



ALLIANZ RESEARCH

IL MONDO RIAPRE:

ATTENZIONE ALLE FALSE PARTENZE

Aprile 2020

- 04 Economie in un buco nero: uno shock di proporzioni mai viste
- 06 Nessun D-day in vista: i mercati non hanno ricevuto alcun avviso di riapertura progressiva
- 09 Politiche senza precedenti si sono rese necessarie, ma occorre fare di più per garantire un recupero rapido
- 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 Research

Georges 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

- Economie in un buco nero. Il blocco di oltre la metà della popolazione mondiale ha colpito il mondo come un meteorite, spingendo l'economia globale nella peggiore recessione dai tempi della seconda guerra mondiale: -3,3% del PIL nel 2020, pari a 9.000 miliardi di dollari persi o al PIL di Germania e Giappone messi insieme, e più del doppio rispetto alla crisi finanziaria globale del 2009. Le perdite commerciali potrebbero ammontare a 3.500 miliardi di dollari nel 2020. Le insolvenze sono destinate ad aumentare del 20% nel 2020. Fino a un terzo dei posti di lavoro rischia di andare perduto.
- D-day in vista? L'entusiasmo per un'uscita apparentemente imminente dal blocco dei coronavirus è forse eccessivo. Gestire efficacemente il tasso di contagio del virus (R0) significherà che la maggior parte delle economie funzionerà al 70-80% del loro potenziale per due-tre trimestri. I mercati dei capitali potrebbero quindi peggiorare ancora prima di migliorare man mano che la ripresa si consolida. Inoltre, occorre badare a sette fattori che potrebbero innescare una crisi prolungata, invece che uno scenario a forma di U.
- È necessario e urgente avere a disposizione una cassetta degli attrezzi per una politica flessibile. I disavanzi fiscali a due cifre, l'onere del debito e il gonfiamento dei bilanci delle banche centrali (50% del PIL sia per la Fed che per la BCE) hanno contribuito a mitigare i costi finanziari, economici e sociali della crisi. Tuttavia, ora è il momento di definire una politica per la crisi di solvibilità che ci attende, oltre alla necessità di riparare e recuperare. Abbiamo progettato un menu di opzioni politiche per affrontare le fasi economiche della crisi Covid-19.
- Le prospettive regionali vedono gli Stati Uniti e l'Europa che delineano percorsi divergenti, la Cina che conferma un rimbalzo molto parziale e i Mercati Emergenti che si apprestano ad affrontare una tempesta perfetta.

9.000 Miliardi di dollari

**Perdita economica globale prevista
dalla recessione Covid 19.**

Figura 1: Previsioni di crescita del Pil mondiale

	2017	2018	2019	2020	2021
World GDP growth	3.3	3.1	2.5	-3.3	5.6
United States	2.4	2.9	2.3	-2.7	3.3
Latin America	1.0	1.0	0.1	-4.1	3.7
Brazil	1.3	1.3	1.1	-5.0	5.5
United Kingdom	1.8	1.3	1.4	-8.2	8.7
Eurozone members	2.7	1.9	1.2	-9.3	9.3
Germany	2.8	1.5	0.6	-8.9	8.7
France	2.4	1.7	1.3	-8.9	9.6
Italy	1.7	0.7	0.3	-11.4	11.0
Spain	2.9	2.4	2.0	-11.0	10.0
Russia	1.6	2.3	1.3	-2.5	5.2
Turkey	7.5	2.8	0.9	-3.3	7.6
Asia-Pacific	5.2	4.7	4.3	-0.6	6.5
China	6.9	6.7	6.1	1.8	8.5
Japan	2.2	0.3	0.7	-5.7	2.2
India	7.3	6.2	5.0	1.1	7.5
Middle East	1.2	1.1	0.6	-4.5	2.4
Saudi Arabia	-0.7	2.4	0.2	-2.0	2.0
Africa	3.1	2.7	1.9	-1.6	3.6
South Africa	1.4	0.8	0.3	-5.3	4.5

* *Weights in global GDP at market price, 2019*

NB: fiscal year for India

Fonti: Allianz Research, fonti nazionali

ECONOMIE IN UN BUCO NERO: UNO SHOCK DI PROPORZIONI MAI VISTE

Nel nostro precedente report *Economie in Quarantena*, la nostra ultima prospettiva economica e dei mercati dei capitali, abbiamo individuato tre ondate di *shock* legate al Covid-19, con impatti sull'economia, commercio e finanza. Abbiamo anche stimato la gravità della crisi (PIL, perdita di posti di lavoro, mercati dei capitali, insolvenze), tenendo conto dell'effetto mitigatore della risposta senza precedenti delle Banche Centrali e dei Governi di tutto il mondo. Infine, abbiamo previsto due scenari: una cosiddetta ripresa a forma di U (il nostro scenario di base) e uno scenario a forma di L (o di crisi prolungata) in cui l'economia globale è destinata a non riprendersi nei prossimi due anni. Il mese scorso i dati hanno confermato la nostra valutazione iniziale e ci hanno aiutato a perfezionare la nostra analisi in almeno tre direzioni. In primo luogo, diversi indicatori ci hanno consentito di dare una dimensione più chiara dello *shock*. In secondo luogo abbiamo maggiori dettagli sulle opzioni sanitarie ed economiche alla base delle scelte di riapertura da parte dei Paesi. Infine, sembra che molto di più debba essere fatto dai *policy makers* per affrontare la crisi. Questi sono i tre temi che abbiamo sviluppato in questo rapporto.

Dati recenti suggeriscono che l'attività eco-

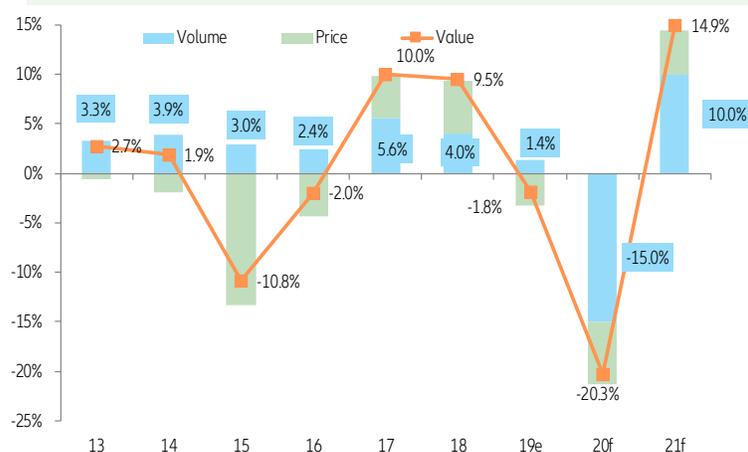
nomica durante il blocco è di circa il 30% al di sotto dei livelli normali nella maggior parte dei paesi europei che hanno implementato severe restrizioni. La congestione del traffico è diminuita in media del 70% nelle maggiori capitali europee, i consumi di energia elettrica sono scesi tra il 20% e il 30% rispetto a metà marzo, mentre le vendite di auto sono diminuite del 52% su base annua in Europa e del 37% negli Stati Uniti. Lo *shock* dei consumi è molto forte, come testimonia il calo delle vendite al dettaglio: -24% rispetto al mese precedente in Francia a marzo e -9% negli Stati Uniti. Lo *shock* sulla fiducia delle imprese è senza precedenti nel settore dei servizi, dove gli indicatori avanzati, come la *survey* effettuata con i direttori acquisti (*Purchasing Manager Index — PMI*), hanno raggiunto livelli record in aprile, mentre nel settore manifatturiero gli indicatori sono scesi sotto il minimo del 2009. Le prospettive occupazionali si sono rapidamente deteriorate e il numero di persone che beneficiano di una disoccupazione parziale è aumentato rapidamente in un mese: a oltre 10 milioni in Francia contro gli oltre 22 milioni di disoccupati negli Stati Uniti. La fiducia dei consumatori in tutti i paesi ha registrato un altro calo record. Nell'Eurozona, la fiducia dei consuma-

tori è scesa da -11,6 a -22,7 a marzo.

