

ALLIANZ RESEARCH

# COVID-19: ECONOMIA

## EM QUARENTENA

**20 de março de 2020**

- 04 De uma crise de saúde a um choque triplo na economia
- 06 Políticas excepcionais para tempos excepcionais
- 08 Nossa linha de base: Uma recessão grave em 2020 e uma recuperação em forma de U em 2021
- 09 Cenário alternativo: Crise prolongada (e cenário em forma de L)
- 10 Para mercados de capitais, ainda vai piorar antes de melhorar
- 12 Para empresas, espere uma onda atrasada de inadimplência apesar das políticas adotadas
- 13 Canários na mina de carvão
- 14 Consequências de longo prazo: O legado de uma crise

© solvod - stockadobe.com

# SUMÁRIO

## EXECUTIVO



Ludovic Subran, Economista-Chefe

+49 (0) 1 75 58 42 725

Ludovic.SUBRAN@allianz.com

Alexis Garatti, Chefe de Pesquisa Econômica

Eric Barthalon, Chefe de Pesquisa de Mercados de Capitais

Ana Boata, Chefe de Pesquisa Macroeconômica

Maxime Lemerle, Chefe de Setor e Pesquisa em Insolvência

Georges Dib, Economista para América Latina, Espanha e Portugal

Françoise Huang, Economista Sênior para APAC

Patrick Krizan, Economista Sênior para Itália e Grécia

Manfred Stamer, Economista Sênior para a Europa emergente e o Oriente Médio

Katharina Utermöhl, Economista Sênior para a Europa

Jordi Basco Carrera, Analista de Renda Fixa

- O surto do COVID-19 forçou os governos a colocarem o mundo em uma pausa sem precedentes, por ao menos três meses, para achatar a curva do contágio.** Em dezembro de 2019, ao escrever nossa última perspectiva econômica e dos mercados de capitais, *O que esperar em 2020-21: Defender o crescimento a todos os custos*, não sabíamos que o título seria um agouro tão potente. Desde janeiro, o impacto do surto tem se desdobrado de um choque no abastecimento centrado na China, que enviou ondas de choque no comércio global e desestabilizou cadeias de fornecimento, a um derretimento generalizado nos mercados financeiros, conforme os investidores entenderam o caráter inevitável da recessão, a um choque de demanda violento e prejudicial ao consumo e investimento na China, Europa e nos EUA.
- Formuladores de políticas públicas adotaram medidas extraordinárias em uma época fora do comum para achatar a curva da recessão. No contexto central, esperamos uma recessão global acentuada no primeiro semestre de 2020 na grande maioria das economias desenvolvidas e emergentes, seguida de uma recuperação em forma de U.** Do 1,1 trilhão de euros do BCE e as provisões de liquidez de 1,5 bilhões de dólares do Fed, às respostas fiscais de favorecimento de empresas no mundo todo fornecendo 0,5-1,2pp de auxílio de crescimento, dependendo do país, o objetivo foi suportar a crise no fluxo de caixa, evitar uma crise de liquidez mais grave e proteger a rede. No entanto, o custo do isolamento social pode chegar a um choque de 20-30% para cada economia por um mês, se aprendermos com a situação chinesa. Além disso, o custo de uma disrupção de trimestre inteiro para o comércio global deve chegar a 772 bilhões de dólares conforme os EUA e a UE adotam medidas de isolamento social fortes, incluindo severas restrições nas fronteiras. A recuperação, iniciada no segundo semestre, certamente será proporcional ao choque, com superação inflacionária temporária.
- Para mercados de capitais, ainda vai piorar antes de melhorar. Para as empresas, prevemos que as insolvências aumentarão em +14% em todo o mundo em 2020.** Os mercados ainda não estão precipitando levando em conta o fluxo de notícias negativas, com o isolamento social afetando 3/4 do PIB mundial. Prevemos que a volatilidade de curto prazo derrubará os mercados de ações em mais 10 a 20%, uma correção negativa de 30 a 50 pb nos rendimentos soberanos a longo prazo e uma trajetória crescente de 100 pb nos spreads de grau de investimento em crédito corporativo. Entretanto, esperamos que os mercados de capitais revertam as perdas gradualmente até o final do ano, à medida que a credibilidade dos formuladores de políticas e a recuperação em forma de U se desdobram. Quanto às empresas, 2020 será o quarto ano consecutivo de aumento nas falências e, embora os governos se comprometam a fazer o que for necessário para evitar desemprego e inadimplência, é muito provável que haja uma onda de insolvências quando os negócios recomeçarem.
- O que poderia dar errado? Há três canários na mina de carvão: tensionamento corporativo, liquidez e erros de política. Além disso, também temos um cenário alternativo de uma crise econômico-financeira prolongada devido a uma crise de saúde de 12 a 18 meses (com possível reinfeção).** Em relação a riscos negativos, as movimentações de queda acentuada nos preços em mercados de bens e ações gerariam um tensionamento da liquidez e eventos de crédito, desvelando fraquezas fundamentais na economia global como em 2008-2009, incluindo um tensionamento substancial, nos mercados de títulos corporativos. Preste atenção no risco de que se cometam erros nas políticas públicas: conforme os bancos centrais e secretarias do tesouro fornecem um apoio monetário sem precedentes, o risco de recaídas é elevado. Esse cenário significaria uma recessão que se estenderia para 2021, e uma recuperação em forma de L com monetização da dívida, problemas sistêmicos com ações/créditos/liquidez e ações mais diretas por formuladores de políticas públicas que trariam disrupções para os mercados nos próximos anos, com certa dificuldade em reaquecer os motores.
- Muito cedo para tirar lições?** A crise COVID-19 certamente mudará a maneira como vemos investimentos em saúde e definimos o capitalismo inclusivo; o soft power da China; globalização; a luta contra a mudança climática, outro desafio exponencial, probabilístico e coletivo que temos à frente, e talvez a maneira como economizamos para lidar com eventos graves.

