

# EUROZONA: DOPPIO CALO E DEBOLEZZE STRUTTURALI

15 October 2020

**GEORGES DIB**Economist  
[georges.dib@eulerhermes.com](mailto:georges.dib@eulerhermes.com)**PATRICK KRIZAN**Senior Economist  
[patrick.krizan@allianz.com](mailto:patrick.krizan@allianz.com)**KATHARINA UTERMÖHL, CFA**Senior Economist  
[katharina.uterhoehl@allianz.com](mailto:katharina.uterhoehl@allianz.com)

Con le nuove restrizioni legate a Covid19, ci aspettiamo una nuova contrazione delle principali economie europee nell'ultimo trimestre del 2020. Prevediamo un calo del PIL del -1,3% congiunturale in Spagna, del -1,1% in Francia e dell'1,0% nei Paesi Bassi. L'estate si è conclusa prematuramente per molti Paesi europei, con la reintroduzione da parte dei governi di misure di distanziamento sociale, mentre la temuta seconda ondata di infezioni si è materializzata in agosto. Mentre tutti i Paesi europei hanno registrato da allora un aumento dei casi, la nostra mappa dei rischi sanitari (Figura 1) mostra un'ampia divergenza tra i Paesi con i migliori risultati (Germania, Finlandia) e quelli più lenti nel controllo della pandemia (Spagna, Francia e Paesi Bassi). Vediamo un elevato rischio di una doppia recessione in Paesi che ancora una volta ricorrono a blocchi mirati e regionali. Più folto è il raggruppamento con rischio sanitario elevato, più alto è il rischio di una crescita negativa del PIL nel quarto trimestre (cfr. figura 2). Prevediamo già una ricaduta sia in Francia (-1,1% nel quarto trimestre contro il +1,0% previsto in precedenza) che in Spagna (-1,3% q/q contro il +1,4% previsto in precedenza). Con le nuove misure di contenimento annunciate nei Paesi Bassi, ci aspettiamo ora anche un andamento negativo della crescita del PIL nel quarto trimestre (-1,0% contro il +0,5% precedentemente previsto).

Figura 1 - Mappa dei rischi sanitari

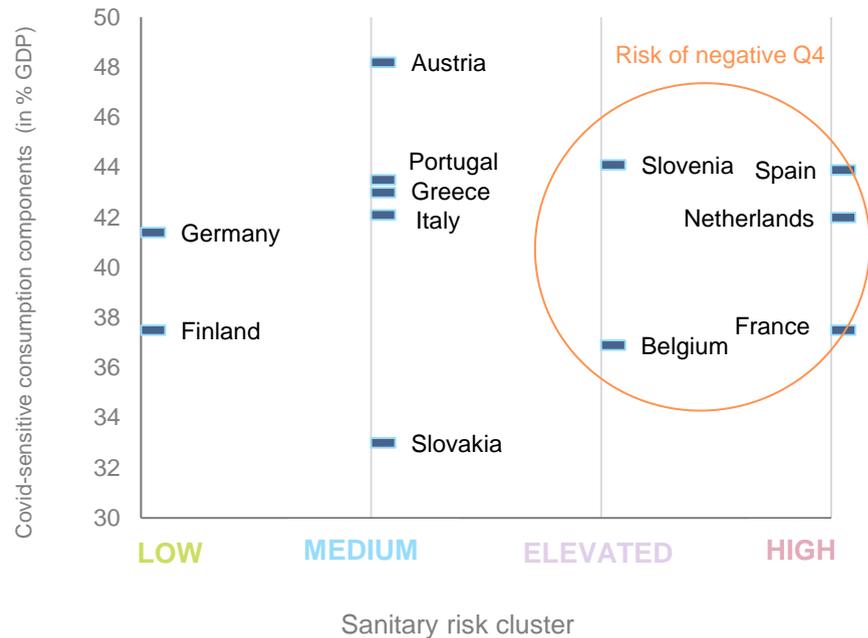
	NewCases <sup>1</sup>		Test hit rate		Infection fear <sup>2</sup>	ICU capacity	Stringency Index 3M change	Risk cluster
	Last	3M change	Last	3M change				
Austria	3	3	2	3	2	1	2	2
Belgium	4	4	3	2		1	3	3
France	4	4	4	2	3	3	2	4
Finland	1	1	1	1	1	4	4	1
Germany	1	1	1	1	2	1	4	1
Greece	1	1	2	3		3	2	2
Italy	1	1	2	3	4	4	1	2
Netherlands	4	4	4	4	2	4	2	4
Portugal	3	1	2	1		3	1	2
Slovakia	2	2	3	2		1	4	2
Slovenia	3	3	3	3		2	2	3
Spain	4	4	4	2	2	4	3	4

<sup>1</sup>per 100.000, ultimo rilevamento 11 ottobre<sup>2</sup>Sondaggio YouGov, ultimo rilevamento 30 settembreRisk clusters: Low Medium Elevated High

Fonti: Università John Hopkins, Università di Oxford, YouGov, Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

Stimiamo l'entità del rallentamento della crescita sulla base del (i) PIL a rischio (spesa sociale e componenti dei consumi sensibili alla recessione) e (ii) shock da restrizioni mirate nei centri economici (ad esempio la regione di Parigi, la Catalogna e la regione di Madrid).