I blocchi hanno innescato uno shock economico di proporzioni senza precedenti. Tenendo conto della più recente progressione della pandemia e delle decisioni delle diverse autorità, ci aspettiamo in media due mesi di blocco per oltre la metà della popolazione globale e quindi del PIL, il che conduce a una significativa revisione al ribasso del nostro scenario globale del PIL da +0,5% a -3,3% nel 2020. Il calo dell'attività dovrebbe ora situarsi tra il -10% e il -20% congiunturale nel 2° trimestre, a seconda del rigore delle misure di blocco in tutti i paesi. Ciò fa seguito a una già forte recessione nel primo trimestre (da -2,5% a -8% trimestrale). Le economie avanzate registrerebbero una recessione del -5,3% mentre i mercati emergenti sarebbero in recessione (-0,5%) per la prima volta in oltre 10 anni.

Questa è la peggiore recessione dai tempi della seconda guerra mondiale, equivalente a 9.000 miliardi di dollari persi o al PIL di Germania e Giappone messi insieme, e più del doppio della crisi finanziaria globale del 2009.

Figura 2: Crescita del commercio globale in volume e valore (% annua)



Fonti: ITC, Allianz Research

Le perdite di scambi commerciali potrebbero ammontare a 3.500 miliardi di dollari nel 2020.

Prevediamo due trimestri di recessione nel commercio di beni e servizi (1° e 2° trimestre), che porterà la contrazione del volume annuale a -15% nel 2020. In termini di valore, il crollo delle materie prime e un dollaro più forte peseranno sui prezzi. Prevediamo che il commercio globale in valore diminuirà del -20%. Questo porterà una caduta dei fatturati delle aziende in una forbice tra -30% e -40% tendenziale annuo nel secondo trimestre del 2020, in particolare nell'Eurozona.

Il protezionismo sarà una caratteristica chiave della vita dopo Covid-19 e potrebbe mettere a repentaglio il recupero.

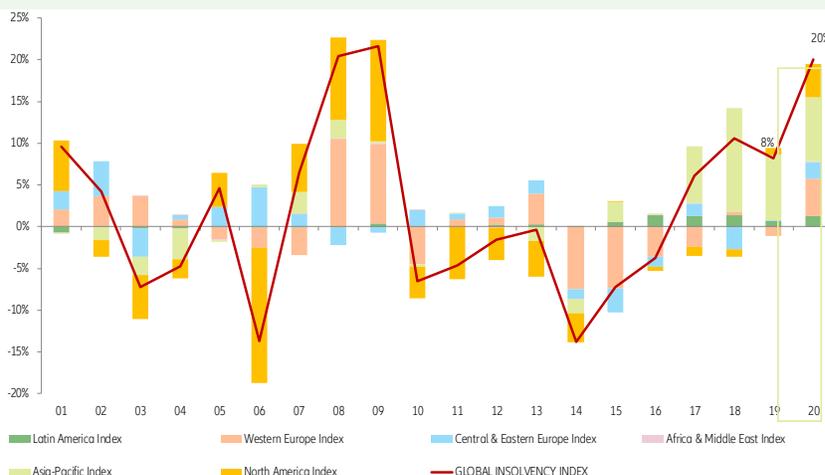
Assistiamo a sempre più conferme dell'aumento del protezionismo (si noti che le restrizioni all'esportazione delle mascherine potrebbero far aumentare i loro prezzi del +20%), del desiderio di autonomia industriale (Europa, Francia, Stati Uniti per la salute e le catene di approvvigionamento che presentano criticità) e dei sussidi nascosti (il piano di stimolo del Giappone per spostare la produ-

zione fuori dalla Cina è pari a 2,2 miliardi di dollari). Nel breve periodo, i divieti di esportazione mettono a rischio la lotta contro il virus, soprattutto nei Paesi emergenti e in via di sviluppo. Nel medio termine le barriere commerciali segnalano una potenziale tendenza all'accorciamento delle catene di approvvigionamento, una maggiore protezione degli investimenti e quindi un costoso (se si verifica) rimbalzo.

Nonostante il sostegno senza precedenti, le insolvenze sono destinate ad aumentare del 20% nel 2020. Considerando la sensibilità storica al ciclo economico e gli interventi governativi a sostegno delle imprese (differimenti di imposte, prestiti e garanzie statali) e per evitare le maggiori insolvenze e i loro effetti domino, ci aspettiamo un aumento delle insolvenze globali di almeno il 20% nel 2020. Questo quarto anno consecutivo di insolvenze in aumento sarebbe il risultato di un aumento del 25% negli Stati Uniti, del 15% in Cina e del 19% in Europa.

Fino a un terzo dei posti di lavoro è a rischio. Il mercato del lavoro americano è molto flessibile. Stimiamo che il tasso di disoccupazione raggiungerà in media il 9,4% nel 2020. Nell'Eurozona, dove più di 70 milioni di persone beneficeranno probabilmente di regimi di disoccupazione parziale, la riapertura molto graduale delle economie comporterà la necessità di ridurre i costi fissi da parte delle imprese, in particolare quelle dei settori in cui il de-confinamento sarà molto graduale (alberghi e alloggi, viaggi, commercio al dettaglio). Stimiamo che fino a un terzo dei disoccupati parziale potrebbe diventare disoccupato entro la fine dell'anno in paesi in cui la situazione negativa è limitata a circa sei mesi, come Belgio, Regno Unito, Spagna, Italia, Francia e Portogallo. Di conseguenza, stimiamo che il tasso di disoccupazione dell'Eurozona salirà di +2 punti percentuali al 9,5% nel 2020, con il 18,5% in Spagna, l'11,8% in Italia, il 10,5% in Francia e il 6% in Germania. Nel Regno Unito il tasso di disoccupazione dovrebbe passare dal 3,8% al 6%.

Figura 3: Indici di insolvenza globali e regionali (variazioni annue in %)



NESSUN D-DAY IN VISTA: I MERCATI NON HANNO RICEVUTO ALCUN AVVISO DI RIAPERTURA PROGRESSIVA

L'entusiasmo per un'uscita apparentemente imminente dal blocco di Covid-19 è eccessivo. Le maggiori economie hanno annunciato piani di riapertura, ma ci aspettiamo che il deconfinamento proceda in modo molto graduale, che può essere diviso in quattro fasi diverse: dal blocco completo alla graduale riapertura nazionale, alla graduale riapertura internazionale e infine al riavvio completo. Ciò che è importante capire è che gestire il tasso di riproduzione del virus in modo efficace (R0) significherà che la maggior parte delle economie funzionerà al 70-80% del loro potenziale per due-tre trimestri, con il trasporto, i viaggi, la vendita al dettaglio e l'ospitalità in pausa più a lungo. Di conseguenza, l'attività nei settori manifatturiero e delle costruzioni potrebbe aumentare più rapidamente che nei servizi. Le lezioni apprese dalla Cina ci mostrano che un mese dopo che il numero di infezioni interne da Covid-19 è sceso vicino allo zero, le attività di produzione continuano a registrare l'80%-85% dei loro normali livelli pre-crisi, mentre la spesa dei consumatori per i beni durevoli rimane a circa il 65% dei livelli normali. A livello globale, il ritorno allo status quo non è previsto prima del-

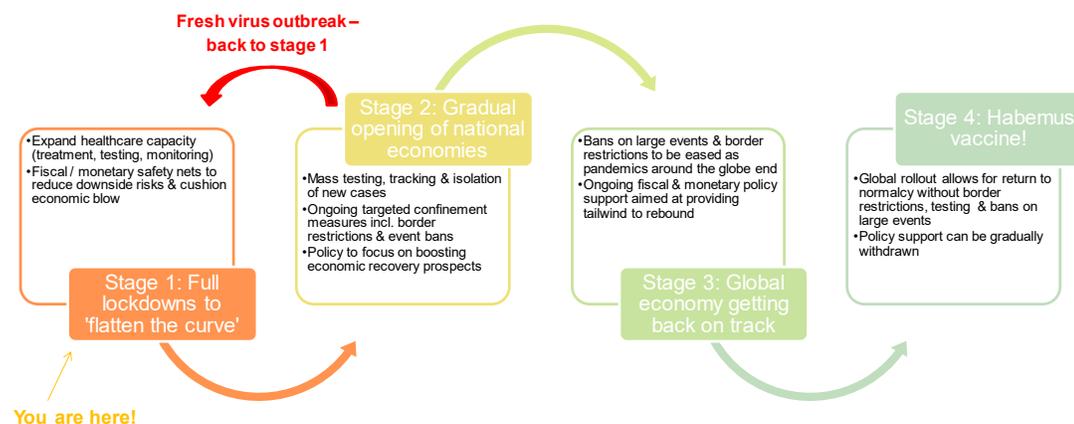
la metà del 2021 (+5,6% di crescita del PIL nel 2021) e dipenderà dalla presenza di un vaccino.