Figura 1: Crescimento real do PIB (% a/a)

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Crescimento do PIB mundial</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>0,8</b>	<b>3,0</b>
Estados Unidos	2,4	2,9	2,3	0,5	2,7
<b>América latina</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,6</b>
Brasil	1,1	1,3	1,1	-0,7	1,6
Reino Unido	1,8	1,3	1,4	-0,7	1,2
<b>Membros da zona euro</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,1</b>
Alemanha	2,8	1,5	0,6	-1,8	2,2
França	2,4	1,7	1,3	-1,3	2,2
Itália	1,7	0,7	0,3	-3,5	1,7
Espanha	2,9	2,4	2,0	-0,8	2,0
Rússia	1,6	2,3	1,3	1,2	1,8
Turquia	7,5	2,8	0,9	2,5	4,0
<b>Ásia</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>
China	6,9	6,7	6,1	4,0	5,8
Japão	2,2	0,3	0,7	-0,5	1,0
Índia	7,3	6,2	5,0	5,5	5,8
<b>Médio Oriente</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>
Arábia Saudita	-0,7	2,4	0,2	1,2	2,0
<b>África</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>
África do Sul	1,4	0,8	0,3	-0,5	0,7

\* Pesos no PIB global a preço de mercado, 2019

NB.' As revisões referem-se às mudanças em nossas projeções desde o último trimestre Ano fiscal da Índia

Fontes: Euler Hermes, Allianz Research

# COVID-19: DE UMA CRISE DE SAÚDE A UM CHOQUE TRIPLO NA ECONOMIA GLOBAL

## Recessão comercial, supervalorizações e um mundo fragmentado: 2020 começou mal.

Primeiro, o comércio global de bens e serviços cresceu em seu ritmo mais lento desde 2009 e o setor manufatureiro está em recessão desde o terceiro trimestre de 2019. O comércio cresceu em +1,4% em termos de volume e contraiu em termos de valor, devido à disputa comercial EUA-China, a recessão industrial resultante e choques nos setores automotivo e eletrônico. O acordo comercial EUA-China de fase um dissipou parcialmente a incerteza, mas não conseguiu diminuir significativamente as tarifas - os encargos sobre importações chinesas permaneceram em 250 bilhões de dólares. Em segundo lugar, diferentes mercados estavam em território de supervalorização. Em tais circunstâncias, qualquer choque de incerteza pode ter um forte impacto sobre preços e liquidez, interrompendo as condições de financiamento para as empresas. Por fim, o multilateralismo sofreu um golpe quando as políticas de contenção estavam florescendo nos EUA e nos mercados emergentes neo-autoritários; 2019 viu o

