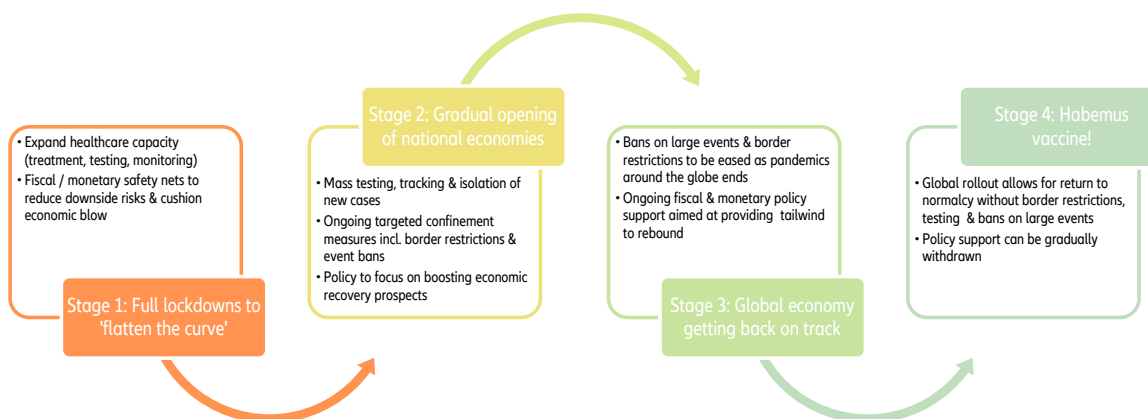
riproduzione effettiva troppo alto (R0). I punti caldi sono il Brasile, il Messico, gli Stati Uniti, l'India, l'Indonesia, il Regno Unito e il Sudafrica: questi Paesi sono particolarmente a rischio di nuove epidemie e di falsi riavvii in quanto non hanno ancora la pandemia sotto controllo. Negli Stati Uniti ci aspettiamo che la recessione sia più forte di -2 punti percentuali (dall'attuale -5,3%) nel caso in cui si generalizzassero le misure di blocco contro la seconda ondata.

Figura 1: Deconfinamento: gestione del tasso di riproduzione effettivo (la dimensione della bolla è l'ultimo indice di rigidità disponibile a fine giugno)



Fonti: Oxford university, Allianz Research

Figura 2: La maratona della fase 2



Fonti: OECD, Allianz Research from April 2020

Attualmente gli indicatori ad alta frequenza indicano una lenta ripresa nei Paesi in cui le condizioni iniziali erano deboli e la severità di blocco più alta. L'indice di rigorosità in Cina è aumentato in giugno rispetto a maggio (una delle due principali economie in questa situazione), raggiungendo il 79 contro una media globale di 66. Tra il rischio di nuove epidemie e gli approcci estremamente prudenti di de-confinamento, è probabile che ci vorrà molto tempo prima che tutte le misure di contenimento vengano rimosse in tutto il mondo. Gli indici di severità sono aumentati

più rapidamente rispetto al calo, in particolare per i viaggi internazionali. Anche nelle aree in cui non sono state messe in atto misure di contenimento, l'indice di severità si è mantenuto su una media di 30-40 nel secondo trimestre (ad es. Islanda, Svezia, Giappone). Ciò dimostra che ci vorrà del tempo prima di poter assistere a un ritorno al business as usual. Prevediamo un calo del PIL globale del -4,7% nel 2020, più del triplo rispetto al 2009, e una crescita del +4,8% nel 2021. Il ritorno ai livelli pre-crisi è previsto per la fine del 2021, trainato principalmente dalla Cina e

dagli Stati Uniti. L'Europa avrà bisogno di più tempo per raggiungere i livelli pre-crisi, data l'entità dello shock - il doppio rispetto agli Stati Uniti - e la risposta più limitata degli stimoli. Ci aspettiamo un ritorno ai livelli pre-crisi solo alla fine del 2022-2023, con Francia, Italia, Spagna e Regno Unito in ritardo e Germania, Paesi Bassi e Svezia le economie a più rapida crescita.

Figura 3: Crescita reale del PIL, in %.

	2017	2018	2019	2020	2021
World GDP growth	3.3	3.1	2.5	-4.7	4.8
United States	2.4	2.9	2.3	-5.3	3.7
Latin America	1.0	1.0	0.1	-6.8	3.1
Brazil	1.3	1.3	1.1	-7.0	3.0
United Kingdom	1.8	1.3	1.4	-13.3	5.0
Eurozone members	2.7	1.9	1.3	-9.0	6.0
Germany	2.8	1.5	0.6	-7.0	4.5
France	2.4	1.8	1.5	-10.8	7.4
Italy	1.7	0.7	0.3	-11.2	6.6
Spain	2.9	2.4	2.0	-11.0	7.0
Russia	1.8	2.5	1.3	-5.2	3.0
Turkey	7.5	2.8	0.9	-4.7	4.2
Asia-Pacific	5.2	4.7	4.2	-1.3	5.9
China	6.9	6.7	6.1	1.5	7.6
Japan	2.2	0.3	0.7	-5.7	2.2
India	7.0	6.1	4.7	-3.6	7.5
Middle East	1.4	0.9	0.3	-6.3	2.2
Saudi Arabia	-0.7	2.4	0.3	-4.0	2.0
Africa	3.1	2.7	1.9	-3.1	4.0
South Africa	1.4	0.8	0.3	-7.8	5.4

* Weights in global GDP at market price, 2019

NB: fiscal year for India

Fonti: Fonti nazionali; Allianz Research

BAZOOKA MONETARIO: ESPANSIONE DEL BILANCIO SENZA PRECEDENTI, RENDIMENTI DIFFERENZIATI

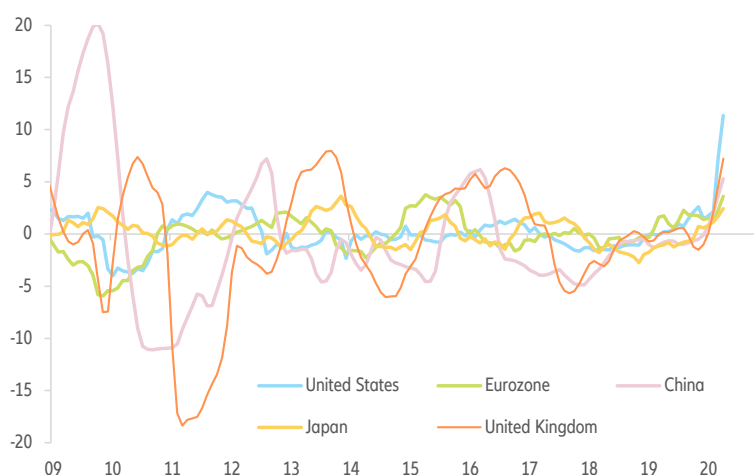
Le banche centrali di tutto il mondo hanno risposto in modo rapido e coraggioso per contenere la crisi pandemica aumentando i finanziamenti e iniettando liquidità. L'intera gamma di strumenti monetari classici e non convenzionali è ora al lavoro, compresi i tassi di politica monetaria più bassi, la flessibilità normativa (ad esempio, la politica di garanzia collaterale, la gestione dei crediti), la forward guidance

e le operazioni di bilancio su larga scala. In linea con questa tendenza, le dimensioni dei bilanci delle principali banche centrali aumenteranno in modo significativo, avvicinandosi al 50% del PIL nel 2020-21.

Sebbene questa dimensione di politica monetaria simultanea sia una novità assoluta, i nostri indici di impulso monetario di proprietà mostrano che l'intensità del sostegno è diversa. Negli Stati

Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito, gli indici hanno raggiunto i livelli più alti mai registrati, mentre in Giappone l'indice è ai massimi dai primi anni Settanta. In Cina, invece, mentre l'indice si sta muovendo nella giusta direzione, è ancora lontano dai picchi raggiunti dopo la crisi finanziaria del 2009

Figura 4: Indici di impulso monetario, punti percentuali



Fonti: National central banks, Euler Hermes, Allianz Research

Per il futuro non ci aspettiamo un bazooka rinnovato da parte delle banche centrali, ma non ci saranno grandi cambiamenti da una politica monetaria estremamente accomodante. L'impegno della Fed per un tasso di interesse vicino allo zero fino al 2022 sembra plausibile. La BCE continuerà ad attuare i suoi programmi QE & PEPP fino al 2021 e il suo bilancio continuerà ad espandersi fino alla fine del 2021 e oltre. Ha fornito una debole guida per il futuro (pausa politica), ma crediamo che la sua attenzione passerà alle banche per evitare la cosiddetta

"zombificazione" a seguito dell'atteso aumento dei crediti in sofferenza. I settori più vulnerabili dopo la crisi di Covid-19 presentano già livelli elevati di sofferenze e rappresentano un'elevata esposizione per le banche. A fronte dei bassi coefficienti di adeguatezza patrimoniale in diversi Paesi europei e del peggioramento della redditività, affrontare il problema degli NPL (ad esempio attraverso una bad bank europea) contribuirebbe a prevenire una potenziale stretta creditizia nel 2021.