Le capacità di cura, di test e di monitoraggio saranno essenziali per la riapertura: i Paesi non riapriranno in sincronia. Ora esaminiamo tre o quattro mesi di progressivo decongestionamento e la necessità di utilizzare gli interruttori automatici da qui a metà del 2021, quando potrebbero arrivare nuove onde. Per comprendere le potenziali strategie di uscita e i rischi ad esse associati, abbiamo raggruppato i paesi in base alla loro disponibilità a de-confinare e alla loro vulnerabilità economica al confinamento. La nostra analisi rivela quattro gruppi di paesi al momento della stesura della presente relazione. Il primo, costituito per la maggior parte da Mercati Emergenti, è ancora impreparato a deconfinare con l'accelerarsi della diffusione del virus e con le strutture sanitarie che faticano a tenere il passo. Un secondo *cluster*, quello di testa, ha incrementato le capacità di test e mediche (Cina, Danimarca, Corea del Sud) per deconfinare velocemente. Un terzo *cluster* comprende i paesi di confine (Italia, Germania, Singapore), dove sono stati fatti

progressi, ma dove i paesi rimangono economicamente vulnerabili a un confinamento più lungo e non cooperativo, spesso a causa della loro dipendenza commerciale. L'ultimo *cluster* combatte ancora l'epidemia (Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Francia, Spagna) e i test non hanno ancora raggiunto lo standard dei migliori risultati, richiedendo che il deconfinamento sia ancora più graduale e lento per evitare epidemie secondarie.

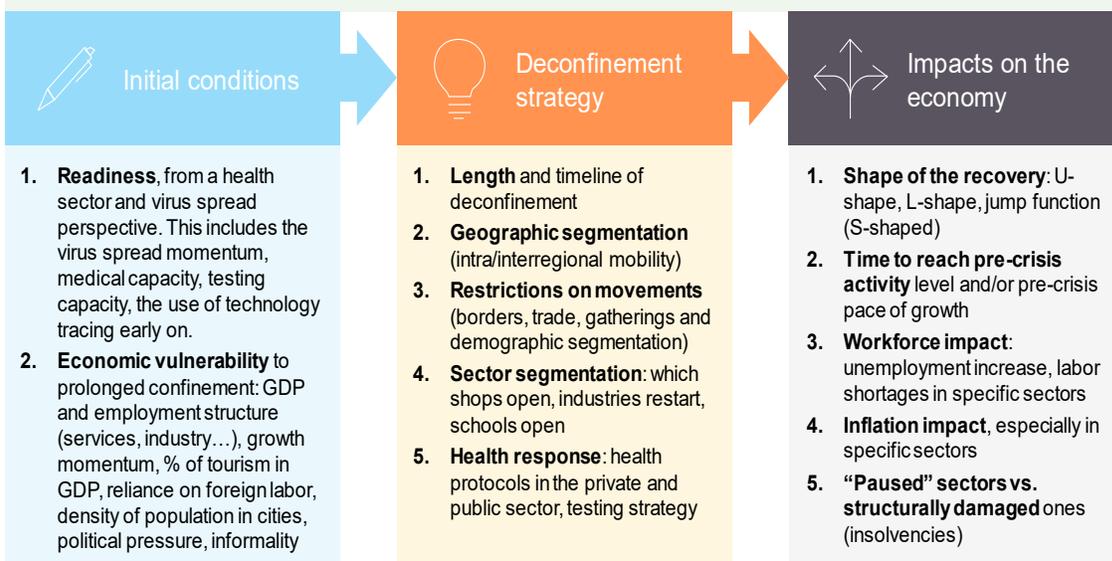
Mercati: Può ancora andare peggio prima di vedere un miglioramento. Crediamo ancora che il terreno perduto da febbraio non sarà completamente recuperato entro la fine dell'anno. Per calmare strutturalmente i mercati, dovrebbero esserci prove convincenti del fatto che l'anno fiscale non è completamente perduto e che la combinazione di un contagio in continua diminuzione, abbinato a un effettivo riavvio dell'economia, sta avvenendo. Anche se queste due condizioni sono soddisfatte, c'è da aspettarsi che gli investitori scendano al di sotto dei precedenti livelli di rischio, ostacolando una completa ripresa a V.

Figura 4: Cosa serve per tornare a fare affari come al solito



Fonte: Allianz Research

Figura 5: Cosa serve per tornare a fare affari come al solito



Anche dopo il recente recupero dei mercati borsistici, rimaniamo convinti che sia ancora complicato imporre una traiettoria di recupero basata sui fondamentali.

In questo momento, e coerentemente con il nostro approccio valutativo, continuiamo a prevedere che i mercati azionari statunitensi registreranno una performance annua del -20% per il 2020 e inizieranno gradualmente a risalire ai livelli precedenti (pur non riuscendo a raggiungere i picchi trascorsi) entro il 2021. Analogamente, ci aspettiamo che i mercati azionari europei seguano esattamente lo stesso percorso, ma con una performance del -22% per il 2020.

A questo punto, continuiamo a prevedere che i rendimenti obbligazionari statunitensi a lungo termine termineranno il 2020 intorno all'1,0%

I mercati sovrani globali a lungo termine si sono calmati dopo diverse settimane di comportamenti erratici. Il mix di cattive e

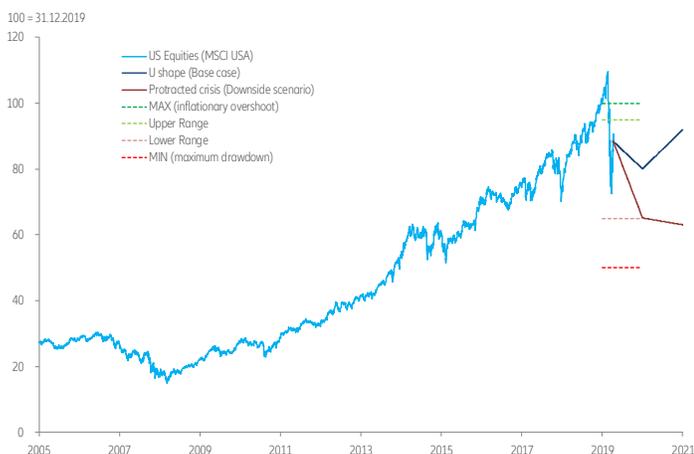
buone notizie, sia dal punto di vista pandemico che da quello fiscale e monetario, ha portato i mercati a una caccia continua a un punto di equilibrio o al loro fondamentale valore prospettico, che ora sembrano aver trovato. Oltre il 2020, ci aspettiamo che i rendimenti statunitensi a lungo termine convergano verso i livelli di fair value antecedenti alla Covid-19 (1,4%) entro la fine del 2021. Analogamente, i rendimenti dei Bund a dieci anni dovrebbero continuare a essere scambiati intorno al -0,5%. Come negli Stati Uniti, ci aspettiamo che i rendimenti tedeschi a lungo termine convergano verso il -0,3% entro la fine del 2021.

Il credito globale alle imprese rimane una delle classi di attività più colpite in questo recente periodo di estrema volatilità.