maior número de novas medidas protecionistas adotadas em dez anos (1066 contra 1049 em 2018 e apenas 284 em 2009). O recuo do multilateralismo prejudicou o potencial de coordenação caso um grande choque atingisse a economia mundial

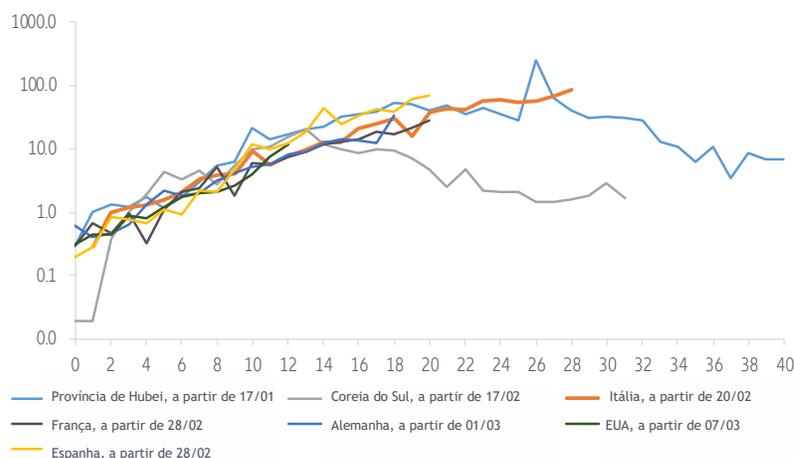
## Os bolsões de resiliência incluíam economias e ativismo nas políticas públicas.

Apesar do alto nível de incerteza, as atividades orientadas por demanda e serviços foram resilientes em 2019. Os níveis de poupança interna bruta permaneceram altos: acima de 45% do PIB na China, perto de 25% na Zona do Euro e 15% nos EUA. As empresas ainda desfrutavam de uma rentabilidade sólida: Embora as margens tenham começado a cair, elas terminaram 2019 perto de suas médias de longo prazo. Por fim, 2019 também trouxe de volta o ativismo nas políticas públicas, especialmente a flexibilização da política monetária, que ajudou a amortecer o golpe das tensões comerciais.

O surto de coronavírus veio como um cisne negro. No momento da redação

deste artigo, havia cerca de 220.000 casos confirmados de COVID-19 em todo o mundo. A pandemia apareceu pela primeira vez na província de Hubei, na China, no final de dezembro de 2019. As respostas oficiais começaram a se intensificar em meados de janeiro e as primeiras medidas de confinamento foram adotadas em 23 de janeiro de 2020. A partir de então, a propagação do vírus levou cerca de um mês para desacelerar e outro mês para o início de uma intensificação gradual das medidas de confinamento. Até 26 de fevereiro, a epidemia estava bastante concentrada na China (mais de 95% dos casos confirmados). Desde então, ela se espalhou para o resto do mundo, com, por exemplo, cerca de 43% dos casos localizados na Europa, a partir de 19 de março. Medidas de confinamento foram adotadas na Itália, Espanha e França em 10, 14 e 17 de março, respectivamente, ou seja, entre 1,5 e 2 meses após a China. De acordo com a experiência chinesa, isso significa que a pandemia global pode durar até junho, pelo menos.