La politica monetaria estremamente accomodante manterrà i rendimenti

obbligazionari a livelli molto bassi. Attualmente stimiamo l'effetto di smorzamento del QE per i rendimenti dei Bund a 10 anni a -150 punti base e per i rendimenti degli UST a 10 anni a -120 punti base. Questo effetto sarà duraturo: Anche quando gli acquisti netti finiranno, le banche centrali entreranno in una fase pluriennale di reinvestimento completo prima di considerare una riduzione delle loro partecipazioni obbligatorie.

BAZOOKA FISCALE: RAPIDO MA DISOMOGENEO IN TERMINI DI DIMENSIONI E MOLTIPLICATORI. NE SEGUIRANNO ALTRI?

Il sostegno fiscale globale è stato pari a 10,4 miliardi di dollari dal marzo 2020 (12% del PIL globale), con una percentuale compresa tra il 3% e il 18% del PIL dei Paesi. Questo, insieme alle dimensioni degli stabilizzatori automatici, modellerà le future traiettorie di ripresa per Paese. Paesi come la Germania, i Paesi Bassi, la Svizzera e l'Austria dovrebbero recuperare più rapidamente, grazie a stabilizzatori automatici più elevati e a pacchetti di sostegno fiscale superiori alla media. Al contrario, Paesi come il Giappone, gli Stati Uniti, la Spagna, il Regno Unito e l'Italia devono compensare la debolezza degli stabilizzatori automatici con un maggiore sostegno fiscale.

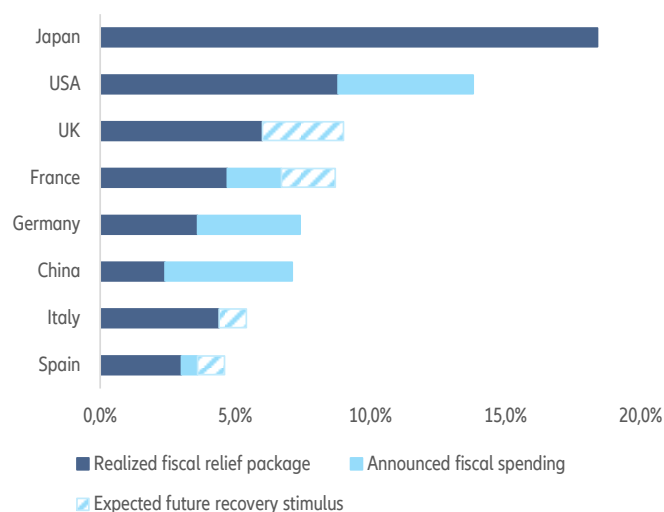
Come previsto, il sostegno politico durante il periodo di de-confinamento (maggio-luglio) è diventato più mirato, con uno spostamento dell'attenzione

dal sostegno alla liquidità al sostegno alla solvibilità. Diversi stati europei hanno inoltre annunciato un'estensione dei programmi di disoccupazione parziale, insieme a prestiti diretti ai settori più colpiti. Tuttavia, crediamo che siano necessarie molte più azioni politiche per ridurre il rischio di zombificazione dei posti di lavoro e delle imprese. Senza misure politiche ad hoc, i programmi di disoccupazione parziale potrebbero solo rimandare la disoccupazione di massa¹. Inoltre, un ritardo nell'attuazione di politiche attive per l'occupazione e la riqualificazione continuerà a mantenere alta l'incertezza e ad alimentare i risparmi precauzionali delle famiglie. Stimiamo che il tasso di risparmio nell'UE rimarrà di +6 punti percentuali al di sopra dei livelli pre-crisi alla fine del 2020, il che rappresenta 370 miliardi di euro di risparmi in eccesso, pari al

2,5% del PIL. Questi risparmi in eccesso potrebbero frenare la crescita economica².

Ad oggi troviamo che lo stimolo alla ripresa rimane timido, per cui il ritorno ai livelli pre-crisi è stato ritardato di oltre un anno a seconda del Paese. Inoltre, in assenza di sufficienti misure di stimolo, il rischio di una crisi di insolvenza sta aumentando insieme alla zombificazione delle imprese³. I bassi indici di capitale proprio di alcune aziende le hanno spinte verso un elevato indebitamento dal 2009, che è salito a nuovi livelli record a causa della crisi di Covid-19. Questo fatto, unito ai già fragili margini aziendali, aumenta il rischio di zombificazione del settore aziendale. Prevediamo che le insolvenze aziendali globali aumenteranno del +35% nel 2020-21.

Figura 5: Spesa fiscale diretta, % del PIL



Fonti: Varie fonti nazionali, Euler Hermes, Allianz Research

¹ Vedi il nostro recente rapporto: Il rischio di 9 milioni di posti di lavoro zombie in Europa.

² Vedi la nostra recente relazione: L'Europa dovrebbe sbloccare i risparmi in eccesso dalla risposta di Covid-19

³ Vedi il nostro recente rapporto: Quando Main Street arriva a Wall Street

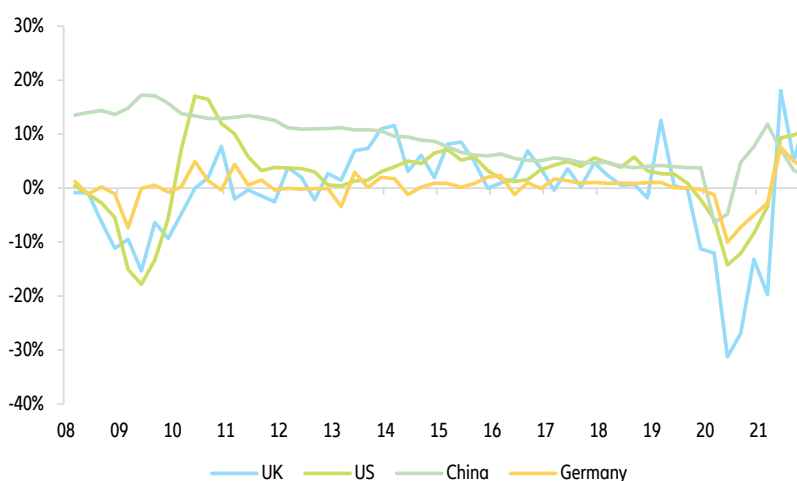
ATTENZIONE AI FLUSSI DI INVESTIMENTO: LA FIDUCIA CONTA

Le aziende sono in grado di aumentare i loro investimenti durante la fase di ripresa. L'aumento del risparmio netto grazie al sostegno pubblico durante la crisi Covid-19 e agli investimenti in fase di pausa ha ridotto significativamente i costi fissi⁴. In prospettiva sarà fondamentale il sostegno pubblico per ridurre i costi fissi delle aziende (minori contributi sociali, minori imposte societarie

e/o incentivi fiscali agli investimenti). Inoltre, è probabile che i prestiti garantiti dallo Stato continuino a sostenere le aziende che vogliono aumentare gli investimenti, in modo simile a quanto annunciato di recente in Spagna. Ad ogni modo, il successo di queste politiche dipenderà da una rinnovata fiducia e da una ripresa della domanda interna ed estera.