Figura 2 - Rischio sanitario in relazione ai componenti di consumo sensibili al Covid-19



Fonti: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Research

Questa seconda ondata mette alla prova il modello economico dei principali paesi dell'Eurozona, e il ritorno ai livelli pre-crisi richiederà molto tempo. Spagna e Portogallo come potenze turistiche sono sulla lista dei Paesi da tenere d'occhio. Infatti, le economie che vantano un'elevata quota di consumi sensibili a Covid-19 sul PIL, in particolare la spesa per i servizi che richiedono interazione sociale, e una forte dipendenza dal turismo sono le più a rischio. Dopotutto, la politica fiscale si sta dimostrando meno efficace nell'aumentare la fiducia in questo settore che nel settore manifatturiero ed edilizio, fintanto che i timori di contagio continuano a persistere. Vi è quindi un rischio maggiore di conseguenze a lungo termine. Allo stesso tempo, i paesi con un alto livello di disoccupazione e/o un recente aumento della stessa (ufficiale o nascosto) avrà maggiori difficoltà a stabilizzare la fiducia delle famiglie e a ridurre l'elevato tasso di risparmio. La nostra mappa dei rischi economici (vedi Figura 3), che riflette l'interazione dei fattori economici rilevanti, mostra che in Germania, Finlandia e Austria i rischi sono bassi, anche se in Austria la struttura dei consumi e le dimensioni del settore turistico sono un punto debole. Il polo produttivo dell'Europa centro-orientale (ad esempio la Slovacchia) presenta rischi medi, così come i paesi del Benelux. La Francia, insieme all'Italia, è nel gruppo ad alto rischio. Siamo preoccupati dalla possibilità che possa indebolire il nucleo dell'Eurozona per un po' di tempo. Ciò potrebbe minare ulteriormente il coordinamento delle politiche alimentando le divergenze economiche tra gli Stati membri. Nel frattempo Spagna e Portogallo sono particolarmente vulnerabili, data l'importanza del turismo per le loro economie, l'alto tasso di disoccupazione e una - finora - timida risposta di politica fiscale.

Figura 3 - Mappa del rischio economico

	Covid-sensitive consumption <sup>1</sup>	Consumer Confidence <sup>2</sup>	Households saving rate	Tourism as%of GDP	Fiscal stimulus <sup>3</sup>	Unemployment rate	Unemployment YDchange	Hidden unemployment <sup>4</sup>	Risk cluster
Austria	4	1	4	3	1	1	1	1	1
Belgium	2	3	4	1	4	1	2	2	2
France	2	3	3	2	2	2	2	2	3
Finland	2	1	1	2	4	2	2	3	1
Germany	3	1	3	2	1	1	1	1	1
Greece	3	2	1	4	3	4	4	1	3
Italy	3	3	2	3	3	3	2	2	3
Netherlands	1	2	4	1	3	1	3	3	2
Portugal	2	4	2	4	3	2	3	1	4
Slovakia	1	4	2	1	4	2	2	1	2
Slovenia	3	4	2	3	4	1	1	3	3
Spain	3	4	3	3	4	4	4	4	4

<sup>1</sup> componenti di consumo sensibili alla recessione e a Covid, in % del PIL <sup>2</sup> ultimo valore (settembre 2020) annunciate nel 2020, in % del PIL <sup>3</sup> in % della forza lavoro

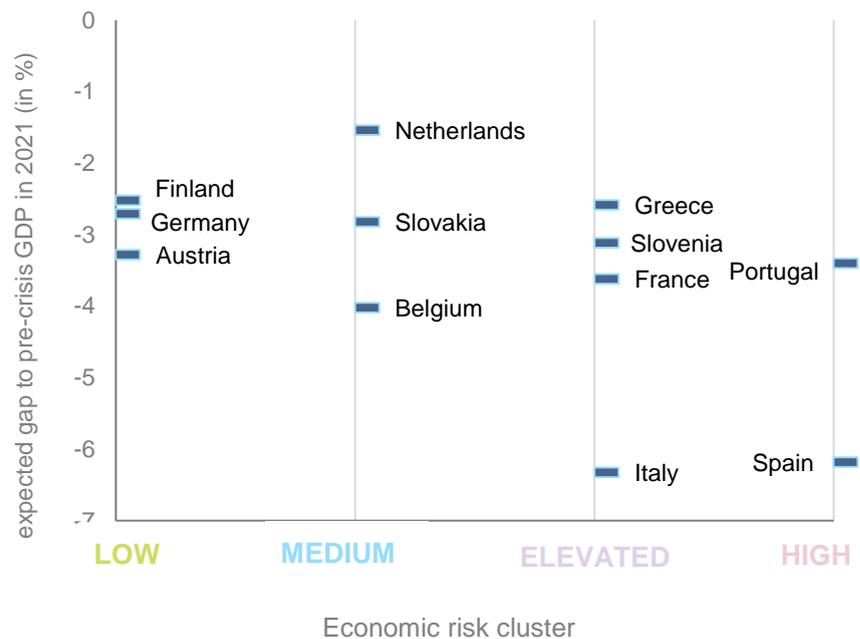
basato sul clustering k-means <sup>4</sup> misure di sostegno