Figura 2: Mudança diária no número de casos confirmados por milhão de pessoas



Além de uma crise de saúde singular, os impactos econômicos se fundem: comércio, finanças e consumo. A crise do COVID-19 criou um choque em três etapas para o mundo:

**1. Estimamos que cada mês de confinamento na UE, China e EUA levaria a 317 bilhões de dólares em perdas de exportação em nível global.** Medidas drásticas de confinamento, inicialmente centradas exclusivamente na China, logo enviaram ondas de choque imediatas para o comércio global de bens e serviços (viagens e transporte) e interromperam as cadeias de suprimentos industriais em todo o mundo. À medida que as medidas de confinamento forem implementadas na Europa e nos EUA, o comércio também ficará em quarentena em 2020. Ao longo de um trimestre, levando em conta um retorno progressivo aos níveis normais de atividade, as perdas atingiriam 772 bilhões de dólares. Portanto, esperamos uma reces-

são no comércio de bens e serviços (Q1 e Q2 em contração), o que trará o crescimento anual do comércio para -3,7% em 2020. Como consequência, revisamos negativamente nossa previsão de preço do petróleo para 2020 para US\$ 41/bbl méd. com base em uma redução adicional da previsão da demanda global com um prolongamento do isolamento social durando até meados do segundo trimestre, ou até o fim do trimestre.

**2. O índice MSCI World de ações perdeu 30% de seu valor em 90 dias, sua correção mais acentuada desde a crise do subprime de 2008-09.** A oferta monetária global sinalizou condições financeiras muito mais restritas. A parada repentina na circulação física de pessoas, bens, serviços e, portanto, dinheiro, e os desafios que ela impõe à eficácia das políticas monetárias (em comparação com o distanciamento social), têm assombrado os atores do mercado. A volatilidade voltou a níveis

recordes. Após um gradiente de liquidez, todas as classes de ativos foram impactadas sequencialmente.

**3. Um choque de confinamento sem precedentes em todo o mundo levará à recessão mais grave do século.** Efeitos acumulados são importantes. O COVID-19 tornou-se uma crise de reclusão, ou seja, a constatação pelos governos da necessidade de impor medidas drásticas de confinamento, implicando sacrifícios significativos em termos de crescimento, com o consumo e investimento privados em estado de espera. Até o momento da redação deste artigo, 3/4 do PIB global foram afetados pelo isolamento social, criando efeitos de segunda e terceira rodada nos ciclos de economia de investimento e nos comportamentos, pois o choque tem sido exponencial, probabilístico e coletivo.



Photo by Macau Photo Agency on Unsplash

# POLÍTICAS EXCEPCIONAIS PARA TEMPOS EXCEPCIONAIS

**Os formuladores de políticas públicas se concentraram em mitigar a gravidade da crise de fluxo de caixa, evitando uma crise de liquidez mais severa e protegendo a rede.** As políticas fiscais foram elaboradas para: (i) aliviar a pressão do fluxo de caixa das empresas por meio de linhas de crédito e garantias públicas, bem como o diferimento de despesas (impostos, juros, serviços públicos etc.) e (ii) apoiar a renda das famílias, fortalecendo as redes de seguridade social e a implementação de subsídios de renda. As políticas monetárias passaram do modo "custe o que custar" para o modo "manda ver", fornecendo medidas extraordinárias de liquidez e apoio. As medidas fiscais fornecerão entre 0,5pp (Espanha) e 1,5pp (Alemanha) e mais de 1,0pp (EUA) em pontos de crescimento para os países, evitando um aprofundamento maior da recessão. As medidas monetárias visam preservar a transmissão da política monetária e impedir que o COVID-19 crie efeitos secundários no sistema financeiro.