Gli squilibri tra domanda e offerta persistono anche a luglio. Il rapporto tra scorte e nuovi ordini rimane superiore a 1, in alcuni casi su base volontaria, al fine di ridurre l'impatto negativo della continua interruzione della catena dell'offerta. In realtà, è probabile che quest'ultima rimanga compromessa nel secondo semestre, fintanto che si mantengono le distanze sociali e le barriere

Figura 6: Investimenti totali, su base annua



Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

⁴ Vedi il nostro recente rapporto: *Le aziende europee aumentano la liquidità a fronte dell'incertezza*

IL COMMERCIO GLOBALE NON TORNERA' AI LIVELLI PRE-CRISI PRIMA DEL 2023

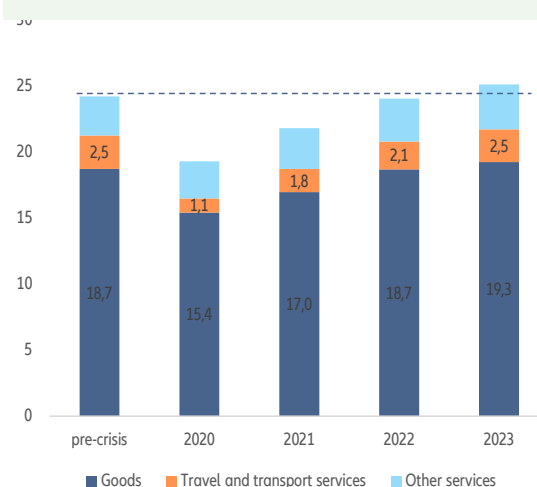
In linea con le nostre aspettative, il volume degli scambi di merci a livello mondiale si è ridotto nel primo trimestre del 2020 (-4,8% q/q e -5,4% su base annua). In aprile, al culmine del blocco globale, il commercio di merci ha subito una contrazione del -12,1% rispetto a marzo, il calo mensile più forte mai registrato dal CPB Bureau of Analysis, e del -16,2% rispetto ad aprile dello scorso anno. L'impatto sul commercio globale nel primo trimestre del 2020 dovrebbe essere ancora più forte, dato che la pandemia ha bloccato i servizi di trasporto e di viaggio. Di conseguenza manteniamo la nostra previsione di una contrazione degli scambi di beni e servizi del -15% nel 2020, più grave rispetto al 2009 (-11%). Se si aggiungono gli shock dei prezzi del petrolio e delle materie prime, di un dollaro più forte e di una domanda globale più lenta, gli effetti negativi sui prezzi dovrebbero portare la contrazione del commercio in termini di valore in dollari a -20% quest'anno, equivalente a 4, 5 miliardi di dollari di perdite commerciali. Prevediamo che il settore dell'energia sarà il

più colpito (-733 miliardi di dollari USA di perdite all'esportazione a livello globale), seguito dai metalli (-420 miliardi di dollari USA) e dai servizi di trasporto legati alle case automobilistiche (-270 miliardi di dollari USA). Con la ripresa della crescita del PIL, la riapertura delle economie e l'aumento dei prezzi delle materie prime, prevediamo un rimbalzo nel 2021 sia in volume (+8%) che in valore (+12%), ma questo sarà insufficiente a compensare le perdite del 2020.

Si stima che ci vorrà fino al 2022 perché il commercio di merci si riprenda, cioè qualche trimestre dopo che il PIL sarà tornato ai livelli pre-crisi, ma ancora di più per i servizi di viaggio e di trasporto (2023, in linea con la lenta normalizzazione dei viaggi aerei). Le nostre ipotesi a medio termine sono di una riduzione dell'incertezza commerciale Cina-USA dal 2021 in poi, ma nessun ritorno ai livelli tariffari di importazione pre-crisi, e nessun cambiamento di regime commerciale nel breve termine, cioè nessuna massiccia de-localizzazione e reshoring

Infatti, mentre esiste il rischio di "rilocalizzazione" ("ricollocazione" o "riportare la produzione a casa"), il nostro scenario di base ipotizza che i responsabili politici discorrono ma non facciano il passo decisivo. Non ci aspettiamo un rapido cambiamento strutturale nelle dinamiche della catena dell'offerta dopo la crisi, se non per il settore medico e alimentare. Non è insolito che le catene di fornitura facciano notizia durante una crisi: infatti, durante le tre ultime recessioni, i riferimenti alle catene di fornitura e alle loro interruzioni da parte dei media hanno raggiunto il culmine. Inoltre, non vediamo alcun forte caso unilaterale di ridimensionamento. L'accorciamento delle catene di fornitura può creare resistenza, ma è costoso in termini di logistica e di manodopera, il che può far salire i prezzi al consumo. Automazione significa anche rimpatrio della produzione e non implica sistematicamente la creazione di posti di lavoro. Infine, il reshoring riduce la diversificazione e quindi aumenta il rischio di concentrazione.

Figura 7: Scambi commerciali a medio termine in termini di valore



Fonti: ITC, Allianz Research

I MERCATI SONO PAVLOVIANI, SCHIZZINOSI E DIFENSIVI

Per i mercati monetari, un nuovo ciclo di aumenti dei tassi di interesse sembra essere molto lontano. Per tutti i principali Paesi avanzati, attualmente i tassi a breve termine sono stagnanti almeno fino alla fine del 2022. Dato che vediamo le economie sviluppate riprendersi dalla crisi Covid-19 solo entro il primo semestre del 2022, l'attuale posizione di politica monetaria prevarrà più a lungo, dato che i cicli di rialzo di solito iniziano molto dopo che i mercati e l'attività economica hanno toccato il fondo. Dopo questa brutale recessione, crediamo che le banche centrali saranno più caute che mai quando si tratterà di normalizzare la moneta. Potrebbero essere inclini a correre il rischio di un temporaneo superamento dell'inflazione piuttosto che a frenare la ripresa troppo presto. In questo contesto, si prevede che i rendimenti dei mercati sviluppati rimarranno su un trend negativo di lungo periodo. Per il 2020, ci aspettiamo che il rendimento dei Bund a 10 anni finisca l'anno a -0,5% e quello dei UST a 10 anni all'1,0%, leggermente al di sopra dei livelli attuali. Mentre la politica monetaria, in combinazione con la domanda di attività sicure, ha un forte effetto di smorzamento sui tassi di interesse (aspettative di tassi stabili a breve termine a causa della forward guidance e della compressione del premio a termine da parte di QE), le aspettative di inflazione potrebbero fornire una moderata pressione al rialzo in quanto sia le aspettative di inflazione degli Stati Uniti che quelle dell'EUR sono attualmente vicine al

limite inferiore del nostro intervallo di stima.

Con l'intervento delle banche centrali per contenere gli spread sui mercati delle obbligazioni societarie, sia il mercato europeo che quello statunitense delle emissioni obbligazionarie societarie hanno ormai raggiunto i massimi storici. Questa corsa al credito può essere attribuita a costi di finanziamento troppo bassi (perché sostenuti dalle banche centrali), soprattutto nel contesto dell'accumulo di liquidità e dell'aumento del rischio di declassamento del rating. Nonostante questa maggiore offerta, i rendimenti e gli spread sul debito delle imprese sono generalmente diminuiti, anche se solo una parte relativamente piccola di tale offerta supplementare è stata effettivamente acquistata dalle banche centrali. Per noi questo dimostra che i mercati "pavloviani" sono all'opera. Ciò significa che i mercati si fidano della banca centrale a tal punto che i semplici annunci possono spostarli in una o nell'altra direzione. Ma questa estrema dipendenza dalle banche centrali potrebbe diventare una fonte di vulnerabilità, soprattutto in un contesto in cui i mercati degli attivi a rischio (in particolare il capitale proprio) e i tassi mostrano aspettative fortemente divergenti sullo slancio economico sottostante.

Sembra che i mercati azionari non stiano valutando gli effetti duraturi della crisi Covid-19 sull'economia. Negli Stati Uniti così come in Europa, l'utile per azione (EPS) in prospettiva punta ad una rapida ripresa nel 2020, seguita da

un ritorno al precedente trend di crescita, ignorando il rischio della seconda ondata, per non parlare dell'oscureamento dei fondamentali economici. L'entità del rimbalzo è ripartita tra diversi settori. Il settore dell'energia dovrebbe superare tutti gli altri nel 2021. A parte la brusca correzione dei mercati di febbraio e marzo, le azioni rimangono costose: da parte loro le obbligazioni statunitensi e i mercati monetari prevedono una cauta ripresa, dove le economie rimarranno al di sotto del potenziale per un certo periodo di tempo.

Nel complesso, riteniamo che le attuali condizioni di mercato siano fragili. Consideriamo i mercati azionari statunitensi la principale fonte di instabilità, in quanto il disaccoppiamento dai fondamentali economici è diventato così forte che sono molto sensibili al flusso di notizie negative, soprattutto in un contesto in cui lo slancio del mercato sembra essere almeno in parte trainato da nuovi ed instabili investitori al dettaglio⁵, mentre gli investitori istituzionali hanno accumulato partecipazioni in fondi del mercato monetario. C'è dunque una seconda correzione di mercato in arrivo? Anche in questo caso, la discordanza è il modello principale. Gli indicatori giornalieri e settimanali (basati sul sentimento) mostrano che il crollo del mercato potrebbe essere già alle nostre spalle. Gli indicatori strutturali (mensili e trimestrali) non hanno ancora mostrato alcun segno di inversione.