All'interno della classe di attività, alcuni settori rimangono sotto pressione. I settori dei viaggi e del tempo libero, del trasporto aereo e del petrolio e gas sono visti come i

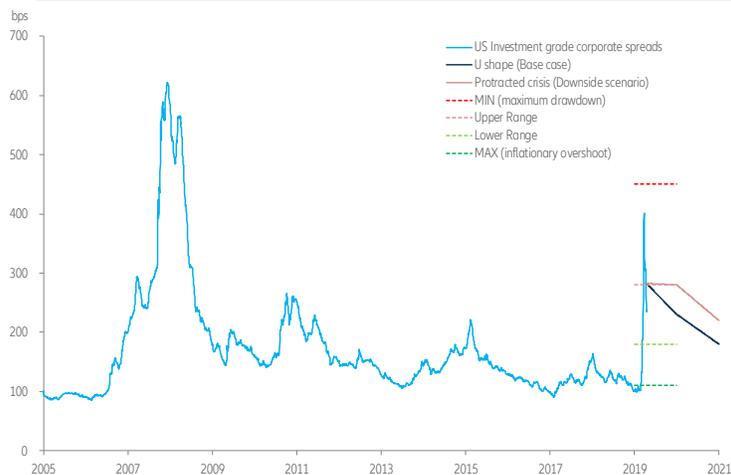
settori specifici che comportano il rischio più intrinseco, sia all'interno della classe di investimento che nell'universo ad alto rendimento. Dal punto di vista dello scenario, ci aspettiamo ancora che gli spread aziendali investment grade registrino un lieve allargamento strutturale verso la fine dell'anno, portando gli spread a livelli più elevati rispetto a quelli osservati all'inizio dell'anno (230 punti base per gli Stati Uniti e 180 per il debito societario denominato in euro). Guardando al 2021, ci aspettiamo ancora che gli spread del credito societario comincino lentamente ma costantemente a riadeguarsi ai precedenti minimi storici (150 punti base per il Credito in euro e 180 per il Credito USA).

Figura 6: Prospettive azionarie statunitensi



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 7: Spread statunitensi investment grade



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Cosa potrebbe andare storto: I Sette (possibili) Peccati. In Economie in Quarantena, abbiamo avvertito su tre possibili rischi che potrebbero causare uno scenario a forma di L: (i) le obbligazioni societarie; (ii) il rischio di una crisi di liquidità e (iii) la difficoltà di far ripartire il mondo e il rischio di errori di politica. Ci sono altri sette rischi che devono essere tenuti sotto controllo: (1) un secondo (più grave) focolaio del virus, che manterrebbe l'economia globale al di sotto dei livelli pre-crisi fino alla fine del 2021. (2) Un'incertezza di lunga durata e una bassa fiducia che ritarderebbe gli investi-

menti e incrementerebbe i risparmi precauzionali. (3) Errori politici - sostegno insufficiente da parte delle banche centrali e la mancanza di un'adeguata ripartizione degli oneri fiscali nell'Eurozona per innescare una ricaduta e una crisi del debito sovrano. (4) Una crisi bancaria o immobiliare che potrebbe essere un effetto collaterale di una violenta impennata dei prestiti ad alto rischio e del mancato pagamento da parte delle imprese che hanno difficoltà a pagare. (5) Le crescenti disuguaglianze non affrontate che si traducono in un aumento del malcontento sociale e delle tensioni politiche, in

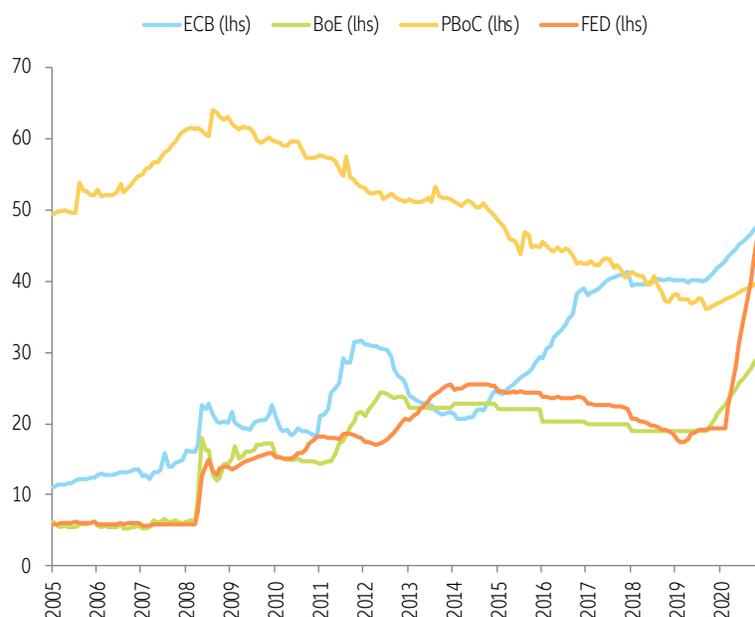
particolare nei mercati emergenti. (6) Catene di fornitura più corte che portano a misure protezionistiche in tutto il mondo e che alimentano margini aziendali strutturalmente più bassi. (7) L'eccesso di rischio morale crea un rischio collettivo di maggiore inflazione (se le banche centrali si spingono oltre la monetizzazione), di ristrutturazione del debito e di aumento delle tasse. Evitare una crisi di liquidità prolungata è un *must* (debito e liquidità; mercati, banche e aziende), e la fiducia nelle istituzioni è fondamentale.

Figura 8: Indici di deficit fiscale e di debito pubblico, 2020-21 per paese

	Fiscal relief announced (local currency)		Impact on GDP growth (in pp)	Fiscal deficit		Public debt		Expected fiscal relief in the second phase (% of GDP)	Expected recovery fiscal stimulus package (% of GDP)
		(% of GDP)		2020	2021	2020	2021		
Germany	123	3.6%	1.3	-7.0	-3.0	72	68	2.0%	2.0%
France	110	4.7%	1.9	-11.0	-8.0	118	116	0.5%	2.0%
Italy	25	1.4%	0.7	-13.6	-3.7	169	156	1.0%	1.0%
Spain	23	1.8%	0.5	-7.8	-4.5	116	110	1.0%	1.5%
UK	65	2.9%	1.2	-7.4	-4.8	93	96	1.5%	2.0%
US	2300	10.8%	2.2	-12.0	-10.0	90	96		10.0%

Fonte: Allianz Research

Figura 9: Bilanci delle banche centrali (% del PIL)



Fonti: Fonti ufficiali; Allianz Research

POLITICHE SENZA PRECEDENTI SI SONO RESE NECESSARIE MA OCCORRE FARE DI PIÙ PER GARANTIRE UN RECUPERO RAPIDO.

I disavanzi di bilancio a due cifre e l'aumento dei bilanci delle banche centrali (50% del PIL sia per la Fed che per la BCE) hanno contribuito a mitigare i costi finanziari, economici e sociali della crisi.

In Francia, più di 10 milioni di persone sono in disoccupazione parziale, mentre in Germania 725.000 aziende utilizzano il *Kurzarbeit* (lavoro a orario ridotto). In totale, il costo del risparmio di posti di lavoro sembra destinato a superare l'1,5% del PIL in ogni paese. Inoltre, più di 1 trilione di euro di garanzie pubbliche spingeranno il debito pubblico a nuovi livelli record: 169% del PIL in Italia, 118% in Francia. Le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito potrebbero aumentare nel medio periodo e i mercati finanziari cercheranno un efficace stimolo fiscale durante la fase di ripresa, oltre al sostegno del potere d'acquisto dei consumatori: spesa per le infrastrutture (compresi gli investimenti verdi), incentivi fiscali per stimolare gli investimenti nazionali insieme a riforme fiscali per le imprese e finanziamenti facili per le PMI. Prevediamo un 1,5-2% del PIL di misure di stimolo fiscale durante la fase di ripre-

sa in Europa e quasi il 10% negli Stati Uniti.