**Na China, as autoridades reagiram rapidamente com políticas de apoio.** Do lado monetário, desde o início de fevereiro, as injeções de liquidez sob a forma de operações de mercado aberto (RMB 1,7 trilhão), linhas de crédito de médio prazo (RMB 300 bilhões) e cortes nas exigências de proporções de reserva (RMB 550 bilhões)

totalizam RMB 2550 bilhões (ou 2,4% do PIB nominal). A taxa de juros para empréstimos foi reduzida em 10bp e os bancos foram solicitados a fornecer condições favoráveis de crédito para empresas necessitadas. No lado fiscal, os governos locais foram autorizados a aumentar a emissão de títulos e estimamos que os custos fiscais das empresas este ano serão reduzidos em RMB 1,5 trilhão por meio de cortes na carga tributária e pagamentos de previdência social. No geral, esperamos que o pacote de apoio fiscal em 2020 atinja 4,4% do PIB, em comparação com 5,7% em 2018-2019. Nesse estágio, o apoio fiscal parece mais forte do que a flexibilização monetária, que permanece segmentada. Acreditamos que a prioridade dos formuladores de políticas chineses é ajudar a amenizar o golpe econômico da epidemia e não gerar uma situação de rebote, pois eles ainda estão preocupados em controlar a bolha da dívida.

**Na Europa, os governos lançaram garantias públicas no valor de 1 trilhão de euros apenas para a Zona do Euro** (500 bilhões de euros na Alemanha, 300 bilhões de euros na França, 100 bilhões de euros na Espanha) para evitar um aumento nas falências corporativas e aumentar os gastos fiscais em mais de 250 bilhões de euros. As medidas incluem moratórias fiscais, desemprego parcial e apoio a bancos

públicos nacionais. O BCE lançou, além das compras mensais de flexibilização quantitativa, um novo Programa Temporário de Compras de Emergências em Pandemias (PEPP) no valor de 750 bilhões de euros (cerca de 6% do PIB da zona euro), além de compras mensais no valor de 20 bilhões de euros e o envelope de flexibilização quantitativa de 120 bilhões de euros anunciado há uma semana. Isso eleva o total a ser comprado no resto do ano a 1 trilhão de euros, o que significa um adeus à restrição de limites do emissor. No entanto, as instituições europeias ficaram desapontadas por não terem conseguido estabelecer intervenções supranacionais suficientes.

**Nos EUA, a Casa Branca anunciou um pacote fiscal no valor de 1 trilhão de dólares (4,6% do PIB), incluindo pagamentos em dinheiro para famílias, licença médica remunerada garantida, auxílio alimentar, garantias de empréstimos corporativos, tolerância a atrasos no pagamento de empréstimos, isenções de imposto de renda e gastos com infraestrutura e assistência médica. O Fed reduziu as taxas de juros para 0-0,25bps e solucionou problemas de liquidez anunciando 700 bilhões de dólares em compras de novos títulos e a injeção de 1,5 bilhão de dólares em liquidez por meio de operações de recompra.**

**Tabela 1:** Custo das medidas de estímulo fiscal, impacto no crescimento do PIB e déficit

	Estímulo fiscal (bilhões de EUR)	Parte do PIB	Impacto no crescimento do PIB (em pp)	Impacto na balança fiscal (em pp)
Alemanha	150	5,0%	1,5	-3,9
França	45	2,0%	0,8	-1,3
Itália	25	1,4%	0,7	-0,9
Espanha	18	1,4%	0,5	-1,1
Reino Unido	30	1,4%	0,6	-0,9
EUA	1000	4,6%	1,2	-4,1

Fontes: Euler Hermes, Allianz Research

**Nos mercados emergentes, alguns poderiam usar o espaço fiscal e a flexibilização quantitativa junto aos cortes emergenciais nas taxas de juros; os mais vulneráveis contarão com o apoio do FMI.** Na Ásia, os encargos moderados da dívida pública (exceto a Índia) proporcionam margem de política fiscal e a Coreia do Sul, Taiwan, Hong Kong, Singapura e Malásia já anunciaram medidas de estímulo fiscal. Geralmente, posições fiscais saudáveis na Europa Emergente e fundos substanciais de riqueza soberana nos grandes estados do CCG permitirão que os governos aumentem os gastos também. As economias maiores nessas regiões anunciaram pacotes substanciais de estímulo. No entanto, isso aumentará os déficits fiscais e os encargos da dívida pública; os spreads sobre a dívida soberana das economias com bases mais fracas já aumentaram, tornando o financiamento de gastos adicionais mais caro. É necessário ter cautela na Romênia, Hungria, Turquia, Omã e Bahrein. Em outros lugares, a África do Sul, o Brasil e a Argentina, em crise, têm menos espaço para estímulos fiscais, enquanto o restante da América Latina tem alguma margem de manobra. Países com espaço limitado para manobra, no entanto, podem