A MEDIO TERMINE, CI ASPETTIAMO CHE LA CRESCITA DEL PIL SIA COMPROMESSA DALL'EREDITÀ DELLA CRISI

L'ulteriore zombificazione delle banche e delle imprese, l'eccessivo indebitamento, il protezionismo persistentemente elevato e l'elevato rischio politico avranno probabilmente un impatto negativo sul potenziale di crescita delle principali economie nel medio termine. Ad esempio, negli Stati Uniti, calcoliamo che l'attuale traiettoria del debito pubblico farà probabilmente perdere all'economia un punto percentuale del suo potenziale di crescita nell'arco di dieci anni. A questo proposito, il rischio

politico gioca un ruolo fondamentale. Sia nei mercati emergenti che nelle economie avanzate, il malcontento sociale può essere aggravato dall'impatto dei blocchi di Covid-19, che colpiscono anche quei Paesi che sono stati politicamente calmi negli ultimi anni⁶. La gente potrebbe diventare insoddisfatta delle deboli risposte del governo e/o della cattiva gestione con l'intensificarsi del dolore economico, e questo, combinato con una situazione sanitaria generalmente scadente, con l'aumento

della disoccupazione e della povertà e con l'aumento dei prezzi (soprattutto per i prodotti alimentari), potrebbe aggiungersi ai rischi sociali già esistenti. Questo potrebbe peggiorare il clima imprenditoriale in alcuni Paesi (vedi Figura 8). Vi è quindi un forte incentivo tra i governi ad aumentare il livello del debito al fine di domare le tensioni sociali, che a sua volta ha un impatto negativo, insieme all'elevata incertezza, sul potenziale di crescita.

Figura 8: Lista di controllo per potenziali tensioni sociali nel 2020-2021

Systemic Social Risk	Advanced Economies	Emerging Europe	Emerging Asia	Middle East	Africa	Latin America
Significant to High AND Rising		Turkey Bosnia & Herzegovina	Pakistan Sri Lanka	Iran Bahrain	Nigeria Angola Gabon	Venezuela Mexico Colombia Brazil Guatemala Ecuador El Salvador Bolivia Panama Dominican Republic Chile
Significant to High BUT Declining		Russia Azerbaijan Romania Kazakhstan	Indonesia India Bangladesh Vietnam Philippines Thailand China	Lebanon	Congo (Rep. of the) Uganda Cameroon Morocco Cote d'Ivoire South Africa Algeria Kenya Senegal Ghana Tanzania Tunisia Egypt	Honduras Paraguay Argentina Peru
Low to Moderate BUT Rising	UK U.S. Iceland Belgium New Zealand Luxembourg Norway Sweden	Hungary Poland	Hong Kong	Saudi Arabia UAE Kuwait Qatar		Trinidad & Tobago Costa Rica

Note: 'Significant to High' refers to a SRI below 50.0; 'Low to Moderate' to a SRI above 50.0. 'Rising' and 'Declining' refer to the development of the SRI over the past five years. In each cell of the table, the countries are ranked from highest to lowest risk according to the SRI.

Fonti: Euler Hermes Allianz Research

⁶ Vedi il nostro recente rapporto: *Indice di rischio sociale: Determinanti strutturali del rischio sociale*

OUTLOOK REGIONALI

STATI UNITI: La probabilità che Trump venga rieletto è scesa dal 45% al 22,5% a causa della crisi della Covid-19

L'economia statunitense è entrata nel 2020 con una contrazione dell'attività del -4,7% su base annua. Ci aspettiamo di raggiungere il minimo di attività nel secondo trimestre del 2020, con una crescita che potrebbe diminuire del -33% su base annua. Abbiamo rivisto il nostro scenario di crescita del PIL a -5,3% rispetto al -2,7% di prima per tre ragioni principali, ovvero il ritardo osservato nel voto di un nuovo pacchetto di infrastrutture di 1,5 miliardi di dollari, la rinascita della pandemia negli Stati del Sud e l'aumento dell'incertezza politica dopo un'ondata di proteste legate alla morte di George Floyd. Siamo ancora convinti che si verificherà una ripresa a forma di U, con una crescita del PIL statunitense che nel 2021 raggiungerà il +3,7% annuo. Tuttavia, se il blocco contro la seconda ondata dovesse diventare più generalizzato e duraturo, pensiamo che la recessione potrebbe raggiungere più del -7% nel 2020. A nostro avviso, questa pandemia rappresenta un vero e proprio punto di svolta per l'esito delle prossime elezioni presidenziali. Aggregando decili di performance in dieci diverse variabili macroeconomiche, stimiamo la probabilità di rielezione del partito del Presidente in carica. Questo modello ha avuto un buon riscontro nello spiegare l'esito delle elezioni negli Stati Uniti dal 1960 e suggerisce che il presidente Trump ha ora il 22% di probabilità di essere rieletto, una delle probabilità più basse nel-

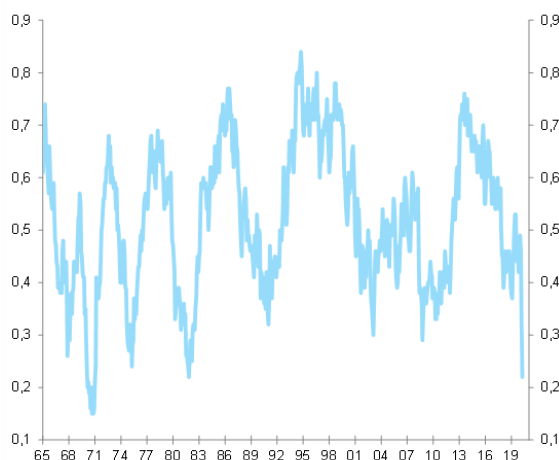
la storia degli Stati Uniti.

Come evidenziato dalla Figura 9, la crisi Covid-19 gioca un ruolo molto importante nello spiegare il deterioramento delle prospettive di rielezione del Presidente Trump.

La probabilità che Joe Biden vinca le elezioni è quindi ora più alta. Secondo il Tax Policy Center, le proposte fiscali di Joe Biden aumenteranno le entrate fiscali di un importo compreso tra 3,6 e 4 miliardi di dollari tra il 2021 e il 2030. Secondo le sue stime, il 93% degli aumenti fiscali sarebbe a carico dei contribuenti del 20% delle famiglie con il reddito più elevato. Il primo 1% delle famiglie pagherebbe i tre quarti dell'aumento delle imposte. Un'altra importante caratteristica della piattaforma di Biden è l'aliquota dell'imposta sulle società, che dovrebbe passare dal 21% al 28%.

Per quanto riguarda le spese fiscali, sono stati annunciati 3,4 miliardi di dollari di spese supplementari. Per analizzare l'impatto di questa proposta di bilancio (confrontiamo con le proiezioni della CBO), ipotizziamo 3,5 trilioni di dollari di nuove entrate fiscali (moltiplicatore negativo di -0,5) e 3,5 trilioni di dollari di spese supplementari, di cui 1,3 trilioni di dollari di infrastrutture (moltiplicatore 0,9), 0,7 trilioni di dollari di spese sanitarie (moltiplicatore 0,6) e 1,5 trilioni di dollari di misure equivalenti a trasferimenti sociali (condono di prestiti agli studenti, aumento del salario minimo, riduzione delle tasse scolastiche... con un moltiplicatore di 0,8). Tutto sommato, questi orientamenti di bilancio potrebbero generare 1 miliardo di dollari di entrate per l'economia entro il 2030.

Figura 9: Probabilità di essere rieletto per il partito del Presidente degli Stati Uniti in carica



Fonte Allianz Research

Il presidente Trump ha proposto 2 miliardi di dollari di spese supplementari per le infrastrutture e 800 miliardi di dollari di spese militari supplementari, con un'estensione dei tagli fiscali attuati durante il suo primo mandato (1,5 miliardi di dollari), che dovrebbero normalmente terminare nel 2025. Grandi tagli alla sanità, all'istruzione e ad altre

Sorprese politiche positive in Europa, ma la strada verso i livelli pre-crisi sarà lunga

I dati ad alta frequenza confermano che il graduale allentamento delle misure di contenimento in tutta Europa a partire dai primi di maggio ha posto le basi per un notevole - anche se in larga misura tecnico - rimbalzo del PIL nella seconda metà del 2020. Dopo tutto, è probabile che le dinamiche di fondo della crescita rimangano deboli, poiché le continue restrizioni sanitarie, i timori di contagio persistenti, l'incertezza economica diffusa e la prevista ripresa globale disomogenea terranno sotto scacco le decisioni di consumo e di investimento. Di conseguenza, il PIL dell'Eurozona tornerà ai livelli pre-crisi solo verso la fine del 2022-2023.