Risk clusters: **Low** **Medium** **Elevated** **High**

Fonti: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Research

Questo rischio di ulteriori divergenze economiche tra gli Stati membri dell'Eurozona si riflette anche nel divario atteso del PIL rispetto al livello pre-crisi del 2021 (cfr. figura 4). In generale, maggiore è il complesso dei rischi economici di un Paese, maggiore è l'incertezza sulla forza della ripresa e maggiore è la probabilità di un importante divario del PIL rispetto ai livelli pre-crisi ancora prevalenti alla fine del 2021.

Figura 4 - Rischio economico in rapporto al divario del PIL atteso rispetto al livello pre-crisi



Fonti: Refinitiv, Euler Hermes, Allianz Research

L'ordine di priorità post-pandemico dell'Eurozona: Solide economie di esportazione in testa (Germania, Austria e Finlandia), un nucleo in contrazione con il motore di crescita della Francia (spesa delle famiglie) che si trasforma in un tallone d'Achille e la Spagna come nuova Italia. Nella nostra mappa del rischio politico (cfr. figura 5) cerchiamo di valutare la capacità dei governi nazionali dell'Eurozona di invertire la rotta - ossia di attuare rapidamente misure decisive - esaminando le più recenti valutazioni di approvazione delle misure (anche per la gestione della pandemia) e le dimensioni delle

maggioranze parlamentari. Nel frattempo, le intenzioni di voto nazionali per i partiti euroscettici servono come metro di valutazione del sostegno per una nuova azione politica dell'UE. Tra i Paesi che sono apparsi nel raggruppamento ad alto rischio, il fatto di tenere conto della dimensione politica placa le nostre preoccupazioni sulla Grecia e sul Portogallo, grazie a ostacoli politici relativamente bassi per una risposta politica adeguata. Nel frattempo, per paesi come Francia, Spagna e Paesi Bassi, una capacità politica limitata di agire rischia di esacerbare le debolezze della dimensione sanitaria e/o economica.

Figura 5 - Mappa del rischio politico

	Gov. approval <sup>1</sup>	Trust in Covid-Mgt. <sup>2</sup>		Fragmentation <sup>3</sup>	Eurocepticism <sup>4</sup>	Alienation <sup>5</sup>	Enforceability <sup>6</sup>	Risk cluster
	Last	Last	3M change	Last	Last	Last	Last	
Austria	1	2	2	1	2	1	3	1
Belgium	1			4	2	1	3	3
France	3	3	3	3	4	3	1	3
Finland	2	1	4	2	2	3	2	2
Germany	1	1	1	1	1	1	1	1
Greece	2			1	1	2	1	1
Italy	4	1	2	3	4	3	3	3
Netherlands	2	4	2	4	3	1	4	4
Portugal	2			1	2	2	4	2
Slovakia	4			4	4	2	2	3
Slovenia	4			3	4	2	4	3
Spain	4	3	4	3	2	2	4	4

<sup>1</sup> intenzioni di voto per i partiti di governo (ultimi 4 sondaggi)

<sup>2</sup> Sondaggio YouGov, ultimo rilevamento dati 30 settembre basato su clustering k-means

<sup>3</sup> HHI Indice delle intenzioni di voto dei partiti (ultimi 4 sondaggi)

<sup>4</sup> intenzioni di voto Partiti euroscettici (ultimi 4 sondaggi)

<sup>5</sup> tasso di astensione alle ultime elezioni nazionali

<sup>6</sup> maggioranza parlamentare (% dei seggi)