solicitar ajuda do FMI e do Banco Mundial, que anunciaram que estarão prontos para apoiar os países atingidos pelo COVID-19 com 50 bilhões e 12 bilhões de dólares, respectivamente. No que diz respeito à política monetária, espera-se que o impacto do recente enfraquecimento da moeda sobre a inflação seja moderado na maioria dos MEs, principalmente porque a queda nos preços do petróleo compensará (parcialmente) parcialmente as pressões ascendentes sobre os preços. E com a inflação geralmente sob controle na Ásia e na América Latina, é provável que o modo de flexibilização monetária nessas regiões continue nos próximos meses. Na Europa emergente, há, em princípio, menos margem de manobra de política monetária, pois as taxas oficiais já são baixas e as taxas de juros reais são negativas em muitos lugares. No entanto, os bancos centrais começaram a baixar as taxas e alguns também anunciaram medidas de flexibilização quantitativa. Isso ajudará as economias no curto prazo, mas as pressões descendentes das moedas já são evidentes, de modo que alguns países dessa região provavelmente terão um aumento mais forte da inflação do que outros lugares.

**O arsenal de políticas se assemelha a uma "economia de guerra" e pode haver muito mais por vir.** Desde pedidos ao Mecanismo de Estabilidade Econômica (ESM) por apoio incondicional, a Coronabonds, a uma Linha de Crédito Lastreada pelo Governo elaborada pelo Fed para apoiar diretamente o fluxo de crédito para famílias e empresas, as ideias estão florescendo para fornecer respostas oportunas e eficientes a uma crise incomparável. No momento da redação deste relatório, prevemos que intervenções ainda mais diretas (nacionalização, transações monetárias diretas, transferências de dinheiro) e uma parcela maior da economia global estejam sobrevivendo por aparelhos criados pelos formuladores de políticas públicos. A questão é como sair dessa situação quando os riscos sanitários estiverem sob controle.

# NOSSA LINHA DE BASE: UMA RECESSÃO GRAVE EM 2020 E UMA RECUPERAÇÃO EM FORMA DE U EM 2021

**Em nosso cenário de linha de base, modelamos um choque de três meses com isolamento total por um mês e atividade parcial a partir de então. Também levamos em conta os efeitos atenuantes das fortes políticas públicas.** Para estimar o tamanho do choque, analisamos os dados chineses de janeiro a fevereiro, onde um mês de confinamento provocou uma queda de -13% nos gastos do consumidor, uma queda de -20% no investimento e uma queda de -16% nas exportações.

**Nossos resultados sugerem que, para cada mês de confinamento, o PIB real pode cair de -7% a -10%.** Integramos isso durante metade do mês de março e todo o mês de abril, assumindo um retorno gradual aos níveis normais de atividade até o final de junho, com metade das perdas mensais restauradas em maio e 80% a 90% das perdas restauradas em junho. No geral, após um primeiro trimestre negativo na Zona do Euro e nos EUA, impulsionado pelo impacto de medidas de confinamento na atividade econômica na China (desvio de -4,7pp), e as primeiras políticas de contenção também implementadas na maioria das economias europeias, prevemos que o ponto mínimo seja atingido no segundo trimestre. O PIB real diminuiria de -2% a -3% t/t (ou 8% a -12% t/t anualizados), dependendo do país. O mundo parece pronto para sofrer uma recessão violenta no primeiro semestre de 2020, e nossa estimativa de crescimento do PIB global para 2020 foi revisada de +2,4% para +0,8%. Por país, encontramos efeitos recessivos que variam de -0,7pp a -4,0pp do

crescimento do PIB em 2020. Nesse contexto, esperamos um crescimento do PIB de +0,5% nos EUA e uma contração do PIB de -1,8% na Zona do Euro. Como em toda recessão, o papel dos comportamentos de poupança privada deve ser cuidadosamente monitorado.