Mentre nessun Paese è stato risparmiato dalla crisi, la durata e il rigore del rispettivo blocco nazionale, la dimensione e la composizione dei piani di stimolo fiscale e le caratteristiche delle singole economie, come l'importanza del settore dei servizi, hanno posto le basi per prospettive di ripresa molto diverse in Europa: Tra le economie più grandi, da un lato la Germania, con il PIL destinato a diminuire del -7% nel 2020 e a risalire ai livelli pre-crisi all'inizio del 2023, mentre dall'altro lato

spese sociali ammonterebbero a 3,3 miliardi di dollari (compresi i tagli a Medicare e Medicaid). Nel complesso, l'impatto moltiplicatore sull'economia è simile all'opzione di Biden, anche se con effetti redistributivi radicalmente diversi. Il risultato sarebbe vicino in termini di evoluzione del debito pubblico. Dopo i disavanzi record del 2020 e del

si trova il Regno Unito che vedrà una flessione molto più netta a -13,3% nel 2020. Qui il ritorno al PIL pre-crisi richiederà il doppio del tempo.

Nelle ultime settimane le prospettive economiche per l'Europa si sono chiaramente chiarite, grazie ad alcuni importanti passi politici che dovrebbero dare un impulso alla ripresa economica e a tenere sotto controllo le divergenze, senza però eliminarle. L'UE ha compiuto un passo importante verso una maggiore solidarietà fiscale: I fondi UE di prossima generazione che sono stati proposti per 750 miliardi di euro dovrebbero migliorare ulteriormente le prospettive economiche, in quanto consentiranno di integrare le risposte fiscali nazionali - con un'attenzione particolare agli investimenti - che aiuteranno in particolare le economie più colpite dalla crisi di Covid-19. I nostri calcoli suggeriscono che questi fondi potrebbero innalzare i livelli del PIL di +0,4% all'anno fino al 2025.

Nel frattempo, sul fronte della politica monetaria, la BCE ha tirato fuori dal cilindro nuovi trucchi in occasione della riunione di giugno, nel tentativo di tenere sotto controllo le persistenti preoccupazioni sulla sostenibilità del debito e di evitare un'ingiustificata frammen-

2021 (rispettivamente il 16% del PIL e il 10% del PIL), e in assenza di una volontà da parte dei candidati di adottare una politica di bilancio più prudente, ci aspettiamo che il debito pubblico (detenuto dai cittadini) passi dall'80% del PIL a più del 100% del PIL alla fine del 2021, e al 120% del PIL entro il 2030.

tazione finanziaria.

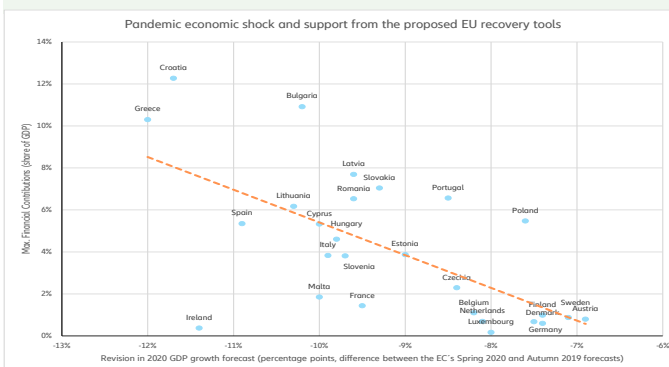
Con una mossa coraggiosa e preventiva, ha prodotto un significativo allentamento della politica monetaria, giustificato da una brusca correzione al ribasso delle sue proiezioni di inflazione e di crescita. Per prima cosa, ha annunciato un'espansione del PEPP di 600 miliardi di euro, superando le aspettative di una spinta di 500 miliardi di euro. Inoltre, la BCE ha annunciato che gli acquisti PEPP in scadenza saranno reinvestiti almeno fino alla fine del 2022 e che l'orizzonte di acquisto PEPP è stato esteso a metà del 2021. Con queste decisioni di politica monetaria, ci aspettiamo che la BCE rimanga in attesa nei mesi estivi fino a settembre, quando la prossima tornata di proiezioni macroeconomiche richiederà probabilmente una rivalutazione della politica monetaria, inclusa la dimensione del PEPP e la decisione se la BCE debba iniziare ad acquistare come garanzia collaterale gli "angeli caduti", cioè le obbligazioni che perdono il loro rating di credito investment-grade. Nel loro insieme, a nostro avviso, questi passi di politica hanno il potenziale per cambiare il quadro di un'Europa che fa sempre troppo poco, troppo tardi. Per questo motivo, ci aspettiamo un rimbalzo del PIL dell'Eurozona del +6% nel 2021,

Figura 10: Fattori chiave che guidano la performance economica a breve

	Germany	France	Italy	Spain	UK
Lockdown lengths (weeks)	6	8	10	10	12
Lockdown strictness*	73	89	87	81	73
Lockdown strictness x length	439	713	866	806	874
Fiscal stimulus (% of GDP)	7,50%	6,70%	4,50%	2,50%	5%
Services (% total gross value added)	69,30%	78,90%	73,90%	74,80%	79,80%

Fonti : Oxford University, Eurostat, Allianz Research

Figura 11: Shock di crescita rispetto al supporto del fondo di ripresa dell'UE



Fonti : Commissione Europea, Allianz Research

La Germania continua il suo sforzo fiscale e dovrebbe riprendersi più rapidamente dei suoi vicini.

A seguito di un blocco di sei settimane volto a rallentare la diffusione del virus, durante il quale a momenti il 30% dell'attività economica è stato messo in pausa, l'economia tedesca ha guidato la tendenza al deconfinamento a partire dalla fine di aprile. Grazie a un blocco relativamente breve e meno rigido, e a un'economia meno dipendente dai servizi, la Germania vanta condizioni favorevoli per superare la maggior parte dei suoi omologhi europei. Il più importante fattore che ha cambiato le carte in tavola è stata però la risposta fiscale della Germania, che grazie alla decisa e massiccia azione politica (quasi il 35% del PIL in garanzie pubbliche e più elevate spese fiscali) da parte del governo tedesco, è stata fondamentale per limitare le ricadute economiche di Covid-19. Grazie alla sua natura frontale, il recentemente annunciato pacchetto di stimolo per 130 miliardi di euro (3,8% del PIL) da solo dovrebbe aggiungere 1 punto percentuale alla crescita del PIL nel 2020 e altri 0,5 punti percentuali nel 2021, con la possibilità che i principali partner com-

merciali traggano profitto da effetti di ricaduta positivi. La sovraperformance economica della Germania spiega in gran parte il motivo per cui le insolvenze in questo Paese aumenteranno probabilmente solo del 12% fino alla fine del 2021, mentre l'aumento per l'Eurozona nel suo complesso dovrebbe essere più del doppio, con un +31%.

Ma nonostante la posizione di pole position per la ripresa, non è in discussione un rapido ritorno al "business as usual".

Anche se i consumi privati in Germania sono sulla buona strada per una ripresa a V, grazie all'ulteriore vento di coda del taglio dell'IVA e del bonus per gli

assegni familiari, le prospettive dell'economia tedesca dipendente dalle esportazioni saranno probabilmente frenate dalla ripresa economica asimmetrica dell'attività economica globale e, a sua volta, anche del commercio. Nel complesso, dopo un calo del -7,0% nel 2020, l'economia tedesca sembra destinata a crescere solo del +4,5% nel 2021. Dato il carattere graduale ed estenuante della ripresa, il PIL tedesco raggiungerà i livelli pre-crisi solo a cavallo del 2022/23.

Figura 12: Misure di stimolo fiscale in tutti i Paesi europei

Germany: Strong & timely tailwind for the imminent recovery
(fiscal stimulus: **announced**, **expected**, **unlikely**)

	DE	FR	IT	ES	UK
Taxes					
VAT	✓	x	x	x	✓
Income	x	x	x	x	x
Corporate	✓	x	✓	✓	✓
Spending					
Household cash transfers	✓	✓	x	x	x
Job retention scheme	✓	✓	✓	✓	✓
Car scrappage scheme	✓	✓	✓	✓	✓
Vulnerable sector support ^h	✓	✓	✓	✓	✓
Public investment	✓	✓	✓	x	✓

Il consumatore francese ha il potenziale per sostenere la ripresa

Il PIL della Francia dovrebbe contrarsi del -10,8% nel 2020, prima di rimbalzare del +7,4% nel 2021. La recessione storica del 2020 sarà trainata principalmente dal crollo della domanda interna. Mentre gli investimenti dovrebbero calare fortemente del -21,7% (su base annua), il calo dei consumi sarà più moderato (-10,1%). Prevediamo che il rapporto debito pubblico/PIL salga al 120,6% nel 2020 (dal 98,8% nel 2019) e il tasso di disoccupazione raggiunga il 12,5% (dall'8,5%). Le imprese francesi erano già in cattive condizioni prima dello scoppio di Covid-19. Il loro rap-

porto debito/PIL, pari al 74%, era già superiore alla media dell'Eurozona (60%). All'inizio del 2020 anche le aziende erano a corto di liquidità: Le PMI francesi hanno avuto in media solo l'equivalente di due mesi di fatturato in contanti. Per attutire l'impatto della crisi, le imprese francesi hanno dovuto fare ampio uso di prestiti di tesoreria, in particolare sulla base del regime di prestiti garantiti dallo Stato (PGE) attuato dopo il disastro di Covid-19. Data l'entità dello shock e la lentezza della ripresa, prevediamo un'impennata delle insolvenze a partire dal terzo trimestre del 2020. Queste insolvenze causeranno naturalmente grandi inadempimenti sui prestiti nei settori

gravemente colpiti dalla crisi (costruzione, alloggio, trasporto). Il deterioramento della qualità degli attivi delle banche potrebbe essere problematico per la ripresa, poiché le banche potrebbero iniziare a inasprire le condizioni di credito nel 2021. Prevediamo tuttavia una ripresa dell'attività nel corso del 2021, grazie alla riconquista della fiducia dei consumatori e al sostegno del pacchetto di stimolo che sarà annunciato dal governo.