La Fed è già Hulk¹. Cosa aspettarsi dopo. Nella sua attuale configurazione, le dimensioni del bilancio della Fed sono passate da 4,13 trilioni di dollari USA a 6,34 trilioni di dollari USA all'anno. Ci aspettiamo che questo ritmo di crescita di 2 trilioni di dollari duri ancora un mese (in aprile), poi il ritmo potrebbe essere dimezzato per il primo mese della fase due di de-confinamento (corrispondente al nostro livello due di politica economica, in maggio) e poi dimezzato nei tre mesi successivi (giugno, luglio, agosto). Durante la terza fase di de-confinamento (il nostro livello tre di politica economica, da settembre a dicembre), potremmo quindi vedere un ulteriore dimezzamento di questo ritmo di crescita con 250 miliardi di dollari in più al mese. A fine anno, la dimensione totale del bilancio della Fed potrebbe raggiungere gli 11,5 miliardi di dollari, quasi il 50% del PIL. Nel frattempo, la composizione del bilancio della Fed si evolverà. I titoli detenuti a titolo definitivo rappre-

sentano ora l'80% dell'attivo totale. Ci aspettiamo che questa quota diminuisca progressivamente a favore delle agevolazioni creditizie destinate agli Stati, alle imprese e alle città. Dall'inizio del 2021 in poi, potremmo avere un *plateau* nella dimensione del bilancio della Fed, con questa dimensione che rimarrà costante per poter assorbire l'importante volume di nuove emissioni di debito pubblico americano. Una prima iniziativa di normalizzazione potrebbe avvenire alla fine del 2021-inizio del 2022 con due aumenti del tasso di cambio del Fed Funds Target rate.

La BCE: Salvare la situazione - ogni giorno. La BCE ha fatto un grande passo avanti (fornitura di liquidità alle banche, un nuovo PEPP Pandemic Emergency Purchase Program PEPP), aumentando il totale degli acquisti mensili di attività a circa 115 miliardi di euro fino alla fine del 2020, e sospendendo temporaneamente i limiti degli emittenti.

¹ Acquisti illimitati di titoli del Tesoro e di titoli garantiti da ipoteca - in precedenza erano stati limitati a 500 miliardi di dollari e 200 miliardi di dollari rispettivamente; fornitura di 300 miliardi di dollari in più in nuovi finanziamenti a datori di lavoro, consumatori e imprese attraverso un nuovo programma che sarà definito e capitalizzato dal Tesoro degli Stati Uniti, con 30 miliardi di dollari provenienti dal FSE (Fondo per la stabilizzazione degli scambi); creazione di due nuove strutture per sostenere il credito ai grandi datori di lavoro: il PMCCF (Primary Market Corporate Credit Facility), per la nuova emissione di obbligazioni e prestiti, e lo SMCCF (Secondary Market Corporate Credit) per fornire liquidità. Saranno ammesse solo le società di investment grade. Esse potranno beneficiare di un ponte di finanziamento di quattro anni; Resurrezione del TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) per incoraggiare l'emissione di ABS (Asset-Backed Securities) garantiti da prestiti per studenti, prestiti auto, prestiti con carta di credito e prestiti garantiti dalla Small Business Administration; Obbligazioni municipali a tasso variabile e certificati di deposito bancario per poter beneficiare del MMLF (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility); Estensione dei titoli oggetto del CPFF (Commercial Paper Funding Facility); Creazione di un programma di prestiti alle imprese della Main Street Business Lending Program per sostenere i prestiti alle piccole e medie imprese che rappresentano l'US\$ 2.3

Tuttavia, la BCE potrebbe essere presto costretta a tirare fuori un altro trucco per impressionare i mercati e calmare le crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità del debito, dato il persistente disaccordo politico sulla ripartizione della pressione fiscale. Il PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) continuerà nel 2021, poiché la BCE si sta impegnando a dare una forma europea alla curva dei rendimenti con l'obiettivo di "chiudere lo *spread*". Ciò richiederebbe come minimo che il ritmo medio mensile degli acquisti di attività di quasi 100 miliardi di euro dovrà essere mantenuto nel 2021 ad un ritmo medio mensile di 75 miliardi di euro e che l'APP (*Asset Purchase Programme*) continui all'attuale ritmo mensile di 20 miliardi di euro. In pratica, ciò significherebbe un'espansione del bilancio della BCE di un ulteriore fresco miliardo di euro anche nel 2021, poiché l'emissione di debito rimarrà significativa nel 2021. Dato che la BCE ha anticipato i suoi acquisti di PEPP, l'annuncio di un'estensione di PEPP in termini di dimensioni e durata potrebbe arrivare già nel terzo trimestre del 2020, nel tentativo di confermare il suo impegno e di soffocare ogni potenziale preoccupazione. Anche se l'economia dell'Eurozona sembra destinata a recuperare i livelli pre-crisi nel primo semestre del 2021, riteniamo che la politica monetaria continuerà a stimolare l'economia dell'Eurozona per tutto il 2023. Il ritmo mensile degli acquisti di attività dovrebbe essere ridotto da quasi 100 miliardi di euro a circa 20 miliardi di euro nel 2023, ma saranno ancora necessari tassi bassi e un ampio sostegno bancario, dato il retaggio della crisi Covid-19, compresi gli

elevati livelli di debito nel settore pubblico e privato e i persistenti NPL (Non-Performing Loans) sui bilanci delle banche.

Riaprire un passo alla volta. A partire da ora, le politiche dovrebbero passare dal sostegno di liquidità d'emergenza al sostegno alla solvibilità, con misure precise e sempre più condizionate per evitare un'ulteriore zombificazione dell'economia. Abbiamo elaborato le principali misure di politica fiscale e monetaria per obiettivo (famiglie, imprese e settore finanziario) e per tappe. La crisi della Covid-19 crea un eccesso di risparmio senza precedenti. Ci aspettiamo che i tassi di risparmio in Europa rimangano di +6 punti percentuali sopra i livelli pre-crisi (al 21% alla fine del 2020). In fase di de-confinamento, ci aspettiamo che i governi attuino politiche più orientate al consumatore (tagli dell'IVA, protezione sociale flessibile, *voucher*) per incentivare i consumi ed evitare di scatenare il malcontento sociale. Allo stesso tempo, dovrebbero mantenere misure di sgravio fiscale per i settori più colpiti: trasporto aereo, alberghi e alloggi, commercio al dettaglio, e dovrebbero sostenere le aziende che ricominciano ad esportare. Per evitare l'aumento dei risparmi precauzionali delle famiglie, dovrebbero essere favoriti una maggiore protezione sociale, chiari incentivi al consumo e agli investimenti e misure per liberare l'imprenditorialità e la partecipazione azionaria.

Poi, man mano che il mondo comincia a ricollegarsi, le politiche dovrebbero piantare i semi della ripresa, anche per

ricostituire la rete internazionale. Questa fase critica dipende dal successo delle strategie nazionali di de-confinamento; i nuovi casi devono essere testati, tracciati e isolati rapidamente, in modo che lo scenario di una seconda epidemia diventi meno probabile. In questo caso l'attenzione si sposta dallo sgravio fiscale allo stimolo fiscale, all'impulso necessario per innescare un nuovo ciclo di investimenti sulla scia del calo dei tassi di risparmio e di un minore fattore di paura. L'attenzione deve essere incentrata su politiche attive del lavoro per incentivare la crescita dell'occupazione. Con la ripresa della domanda globale, anche l'incentivazione degli investimenti attraverso l'ammortamento accelerato e il prestito mirato, e l'aumento della finanza commerciale, potrebbero essere catalizzatori della ripresa.

Infine, le politiche dovranno affrontare l'eredità della crisi ed evitare una ricaduta. L'improvviso avvio dei motori economici con la riapertura dell'attività e la risoluzione degli effetti di strozzatura fanno sì che le economie convergano rapidamente verso il loro potenziale per poi superarlo nel resto dell'anno. Prepararsi al futuro nella quarta fase significa investire nella sanità pubblica e nelle infrastrutture, aumentare lo stimolo verde e la politica di innovazione, investire nella capacità di produzione locale di attrezzature mediche chiave e ripensare il ruolo dei governi e delle banche centrali nell'economia.