Risk clusters: Low Medium Elevated High

Fonti: EuropeElects, YouGov, Euler Hermes, Allianz Research

Il rischio di una risposta politica inadeguata sottolinea ancora di più la necessità di erogazioni rapide dal Recovery Fund dell'UE. Dimenticate i gruppi di interesse che sono emersi nella crisi del debito dell'Eurozona: Dopo il rimescolamento della pandemia, il nucleo è ancora formato da solide economie basate sull'esportazione (Germania, Austria, Finlandia) ma si sta sempre più assottigliando mentre la Francia sembra uscire dalla crisi Covid-19 chiaramente indebolita e i Paesi Bassi potrebbero fare fatica a proporre una risposta politica adeguata. Per i PECO (Paesi dell'Europa Centro Orientale), la loro posizione di polo produttivo europeo contiene rischi economici, ma si trovano ad affrontare una grande sfida sanitaria unita ad elevati rischi politici. Nel frattempo, la Grecia e il Portogallo danno ancora motivo di preoccupazione, ma la Spagna è la nuova Italia che è passata da protagonista a figlio problematico. Si veda la figura 6 per la sintesi dei tre gruppi di rischio - sanitario, economico e politico - per paese.

**La Spagna a un bivio: stimolo fiscale ambizioso, frammentazione politica record.**

Lo stallo politico della Spagna non fa che aggravare la crisi sanitaria, poiché i governi regionali e centrali non sono riusciti a trovare un accordo su una strategia nazionale per frenare la seconda ondata. Le tensioni politiche sul contenuto del bilancio 2021 hanno anche ritardato le tanto necessarie misure di stimolo e le riforme che avrebbero dato impulso alla ripresa economica. Con il ritorno di blocchi mirati e di un rigoroso distanziamento sociale per combattere l'aumento delle infezioni da Covid-19, ci aspettiamo che la Spagna veda la più grande contrazione del PIL nel 2020, molto peggiore di tutti i suoi omologhi dell'Eurozona. Prevediamo una contrazione della crescita nel quarto trimestre. Un blocco moderatamente rigoroso (50% di quello visto in primavera) nelle

regioni spagnole di Madrid e della Catalogna (40% del PIL spagnolo) dovrebbe portare a una contrazione del -1,3% in termini congiunturali, segnando una brusca battuta d'arresto alla ripresa iniziata a giugno.

La Spagna ha recentemente presentato una proposta per un pacchetto di stimolo di 72 miliardi di euro (6% del PIL del 2019), in parte finanziato con i 140 miliardi di euro che dovrebbe ricevere dal Fondo europeo per la ripresa. Questo ambizioso piano potrebbe stimolare la crescita del PIL di 4,7 punti percentuali nei prossimi tre anni. Le azioni di dettaglio devono ancora essere annunciate, ma la forte attenzione verso gli investimenti pubblici (crescita verde, infrastrutture, innovazione e istruzione) potrebbe produrre un moltiplicatore fiscale più elevato rispetto ai pacchetti di stimolo dei suoi partner dell'Eurozona. Se da un lato questo è un passo incoraggiante, dall'altro gli ostacoli politici all'attuazione rimangono, in quanto i partiti di sinistra e di destra lottano per trovare denominatori comuni di politica. Il Parlamento potrebbe alla fine votare un bilancio annacquato. Il rischio è che la ripresa nel 2021 sia solo un rimbalzo meccanico, facendo rimanere la Spagna indietro rispetto ai suoi vicini.

**Politica fiscale: Chiaramente questo non è il momento di compiacersi.** Per tenere a bada le tendenze centrifughe è urgentemente necessaria un'azione decisa su tutto lo spettro delle politiche - comprese quelle sanitarie, fiscali e monetarie (in quest'ordine) - e sia a livello nazionale che sovranazionale. Certamente, la BCE farà in modo di continuare a limitare i premi per il rischio sovrano, ma ciò difficilmente può essere considerato una risposta politica sufficiente e sostenibile. Nella migliore delle ipotesi, essa contribuirà a guadagnare tempo affinché una risposta fiscale significativa dia i suoi frutti. Dopo tutto, senza ulteriori iniziative di politica strutturale, una politica della BCE sempre più espansiva comporta dei rischi, che vanno da crescenti preoccupazioni per la stabilità finanziaria a una maggiore politicizzazione e, a sua volta, alla perdita di indipendenza. L'attenzione deve passare da una BCE sempre più "a lungo più bassa" a una politica fiscale che punti su una politica "strutturalmente più forte", sostenendo una strategia di crescita credibile incentrata sulla transizione verso un'economia verde e digitale. E non illudetevi: dato il compito che ci attende, il necessario sostegno alla politica fiscale assomiglierà più a una maratona che a uno sprint.

Figura 6 - Riepilogo dei raggruppamenti di rischio

	SANITARY	ECONOMIC	POLITICAL
Austria	2	1	1
Belgium	3	2	3
France	4	3	3
Finland	1	1	2
Germany	1	1	1
Greece	2	3	1
Italy	2	3	3
Netherlands	4	2	4
Portugal	2	4	2
Slovakia	2	2	3
Slovenia	3	3	3
Spain	4	4	4

basato sul clustering k-means

Risk clusters: **Low** **Medium** **Elevated** **High**  
Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

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.