Le prospettive dell'Italia sono esposte a diversi rischi negativi

L'Italia assisterà a una forte contrazione del PIL del -11,2% nel 2020, che riflette sia la lunghezza che il rigore del suo blocco. Con una crescita del +6,6% il prossimo anno, la ripresa si rivelerà meno vigorosa del previsto. Alla fine del 2021, il PIL italiano dovrebbe rimanere ancora del 3% al di sotto del livello pre-crisi. L'Italia è entrata in crisi in una posizione già debole e rimarrà uno dei Paesi in ritardo dell'Eurozona in uscita. In risposta alla crisi Covid-19, il governo italiano ha messo a punto un pacchetto di misure fiscali dignitose pari al 4,5% del PIL. Rimane peraltro un atteggiamento tendente alla tutela dell'occupazione e allo sgravio fiscale per le imprese. In termini di prestiti garantiti dallo Stato, è stata mobilitata un'ampia dotazione pari al massimo al 35% del PIL. Il livello di garanzia è in

media dell'80%. Tuttavia, finora solo il 7% di questo importo (42 miliardi di euro) è stato richiesto. L'uso incerto del sistema di credito garantito sembra essere legato al settore bancario italiano ancora debole e quindi avverso al rischio. Inoltre, questi prestiti si sono finora concentrati principalmente sui grandi gruppi.

Al momento, le nostre prospettive per l'Italia rimangono associate a fattori di rischio al ribasso. Le ragioni sono molteplici. In primo luogo, con il persistere dell'incertezza economica, i consumi delle famiglie potrebbero riprendersi più lentamente. I dati ad alta frequenza relativi ai consumi indicano una ripresa piuttosto contenuta in Italia rispetto agli altri Paesi europei. In secondo luogo, c'è grande incertezza sulla capacità di recupero del settore turistico. Anche in questo caso, i dati relativi all'alta frequenza indicano una normalizzazione molto graduale. Il ritorno

degli stranieri rimane una grande incognita. In terzo luogo, il settore bancario italiano rimane fragile. Prevalgono le sacche di vulnerabilità, in particolare tra le banche regionali di medie e piccole dimensioni. Vediamo il rischio, soprattutto per le PMI, che ciò influisca sulla canalizzazione dei prestiti garantiti dallo Stato alle imprese. Infine, vediamo ancora rischi politici non trascurabili in quanto la coalizione è ancora in una situazione di fragilità. Al tempo stesso, emerge una nuova dinamica di destra con la fondazione, ad esempio, di un nuovo partito Italexit. Oltre a ciò, la crisi rischia di aumentare le tensioni sociali tra le generazioni a causa delle condizioni di lavoro, o tra le Regioni, poiché in alcune aree il turismo di massa è diventato la pressoché unica fonte di reddito.

Il sostegno fiscale relativamente limitato e la frammentazione politica potrebbero rallentare la ripresa in Spagna

Il sentimento e i dati ad alta frequenza suggeriscono che aprile è stato il periodo di crisi, ma l'economia potrebbe registrare una massiccia contrazione nel secondo trimestre (-19% q/q), soprattutto perché a maggio sono stati prolungati i blocchi localizzati (Madrid e Barcellona). Nel complesso, la recessione del 2020 in Spagna potrebbe essere tra le più gravi in Europa (-11%)

e la ripresa sarà graduale e solo parziale nel 2021 (+7%). Vediamo due ragioni principali per cui la Spagna sta emergendo come ritardatario nell'Eurozona nonostante il suo forte slancio pre-crisi (+2% di crescita del PIL nel 2019): (i) il pacchetto di sgravi fiscali diretti (ora circa il 2,6% del PIL) è stato tra i meno ambiziosi in Europa; (ii) la frammentazione politica ha causato tensioni durante la crisi e potrebbe ostacolare il momento post-crisi.

per le riforme. Un rischio importante è il mercato del lavoro, data la sua dualità, la flessibilità e la dipendenza dal settore del turismo (12% dell'occupazione). Il tasso di disoccupazione potrebbe raggiungere il 18,7% nel primo trimestre del 2021, dopo la scadenza della maggior parte dei regimi di sostegno governativo.

Il Regno Unito: Il New Deal è piccolo, limitato da Brexit?

Il Regno Unito è tra i Paesi con il più lungo (più di 10 settimane) e il più duro blocco per combattere la crisi sanitaria di Covid-19. Prevediamo un calo del PIL del secondo trimestre di oltre il -20% in termini congiunturali. La ripresa dell'attività si è rivelata più lenta che altrove in Europa, poiché la strategia di deconfinamento sembra più cauta che altrove. Non prevediamo quindi che il PIL torni ai livelli pre-crisi prima del

2023. Misure di stimolo stimate intorno al 3% del PIL saranno annunciate entro la fine del 2020, ma la crescente incertezza di Brexit è dietro l'angolo, il che impedisce al governo di annunciare un bazooka politico già da quest'estate. Continuiamo a pensare che sia probabile un'estensione del periodo di transizione almeno fino alla metà del 2020. A nostro avviso, il rischio di "no trade deal" a fine 2020 è del 20% di probabilità. Tuttavia, è probabile che questa estensione sia richiesta dal Regno Unito solo in ottobre, aumentando i rischi

negativi per la ripresa nella seconda metà del 2020 e spingendo le aziende a prepararsi al peggiore dei casi con un accumulo di scorte simile a quello del 2019. Ci aspettiamo pertanto che la crescita del PIL aumenti solo del +5% nel 2021 dopo una recessione del -13,3% nel 2020, una delle peggiori in Europa. I fallimenti delle imprese dovrebbero aumentare di oltre il +40% nel 2020-21.

Mercati emergenti: I programmi QE di Covid-19 potrebbero mettere in pericolo la credibilità delle banche centrali

La pandemia di Covid-19 ha segnato un punto di svolta per le politiche monetarie "non convenzionali" nei mercati emergenti (EM). Mentre la pandemia induceva il panico degli investitori nel marzo 2020, gli Emergenti hanno registrato un deflusso di capitali senza precedenti (88 miliardi di dollari) che ha drammaticamente destabilizzato i loro mercati obbligazionari sovrani. Le vendite straordinarie degli investitori stranieri hanno colpito in particolare i Paesi in cui detengono una quota significativa del debito sovrano in valuta locale. Ad esempio, questa quota si avvicina al 40% in Cecenia, Indonesia e Sudafrica.

Gli EM giocano con il fuoco?