2 Rispetto al nuovo debito che verrà emesso nei prossimi mesi dai governi dell'Eurozona - e in particolare dall'Italia, dove ci aspettiamo un aumento del debito prossimo al 170% del PIL quest'anno - il programma di acquisto di emergenza pandemica della BCE per 750 miliardi di euro comincia a sembrare decisamente meno potente. Solo le quattro maggiori economie - Germania, Francia, Italia e Spagna - sembrano destinate a emettere circa 1 trilione di euro di debito a lungo termine

Figura 10: Sostegno politico per fasi della crisi Covid-19

		Stage 1: national lockdowns <i>(Peak of the sanitary crisis, Q1-Q2 2020, insufficient testing capacities for many countries)</i>	Stage 2: national deconfinement <i>Post peak of the sanitary crisis, reproduction rate below 1, Q2-Q3 2020, building up on testing capacities, and contact tracing where available</i>	Stage 3: international opening and Stage 4: return to normal <i>From Q3-Q4 2020 for stage 3, Q1-Q2 2021 for stage 4, full testing capacity followed by vaccine made available</i>
		Whatever it takes, or the Lifeline stimulus: generalized (supply and demand) and unconditional liquidity support	Targeted incentive-based stimulus: conditional and more parcimonial, targeting solvency	Stimulus focused on economic structure: supply-chain and trade or tourism stimulus Long-term investment stimulus: phasing out short-term stimulus, preparing for the future
Monetary policy	Households	Indirect help to households via purchase of government bonds and mortgage backed securities, purchases of Asset-Backed Securities backed by student loans, auto loans, credit card loans (Fed)	Indirect help to households through unemployment benefits via purchase of municipal bonds (Fed)	Easing of mortgage and consumer credit conditions (China, 2016)
	Businesses	Purchase of corporate bonds, commercial paper Direct credit provisions by central bank, purchase of securities issued by fallen angels (in terms of rating) (Fed) Low rates and banking sector liquidity operations indirectly support lending to the private sector.	Purchase of commercial paper and bonds Direct credit provisions by central bank, purchase of securities issued by fallen angels Low rates and banking sector liquidity operations indirectly support lending to the private sector.	Gradual slowdown in net asset purchase pace Re-calibration of reinvestment policies
	Public sector	Purchase of sovereign bonds (Fed, ECB, BoJ, ...) Ensuring favorable refinancing conditions for sovereigns via purchases of sovereign assets: implicit yield curve targeting)	Purchase of sovereign bonds (Fed, ECB, BoJ, ...) Ensuring favorable refinancing conditions for sovereigns (via purchases of sovereign assets: implicit yield curve targeting)	Unwinding of central bank balance sheets (longer horizon: 2022-2023 for the Fed, ECB even later) Low rates and banking sector liquidity operations indirectly support lending to the private sector.
	Financial sector	Liquidity provision for financial intermediaries: via lower rates and looser collateral requirements (ECB) Encouraging bank lending through lower reserve requirements on bank lending to households and SMEs; deregulation of lending to SMEs, and temporary easing of solvency rules, bank provisioning needs and of bank loan classification rules Actions to preserve market liquidity Larger central bank swap lines with EM central banks (Fed, PBoC)	Liquidity provision for financial intermediaries: via lower rates and looser collateral requirements (ECB) Equity injections (BoJ) Larger central bank swap lines with EM central banks (Fed, PBoC) Continue encouraging SME lending (see stage 1) notably through lower reserve requirements	Liquidity provision for financial intermediaries: via lower rates and looser collateral requirements (ECB) Targeted lending for specific industries and company types (private sector, SMEs), structural reforms to improve efficiency of monetary policy transmission (China) Re-align financial regulation in a new framework (Basel V)
Fiscal policy	Households	Expand scope of social benefits and extend right for the duration of the crisis: unemployment insurance extended to gig workers, more flexible temporary unemployment (compensation of furloughed employees), increased and extended sick leave reimbursements, Complement welfare state or substitute for lack thereof with cash transfers to the most vulnerable Suspension of mortgage payments, student loans Tax or social security contributions deferrals Bonuses for healthcare personnel Targeted programs for informal economy workers: vouchers and cash transfers	Continuation of compensation of furloughed employees / other safety net Cash transfers to reboot consumption for the more vulnerable Unlocking benefits or pensions in advance to frontload consumption Easing of special sales restrictions	Improving redistribution policies addressing inequalities For people having lost low-paid jobs that may not be recovered, a permanent minimum income benefit might be needed Active labor policies to incentivize employment post-crisis Vouchers to target specific sectors and support directly consumption: cultural and food vouchers for instance Consumption tax cuts (stage 3) Salary increases for essential workers (health, retail, transport) Easing of purchase rules in the housing sector (China in 2016, not in the radar for this round of stimulus at the moment)
	Businesses	Wage supplementation: compensation of furloughed employees Cost compensation: - Postponement of taxes on companies and self-employed - Cancellation of late fees for State and local authorities procurement contracts - Postpone water, gas or electricity bills and rents during lockdowns - Cancel rents for companies and grant tax credits to landlords at the end of the fiscal year Equity participation: Temporary stakes/increases in state-ownership for some firms facing exceptional difficulties Cash transfer: Direct cash advances for companies not eligible for state guaranteed loans Enhanced means to tackle emergency: Rapid disbursement of funds through digital financial platforms (e.g. for emergency loans) Joint actions between national and regional authorities to manage the crisis: with help of regional public banks	Continuation of lifeline stimulus for still impacted/strategic sectors: could be credit lines providing liquidity support to tourism sector delayed tax collection for the tourism + transportation, cancellation of employer's social contributions. Direct subsidies based on past sales (tax based) Trade finance, liquidity provisions for exports ; Cutting import tariffs on covid-19 related products Continue simplification / temporarily suspend the application of some standards/regulation: access to support from government, insolvency procedure Gradual overturn of exceptional temporary unemployment conditions while dis-incentivizing layoffs Equity participation: Temporary stakes/increases in state-ownership for some firms facing exceptional difficulties Relaunch trade and distribution activities because there will be no massive restart of the industrial sector without outlets. Extension of opening hours in food and other stores to avoid crowds	Cutting import tariffs to alleviate pressure on importing companies, amid already strained supply chains Bilateral and multilateral debt write-offs for emerging and developing countries Green stimulus: carbon price, carbon tax, green car scrap page scheme Investment plans: in public health (Boost support to WHO), research and development, supporting investment in digital transformation of companies, infrastructure projects Identifying and protecting strategic sectors/industries: for instance, re-stocking of key medical supplies and protective equipments, investing in local production capacity Investment incentives: accelerate amortization of capital, reduction national production taxes Introduction of a stability mechanism for over-indebted municipalities to prevent them from becoming a bottleneck in the transmission of stimulus (investment projects, social benefits) => important for federal countries
	Financial sector	Limit some financial transactions (shorting equity markets) or the use of state funds to companies for share buybacks State guarantee mechanism for new liquidity loans granted by credit institutions	Use or create state funds (high quality issuers leveraging on top rating) for debt-equity-swap schemes or alternative financing (mezzanine, convertible bonds) for companies, rescue fund for over-indebted regional governments and municipalities (avoid bottleneck in channeling money to households and companies) Coordination with credit insurers and re-insurers, further supporting banks distributing loans to SMEs (purchase of loans) Measures focused on financial sector: bail-in/out, recapitalization or nationalization	Debt write-offs; bail-in/out, recapitalization or nationalization