Questi acquisti di attivi governativi a lungo termine devono essere attuati in modo temporaneo con un quadro chiaro. In caso contrario, lo sgravio a breve termine sui mercati del debito in valuta locale può diventare controproducente per attrarre, a medio termine, la ripresa dei flussi di capitali internazionali in entrata. Inoltre, gli acquisti sistematici di titoli obbligazionari da parte di una banca centrale possono aprire la porta alla monetizzazione del debito - so-

In questo contesto, alcune banche centrali EM hanno annunciato di essere pronte ad intervenire e ad agire come prestatore di ultima istanza, impegnandosi, se necessario, nell'acquisto di beni governativi a lungo termine, e pochi lo hanno fatto nel frattempo. Gli investitori stranieri hanno risposto abbastanza favorevolmente a questi annunci, che hanno contribuito a ripristinare la liquidità dei mercati e a stabilizzare i rendimenti dei titoli di Stato. Finora queste politiche monetarie di tipo QE degli EM si sono limitate ad acquisti su piccola scala, per lo più sul mercato secondario (cfr. tabella 1). La Turchia è il caso eccezionale, avendo acquistato titoli di Stato equivalenti a circa il 9,4% del PIL da fine marzo. Questi titoli rappresentano l'11,3% del totale attivo della ban-

ca centrale nel giugno 2020, contro l'1,9% di tre mesi prima. Successivamente, la Polonia ha perseguito il "QE" più attivo (circa il 4,2% del PIL ad oggi). Al contrario, la Fed statunitense e la BCE, ad esempio, sono state molto più attive e hanno aumentato i loro bilanci totali fino a circa il 40% del PIL. Un'altra differenza rispetto alle economie avanzate è che gli EM hanno annunciato i loro programmi di acquisto di attività di governo in un momento in cui avevano ancora spazio per seguire la politica monetaria convenzionale abbassando i tassi di politica monetaria.

prattutto se gli acquisti vengono effettuati direttamente sul mercato primario - e mettere a repentaglio la credibilità della politica monetaria "duramente guadagnata". In tal caso, lo sganciamiento delle aspettative di inflazione e i forti deprezzamenti della valuta possono compromettere la capacità di un governo di continuare a prendere prestiti in valuta locale. Inoltre, in Paesi fortemente indebitati in valuta estera, QE può causare problemi più gravi mettendo a rischio la sostenibilità del debito e i bilanci del settore privato (ad

esempio la Turchia). In questo contesto, riteniamo che l'Indonesia, che ha già acquistato titoli di Stato sui mercati primari, così come la Turchia, la Polonia e la Croazia, che hanno effettuato i maggiori acquisti (come quota del PIL) tra gli EM, stiano potenzialmente giocando con il fuoco. Anche il Sudafrica e l'Ungheria richiedono un attento monitoraggio a causa delle loro quote relativamente elevate di titoli di stato locali di proprietà straniera e/o del debito totale in valuta estera (cfr. grafico 13).

Figura 13: Programmi di acquisto di titoli di Stato negli EM

Country	Policy rate	Gov. bond purchases by Central Bank		Foreign-owned local gov. bonds (% of total)	Total FX-denominated debt (% of GDP) *	Inflationary risk
		Size (% of GDP, purchased since March)	Primary / secondary market?			
Turkey	8,25%	9,4%	Secondary	10,1%	63,8%	
Indonesia	4,25%	2,8% **	Primary & secondary	38,6%	21,3%	
Poland	0,10%	4,2%	Secondary	23,4%	49,5%	
Croatia	2,50%	3,4%	Secondary	na	na	
Thailand	0,50%	2,4%	Secondary	17,2%	14,5%	
Philippines	3,25%	1,6%	Secondary	na	na	
Colombia	3,25%	1,1%	Secondary	24,5%	27,9%	
India	4,00%	0,8%	Secondary	3,6%	12,1%	
South Africa	3,80%	0,7%	Secondary	37,2%	35,3%	
Hungary	0,75%	0,3%	Secondary	18,6%	62,1%	
Romania	1,75%	0,2%	Secondary	19,3%	na	
Costa Rica	0,75%	Has started ***	Secondary	na	na	
Brazil	2,25%	Announced, not started	Secondary	10,4%	29,4%	
Chile	0,50%	Announced, not started	Secondary	na	52,6%	
Czechia	0,25%	Announced, not started	Secondary	40,6%	34,5%	
Malaysia	2,00%	Announced, not started	Unspecified	25,3%	32,5%	

* Both public and private debt. ** Bank Indonesia already owns about 15% of tradable government bonds.
*** Central Bank of Costa Rica was authorized and approved purchases of up to 0.7% of GDP.

Fonte: Allianz Research

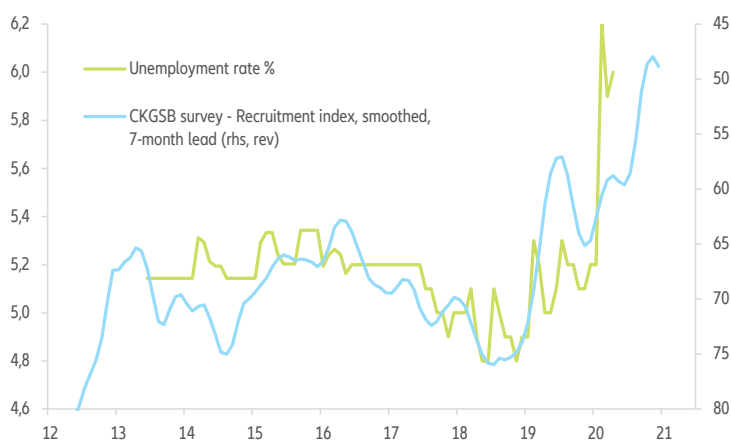
Diversi indicatori indicano già una ripresa in Cina, anche se è probabile che rimanga disomogenea nel breve termine.

Gli indicatori ad alta frequenza suggeriscono che l'attività economica ha operato al 95% dei livelli abituali nel mese di giugno. La ripresa del settore manifatturiero potrebbe essere limitata nel breve termine da un consumo privato moderato (dovuto alla minore fiducia dei consumatori e al minor reddito disponibile) e da una pressione sul commercio globale (dato che i partner commerciali della Cina sono usciti successivamente dal blocco legato a Co-

vid-19). L'aspetto positivo è che i settori orientati dalle direttive politiche, come le infrastrutture e le costruzioni, stanno rimbalzando più velocemente. Anche se ha evitato di fissare un obiettivo di crescita per il 2020, la leadership cinese ha sottolineato l'occupazione come una priorità. Il sostegno politico sta diventando più aggressivo per salvaguardare i posti di lavoro. Stimiamo che lo stimolo fiscale nel 2020 sarà pari al 7,1% del PIL (rispetto al 5,7% nel periodo 2018-19). Anche la politica monetaria è diventata più accomodante (anche se è ben lontana dall'impulso post-GFC), con uno focus speciale sulle micro e piccole imprese. I responsabili

politici continueranno a lanciare riforme per rendere il Paese attraente all'esterno, con la lista negativa per gli investimenti esteri ridotta ancora una volta alla fine di giugno. Nel complesso, ci aspettiamo una crescita del PIL del +1,5% nel 2020 e del +7,6% nel 2021 (dopo il +6,1% nel 2019), fintanto che non si concretizzeranno i rischi negativi. Tra questi vi sono i rischi di nuove epidemie di Covid-19 e il crescente protezionismo (ad esempio tra Stati Uniti e Cina).

Figura 14: Tasso di disoccupazione in Cina, %



Fonti: Wind, Euler Hermes, Allianz Research

In Asia-Pacifico, prevediamo ora che la crescita aggregata della Regione scenda a -1,3% nel 2020 (in calo rispetto al -0,6% previsto in aprile e rispetto al +4,3% del 2019). Questa revisione al ribasso è trainata principalmente dalle previsioni di minore crescita del PIL in India (-3,3%), Indonesia (-1,5%), Thailandia (-6,0%), Hong Kong (-5,9%) e Singapore (-5,1%). I cambiamenti sono dovuti a misure di blocco più severe e/o più lunghe per contenere la pandemia e, talvolta, a risposte politiche poco convincenti per guidare l'economia verso la ripresa. Sono in gioco anche fattori imprevedibili. In India, nonostante il significativo taglio delle nostre previsioni, i rischi rimangono al ribasso. In particolare, una pandemia non ancora sotto controllo significa che la ripresa

dell'attività potrebbe essere ancora più lenta che in altre economie, e potrebbe anche comportare il rischio di nuove epidemie di virus. Il margine di manovra politico è limitato dai doppi deficit e da un sistema finanziario vulnerabile. A Hong Kong, la ripresa delle proteste più rapida del previsto nel contesto di una pandemia ritarderà ulteriormente la ripresa economica (ad esempio nei settori del turismo e del commercio al dettaglio). Gli Stati Uniti, che potenzialmente imporranno a Hong Kong gli stessi aumenti tariffari applicati alla Cina continentale nel periodo 2018-19, dovrebbero avere un impatto limitato (meno dell'1% del PIL di Hong Kong). In questa fase, manteniamo lo scenario centrale che l'attuazione della legge sulla sicurezza nazionale non avrà un

impatto materiale sul contesto economico di Hong Kong. Sul fronte positivo per la Regione Asia-Pacifico, abbiamo rivisto le previsioni di crescita del PIL al 2020 per le economie che hanno subito un blocco più lento e/o più breve di quanto inizialmente previsto. È il caso di Australia (-4,3%), Nuova Zelanda (-4,8%), Corea del Sud (-1,5%) e Taiwan (-0,3%). Queste economie potrebbero anche essere sostenute dalla ripresa relativamente precoce dell'economia cinese.