Fonte: Allianz Research

OUTLOOKS REGIONALI

Negli **Stati Uniti**, una durata piuttosto breve delle politiche di *lockdown* e *bazooka* limiterà l'impatto dello *shock* Covid-19. Ci aspettiamo che prima della fine dell'anno siano annunciati maggiori stimoli fiscali a favore del settore delle imprese e dei comuni, mentre il programma annunciato di spesa per le infrastrutture, pari a due trilioni di dollari, è meno sicuro. Lo *shock* Covid-19 è stato immediatamente visibile nelle condizioni del mercato del lavoro: le richieste iniziali di disoccupazione sono balzate a un massimo storico di 22 milioni di persone nelle due ultime settimane di marzo e nelle due prime settimane di aprile, il che probabilmente farà salire il tasso di disoccupazione dal 4,4% al 13,5% prima della fine dell'anno. In termini di crescita, questo tipo di aggiustamento dovrebbe rispecchiare un significativo calo della crescita dal +2,5% annuo nel quarto trimestre del 2019 a un minimo del -8,6% annuo nel secondo trimestre del 2020 (-30% trimestrale annualizzato). In queste circostanze, la crescita del PIL statunitense si dovrebbe ridurre del -2,7% annuo nel 2020 rispetto alla crescita del +2,3% sempre annuo nel 2019. Ciò rappresenta una significativa correzione al ribasso rispetto al nostro precedente scenario per il 2020 di +0,5% tendenziale annuo. La nostra analisi di sensitività aveva già individuato il fatto che il passaggio da un mese a due mesi di confinamento (distanziamento sociale negli Stati Uniti) era sufficiente ad anticipare un livello di crescita molto più basso (vicino al -2% annuo). Ora prevediamo due mesi di allontanamento sociale e un ritardo del de-confinamento, il che significa che gli Stati Uniti torneranno al loro "normale" livello di attività prima della crisi di Covid-19 solo a metà del quarto trimestre del 2020 o all'inizio del 2021. Questo scenario si tradurrà probabilmente in un significativo aumento del tasso di insolvenza dei prestiti industriali e industriali al 6,5% a fine anno, rispetto all'1,1% prima della crisi. Ciò equivale ad un aumento previsto delle insolvenze del 25% annuo, rispetto al 7% della nostra precedente stima. In mezzo a crescenti difficoltà economiche, il governo statunitense ha annunciato una rapida estensione del programma PPP (Paycheck Protection Program), che si è

rapidamente esaurito, con ulteriori 484 miliardi di dollari USA che saranno presto votati dal Congresso. Ci aspettiamo ulteriori stimoli per completare il cosiddetto programma CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security) Act (2,3 trilioni di dollari) che sarà annunciato nelle prossime settimane, in particolare in direzione degli stati e dei grandi comuni. Un grande stimolo infrastrutturale, pari a 2 trilioni di dollari potrebbe essere annunciato in un secondo momento, anche se con un certo ritardo e una minore probabilità in quanto la bi-partisanità è meno consolidata in questo settore (per ora non la integriamo nel nostro scenario). Stimiamo a 500 miliardi di dollari il cuscinetto supplementare della politica di stimolo da annunciare prima della fine dell'anno e prima di un potenziale programma infrastrutturale.

L'economia dell'**Eurozona** impiegherà un anno per tornare ai livelli pre-crisi. Lo *shock* interno rappresenta dal 30% al 40% nei Paesi in cui il confinamento è molto severo, come Spagna, Italia, Francia e Regno Unito. Un periodo di confinamento di due mesi, unito ad un allentamento molto graduale delle misure di contenimento, spingerà l'economia europea nella più grave recessione dai tempi della seconda guerra mondiale. Prevediamo una forte contrazione della crescita del PIL nel primo semestre del 2020 (da -4% trimestrale a -8% nel primo trimestre, e da -10% a -20% congiunturale nel secondo trimestre a seconda del Paese). L'allentamento graduale delle misure di contenimento in diversi Paesi fin dall'inizio di Maggio in poi, preparerà il terreno per un marcatissimo - anche se in larga misura tecnico - rimbalzo del PIL nella seconda metà del 2020. I piani di de-confinamento già annunciati suggeriscono che le misure di controllo (mascherine facciali obbligatorie nei supermercati e nei trasporti pubblici, un divieto prolungato degli eventi almeno fino a fine giugno e un contenimento mirato, che consiste nell'isolare le persone infette, testare i casi sospetti e tracciare le infezioni) rimarranno in vigore per diversi mesi per ridurre al minimo il rischio di una nuova ondata di infezioni (vedi *L'uscita dal blocco - Un racconto di quattro storie*). Inoltre, il de-confinamento all'i-

nizio riguarderà in gran parte l'economia nazionale. Di conseguenza, prevediamo che il mercato unico dell'UE rimarrà penalizzato dalle restrizioni alle frontiere fino all'inizio del 2021. Nel frattempo, le restrizioni alle frontiere esterne dell'UE - in particolare nei confronti dei Paesi che sono meno capaci di contenere l'epidemia di virus o che stanno perseguendo una strategia di immunità di gregge - potrebbero benissimo rimanere in vigore per tutto il 2021 fino all'introduzione di un vaccino. Pertanto, bisognerà andare avanti fino all'inizio del 2021 - vale a dire un anno intero - perché il PIL dell'Eurozona ritorni ai livelli precedenti al 19° secolo. Tuttavia, in alcuni Paesi, in particolare in quelli che vantano una forte quota di valore aggiunto nei servizi e nel turismo, il processo di ripresa potrebbe durare fino alla metà del 2021, poiché questi settori potrebbero subire danni più duraturi a causa della crisi. Nonostante i maggiori stimoli attesi per rilanciare la ripresa economica, i Paesi europei sembrano destinati a subire una contrazione prossima al -9% (Francia, Germania, Regno Unito) e a superare il -10% nel 2020 (Italia, Spagna). Prevediamo un ulteriore sostegno fiscale durante il periodo di uscita dalla crisi: dalla spesa per le infrastrutture ai piani di rottamazione delle auto elettriche e agli incentivi agli investimenti delle imprese. Stimiamo che un raddoppio degli attuali pacchetti di sostegno dal 2% del PIL potrebbe far aumentare la crescita del PIL di 1 punto percentuale. Il rimbalzo dinamico nel 2021 del +8,7% si basa sull'ipotesi che sia trovato un vaccino o un trattamento efficace che permetta di un ritorno alla normalità.

In **Cina**, la nostra previsione di crescita del PIL per il 2020 è ora pari al +1,8%, rivista al ribasso rispetto al +4,0% (dopo il +6,1% del 2019). Abbiamo tenuto conto dell'impatto delle ultime notizie di Covid-19 a livello nazionale e nel resto del mondo: il rischio di una seconda ondata di epidemie in Cina sta ritardando la ripresa delle attività e la domanda interna, e le misure di confinamento in atto nei partner commerciali cinesi stanno esercitando pressioni sulla domanda esterna. I dati ad alta frequenza suggeriscono infatti che la produzione è ancora del 15%-20% al di sotto del livello abituale (ancora più bassa per i consumi), il che significa che la ripresa è più lenta di quanto ci aspettassimo all'inizio di marzo. Ora si prevede una piena ripresa dell'attività economica nel giugno 2020. La ripresa dell'economia cinese dovrebbe diventare più visibile nel secondo semestre, aiutata da una politica accomodante, in particolare sul fronte fiscale. Ci aspettiamo che le misure fiscali di sostegno rappresentino il 6,5% del PIL nel 2020, dopo il 3,3% dell'anno scorso. Gli stimoli fiscali sono composti per lo più da investimenti pubblici (in infrastrutture, sanità, politiche verdi, tecnologia e altri progetti) e da tagli alle tasse e alle imposte societarie. Sul fronte monetario, la PBOC ha iniettato liquidità per il 2,8% del PIL nominale, con particolare attenzione alle PMI. Prevediamo ulteriori iniezioni per un valore di almeno l'1% del PIL. Anche le condizioni di credito dovrebbero essere ulteriormente alleggerite, con una riduzione di altri 20 punti base (dopo i 20 punti base dall'inizio dell'anno).

Il peggio non è passato nel mondo emergente. Anche l'attività economica nei **Mercati Emergenti** è stata soffocata da misure di confinamento interno ed esterno, insieme alle interruzioni delle catene di fornitura e al drammatico calo dei volumi del commercio globale in genera-

le. Abbiamo quindi ridotto le nostre previsioni e ora ci aspettiamo una contrazione del PIL dei ME pari a -0,1% nel 2020. Questo sarebbe il peggior tasso di calo della produzione da quando sono disponibili statistiche comparabili, anche in confronto alla crisi finanziaria globale del 2008-2009 (+0,8% per ME. Nel nostro scenario di base, ipotizziamo in media due mesi di pieno confinamento nei principali ME, seguiti da una graduale abolizione delle restrizioni e da un ritorno alla produzione pre-Covid-19 solo all'inizio del 2021. Prevediamo un rimbalzo al +5,9% di crescita nel 2021. Tuttavia, i rischi associati allo *shock* globale sono fortemente influenzati dal lato negativo. Fondamentalmente, gli ME hanno per lo più capacità limitate e disuguali per combattere questa pandemia. Quanto più basse sono le loro capacità, tanto più a lungo potrebbero avere difficoltà: consideriamo la Nigeria, il Sudafrica, l'Ucraina, l'Argentina, la Romania e l'India come i più vulnerabili. Inoltre, i ME hanno registrato flussi di capitale in uscita record da marzo, innescando fortissimi deprezzamenti valutari e vincoli di liquidità per i più deboli. Se la crisi di liquidità dovesse trasformarsi in una crisi del debito, i grandi ME più a rischio di declassamento del *rating* e conseguenti *default* sovrani o societari sono Argentina, Turchia, Sudafrica, Angola, Messico, Cile, Ecuador, Pakistan, Indonesia, Malesia, Romania e Ungheria.