I dati commerciali mostrano che le esportazioni dell'Asia-Pacifico verso la Cina superano quelle verso gli Stati Uniti o l'Eurozona

L'America Latina è nel complesso in ritardo, ma la crisi aggrava le differenze regionali

La Regione emergerà in ritardo, ma la crisi dovrebbe anche accelerare la divergenza tra i Paesi che avevano condizioni iniziali favorevoli (bassi rapporti di indebitamento, ambiente economico sano, ecc.) e gli altri. Tutti i principali Paesi cadranno in una profonda recessione mentre rivediamo al ribasso le nostre previsioni regionali per il 2020 dal -4% al -6,5% e prevediamo un modesto rimbalzo del 3% nel 2021. Ciò è dovuto a una diffusione della pandemia più grave di quanto previsto a marzo e a blocchi rigorosi e/o prolungati. Tuttavia, il Perù, l'Uruguay o anche la Colombia, in misura minore, dovrebbero probabilmente emergere con meno difficoltà e con uno slancio migliore

Europa emergente: un sostegno politico non uniforme per continuare nei prossimi due anni

Nell'area dell'Europa emergente nel suo insieme, si prevede una contrazione del PIL reale annuo del -5,3% nel 2020, seguita da una moderata ripresa fino al +4% di crescita nel 2021. In generale, le curve delle infezioni da Covid-19 si sono per ora appiattite nella maggior parte dei Paesi della Regione, e i blocchi si stanno gradualmente attenuando. Allo stesso tempo, l'adeguamento della politica monetaria e gli stimoli fiscali hanno sostenuto le economie, anche se in misura diversa, in quanto vi è un margine di manovra non uniforme. Prevediamo che il sostegno politico disuguale continuerà nei prossimi due anni. La Repubblica Ceca e la Polonia dovrebbero essere le più stimolate. Entrambe hanno annunciato ampi programmi di stimolo fiscale e hanno abbassato i tassi d'interesse di politica monetaria vicini allo zero. La banca centrale polacca ha inoltre acquistato una notevole quantità di titoli di Stato (pari a poco più del 4% del PIL ad oggi) sul mercato secondario per garantire il buon funzionamento dei mercati obbli-

rispetto al Brasile e al Messico. Per la Regione, lo stimolo è al lavoro e la stretta creditizia è evitata per il momento, ma riteniamo che non sarà sufficiente per evitare massicce perdite di posti di lavoro e insolvenze nella Regione.

Lo scorso marzo abbiamo anticipato la recessione in Brasile e l'elevato numero di insolvenze ed espresso dubbi sulla capacità e la volontà dell'amministrazione di gestire la crisi. Ora prevediamo la più profonda contrazione annuale nella storia del Brasile (-7%). A giugno, nonostante la riapertura, la fiducia si è appena ripresa e l'attività è ancora del 26% al di sotto dei livelli pre-crisi, il che segnala una lenta ripresa. Sono ancora possibili blocchi localizzati. In secondo luogo, le vulnerabilità del Brasile risiedono nel suo rischio politico e sociale, che è in aumento: l'indice di incertezza

gazionari. Nel frattempo la Slovacchia, la Slovenia e i Paesi Baltici beneficeranno dell'adesione all'Eurozona. La Russia ha ridotto il suo tasso di politica a un minimo record del 4,5%, ma è riluttante a utilizzare massicciamente i suoi grandi fondi sovrani per stimolare l'economia, mantenendoli come ultima risorsa in caso di necessità. Meno spazio per le manovre politiche è disponibile in Turchia, Ucraina, Romania e Ungheria, che rimarranno le economie a più alto rischio della Regione. In particolare, l'acquisto da parte della Banca Centrale della Turchia di titoli di Stato sul mercato primario (1,1% del PIL), insieme alla combustione del 30% delle sue riserve in valuta estera attraverso un massiccio intervento sui mercati valutari per stabilizzare il sistema finanziario nazionale, e l'aumento del tasso di cambio.

Nel frattempo la Slovacchia, la Slovenia e i Paesi Baltici beneficeranno dell'adesione all'Eurozona. La Russia ha ridotto il suo tasso di politica a un minimo record del 4,5%, ma è riluttante a utilizzare massicciamente i suoi grandi fondi sovrani per stimolare l'economia, mantenendoli come ultima risorsa in caso di necessità. Meno spazio per le

della politica economica è al massimo da tre anni. La crisi e le sue esigenze di finanziamento d'emergenza hanno reso obsoleti i precedenti sforzi fiscali. Il rischio di stallo politico è più alto che mai, e anche la probabilità di impeachment dopo la crisi è in aumento, il che potrebbe prolungare la recessione.

manovre politiche è disponibile in Turchia, Ucraina, Romania e Ungheria, che rimarranno le economie a più alto rischio della Regione. In particolare, l'acquisto da parte della Banca Centrale della Turchia di titoli di Stato sul mercato primario (1,1% del PIL), insieme alla combustione del 30% delle sue riserve in valuta estera attraverso un massiccio intervento sui mercati valutari per stabilizzare il cambio, comporta il rischio di aumentare l'inflazione, deteriorando ulteriormente la fiducia degli investitori e innescando un'altra crisi della bilancia dei pagamenti, appena due anni dopo la precedente. Nel medio termine, il margine di manovra non uniforme delle politiche, combinato con il diverso slancio all'inizio della crisi, così come la dipendenza dei singoli Paesi dalle esportazioni e dal turismo, determinerà la profondità della crisi e la durata delle recessioni. La Polonia dovrebbe raggiungere il livello del PIL pre-crisi alla fine del 2021, la Repubblica Ceca e la Turchia a metà del 2022 e la Russia solo nel 2024, soprattutto a causa del suo livello di crescita complessivamente più basso.

Il triplo shock di Covid-19 in Medio Oriente avrà effetti che dureranno nel tempo

Nella Regione del Medio Oriente, il triplice shock di Covid-19, il crollo del prezzo del petrolio nel primo semestre del 2020 e la risposta a quest'ultimo - i tagli alla produzione petrolifera sono iniziati a maggio - colpiranno duramente le esportazioni e la crescita, in particolare nelle economie che dipendono dagli idrocarburi. Le severe misure di confinamento contro la diffusione di Covid-19 si stanno attenuando solo

in modo molto graduale, con un forte impatto sulla domanda interna e sui ricavi del turismo. Inoltre, il prezzo del petrolio e la crisi della produzione si tradurranno in enormi perdite di esportazioni nei Paesi esportatori di petrolio. Ad esempio, queste perdite sono previste a più di -100 miliardi di dollari nel 2020 sia in Arabia Saudita che negli Emirati Arabi Uniti. E solo un quarto di queste perdite sarà recuperato nel 2021. Di conseguenza, il PIL reale annuo nel Medio Oriente nel suo complesso dovrebbe diminuire del -6,8% nel 2020, seguito da una modesta ripresa

fino ad una crescita del +2,2% nel 2021. Un altro risultato è che i disavanzi di bilancio e delle partite correnti aumenteranno notevolmente nei Paesi del Golfo nei prossimi due anni. Questa situazione è ancora gestibile per l'Arabia Saudita, gli Emirati Arabi Uniti, il Qatar e il Kuwait, che hanno ampi asset in valuta estera nei loro fondi sovrani. Ma sarà un problema per Bahrain e Oman, le cui riserve sono molto più piccole e che quindi devono affrontare un rischio Paese sempre maggiore.

La crisi di Covid-19 mette a rischio la sostenibilità del debito di diversi Paesi africani

Nel 2020 il Pil africano dovrebbe contrarsi del -3,1%, che sarà la prima recessione del continente in 25 anni. Le contrazioni più forti si registreranno nei Paesi esportatori di petrolio come la Nigeria (-3%), l'Angola (-4,7%) e l'Algeria (-6,7%). Le restrizioni al turismo in-

fluenzeranno drasticamente la crescita in Tunisia (-3,9) e Marocco (-3,9). Il Sudafrica dovrebbe attraversare una delle più gravi recessioni del continente (-7,8%) a causa di uno shock della domanda (interna ed esterna) e di un deflusso di capitali senza precedenti. La crisi di Covid-19 metterà a rischio la sostenibilità del debito anche in Paesi fortemente indebitati come Angola, Egitto, Tunisia. Nel 2021, prevediamo

un rimbalzo del PIL dell'Africa del +4%, con il sostegno di una domanda globale più forte, l'aumento dei prezzi delle materie prime e la ripresa dell'attività turistica.

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



Catharina Hillenbrand-Saponar
Sector Advisor for Energy, Metals, Machinery and
Equipment
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



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



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

Scopri tutte le nostre pubblicazioni sui nostri siti web : [Allianz Research](#) e [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

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 impli citi 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.