Nell'**Asia-Pacifico** prevediamo che la crescita aggregata diminuirà fino a -0,6% nel 2020. Ciò significa che lo *shock* Covid-19 sarebbe maggiore della crisi finanziaria asiatica (crescita del 1998 a +0,1%). Tutte le principali economie della regione dovrebbero subire una recessione tecnica nel primo semestre (ad eccezione di Cina e India) in quanto vengono annunciate e/o prorogate le misure di confinamento. Le economie che vedono

(rinnovate) epidemie di Covid-19 e che dipendono maggiormente dal commercio globale e dal turismo saranno probabilmente le più colpite, tra cui Hong Kong, Singapore, Thailandia, Malesia e Giappone. Abbiamo anche significativamente ridimensionato nuovamente le nostre previsioni per l'Australia e la Nuova Zelanda, dato che i Paesi entrano nei mesi invernali e le misure di confinamento potrebbero non essere revocate rapidamente, nonostante le promettenti tendenze al ribasso delle infezioni recentemente registrate. Per il 2021 ci aspettiamo una ripresa in Asia-Pacifico, con una crescita del PIL in miglioramento al +6,5%. In uno scenario negativo di crisi globale prolungata, la crescita del PIL nella regione Asia-Pacifico potrebbe scendere a -9,8% nel 2020 e a -0,1% nel 2021.

Nell'**Europa dell'Est**, si prevede una contrazione del PIL annuo del -3,9% nel 2020, seguita da un rimbalzo al +6,2% nel 2021. Le economie aperte e dipendenti dal turismo saranno le più colpite dalla crisi del Covid-19 (ad esempio, Repubblica Ceca, Slovacchia, Croazia). Romania, Russia e Turchia hanno sistemi sanitari relativamente deboli, che potrebbero richiedere un confinamento più lungo. Anche la Russia (-2,5% nel 2020) deve far fronte al forte calo dei prezzi del petrolio, ma attualmente sta pompando più petrolio rispetto al 2019 (il che paradossalmente mitiga il calo della crescita del PIL) e ha sufficiente potere fiscale per resistere allo *shock* per almeno un anno. La crescita della Turchia è prevista a -3,3% nel 2020, in quanto beneficia di un buon inizio d'anno, ma i rischi sono più inclini al ribasso rispetto ad altri, in particolare perché le società non finanziarie hanno grandi pagamenti di debito estero in scadenza nei prossimi 12 mesi, che probabilmente si tradurranno in insolvenze.

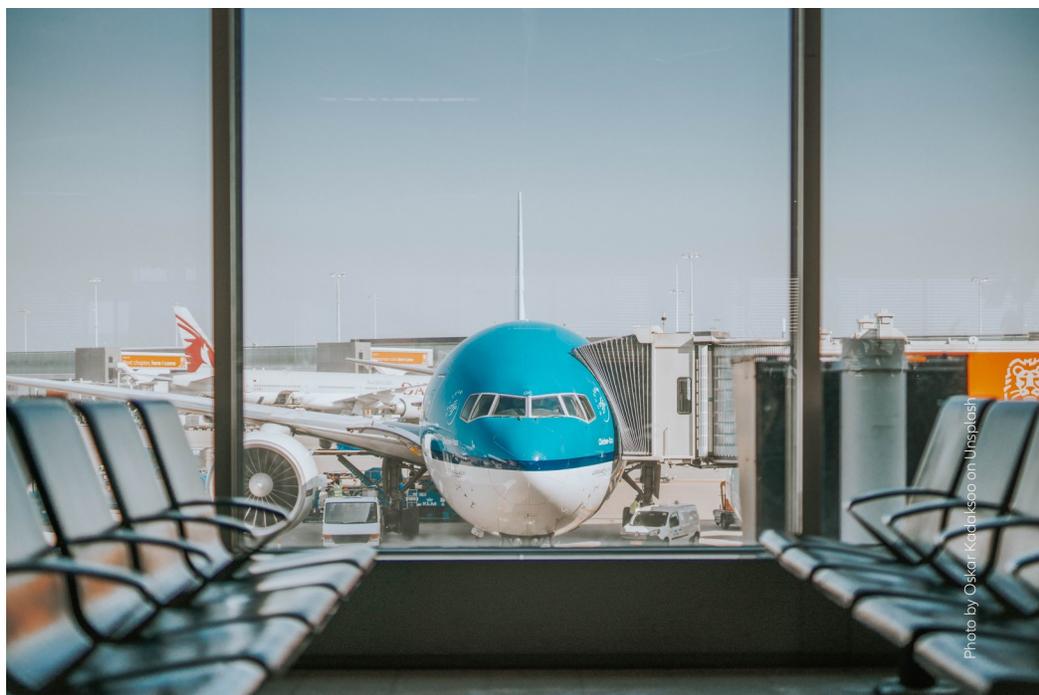
In **America Latina**, la recessione è inevitabile ed è probabile che sia la più forte in assoluto, a causa di un triplice *shock*. Lo *shock* del commercio cinese e dei prezzi delle materie prime, lo *shock* del prezzo del petrolio e infine il più forte *shock* delle misure di confinamento su praticamente tutte le economie. Nel complesso, ci aspettiamo una contrazione di circa -4,1% nel 2020 nel nostro scenario di base a forma di U, e -8% in caso di crisi prolungata. L'allentamento della politica monetaria contribuirà ad attutire il colpo, ma non impedirà la recessione. Pochi Paesi hanno un margine di manovra fiscale (Cile, Perù, Messico in misura minore), quindi molti dovranno ricorrere al prestito d'emergenza del FMI. I Paesi più a rischio sono gli esportatori di petrolio, le destinazioni turisti-

che e i Paesi dell'America Centrale a basso reddito. Il rischio di errori politici è alto in Messico e in Brasile, dove la pressione politica e l'informalità del lavoro rendono difficile il confinamento.

Il **Medio Oriente** sta affrontando il duplice *shock* della pandemia e il forte calo dei prezzi del petrolio. Di conseguenza, il PIL reale della regione nel suo complesso dovrebbe contrarsi del -5,1% nel 2020 nel nostro scenario di riferimento, prima di recuperare moderatamente fino al +2,2% di crescita nel 2021. Nel nostro scenario di crisi, che si è protratto nel tempo, la produzione crollerà del -11,6% nel 2020 e scenderà di un altro -1,3% nel 2021.

L'**Africa** è stata colpita dall'epidemia di Covid-19 soprattutto a causa del forte

calo dei prezzi delle materie prime (petrolio, cacao, metalli e minerali) e del rallentamento degli scambi commerciali con Cina ed Europa. Le economie più colpite dal calo dei prezzi del petrolio sono la Nigeria, il Sudafrica, l'Angola, il Gabon, il Ghana e il Congo. L'interruzione dell'attività turistica e il calo delle rimesse potrebbero mettere sotto pressione il settore esterno in Egitto, Tunisia, Marocco ed Etiopia. La regione dovrebbe entrare in recessione nel 2020 (-0,5%) e rimbalzare leggermente nel 2021 (+2%).



OUR TEAM

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 su [Allianz Research](#) e [Euler Hermes Economic Research](#)

Direttore delle Pubblicazioni: Ludovic Subran,
Chief Economist
Allianz and Euler Hermes

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 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