**Milhões de empregos correm perigo.** O mercado de trabalho dos EUA é altamente flexível. Isso significa que o choque atual será visível imediatamente em termos de destruição de empregos. Estimamos que a quantidade acumulada de perdas de empregos entre fevereiro e agosto possa chegar a 4 milhões. Em suma, esperamos que a taxa de desemprego nos EUA atinja um pico de 6,5% em janeiro de 2021, contra 3,5% hoje. Ele aumentará para 5,4% no final do segundo trimestre de 2020. Na Europa, a pausa necessária na atividade econômica, em um esforço para conter o surto de COVID-19, coloca 65 milhões de funcionários em toda a UE em risco de precisar de assistência. Para preservar empregos, fornecer apoio financeiro e evitar danos prolongados à economia, os governos da Zona do Euro estenderam e flexibilizaram o acesso a esquemas de remuneração especiais que podem custar 120 bilhões de euros. Dado que a crise econômica é bastante acentuada, mas temporária por natureza, a taxa de desemprego na Zona do Euro deve subir em apenas 1ppt para pouco acima de 8%, com cerca de 1,5 milhão de empregos perdidos nos próximos 12 meses. A perda do emprego será especialmente prejudicial para trabalhadores em regimes temporários, além de

autônomos.

**Supondo que as medidas de contenção sejam bem-sucedidas, esperamos uma recuperação da atividade econômica no segundo semestre de 2020.** Não subestime a recuperação; um excesso temporário, principalmente da inflação, é provável. Esse cenário de recuperação em forma de U significaria +1% t/t na Europa e mais de +3% t/t nos EUA, com alguns setores (varejo, turismo) levando mais tempo para se recuperar. A saída da recessão continuará a apresentar desafios sérios para algumas empresas, especialmente aquelas excessivamente endividadas e que não investiram em capitalização, uma vez que será difícil compensar a perda no crescimento de volume de negócios durante a crise (cerca de -20% a/a no ponto mínimo na Zona do Euro) até o final do ano. Para as famílias, a perda de renda durante a crise pode ser um obstáculo para a disposição de gastar durante a recuperação e ajudar a intensificar a poupança, mas as medidas de proteção à renda certamente serão úteis.

**A incerteza pode voltar novamente no segundo semestre do ano, uma vez que as eleições nos EUA, a sequência do Brexit e uma complexa mistura de inflação mais alta e impostos mais altos, para absorver a transferência incomparável de responsabilidades do setor privado para o setor público em momentos de crise, mudaria a maneira como as economias operam no futuro próximo.**

Tabela 2: Elasticidade do crescimento durante o confinamento

Crescimento real do PIB	1 mês de confinamento	2 meses de confinamento
Zona do Euro	-1,8%	-4,4%
Alemanha	-1,8%	-5,0%
França	-1,3%	-3,1%
Itália	-3,5%	-6,0%
Espanha	-0,8%	-3,8%

# CENÁRIO ALTERNATIVO: CRISE PROLONGADA (E CENÁRIO EM FORMA DE L)

**Uma crise sanitária de 12 a 18 meses com possível reinfecção não pode ser descartada.** Isso também significaria que as fronteiras permaneceriam fechadas e prevaleceria o confinamento doméstico intermitente. Isso significaria que um cenário em L com monetização da dívida, questões sistêmicas de ações/crédito/liquidez e ações diretas dos formuladores de políticas trariam uma disrupção aos papéis do

mercado nos próximos anos, com dificuldade de reiniciar os motores.

**Os riscos negativos continuam a aumentar. Movimentos acentuados de queda dos preços nos mercados de bens e ações gerariam tensionamentos de liquidez e eventos de crédito, revelando fragilidades fundamentais na economia global, assim como em 2008-2009.** Mais um mês

de isolamento social na França, por exemplo, veria os gastos do consumidor caírem -8% t/t (em vez de -3%), o investimento diminuir em -12% t/t (em vez de -6%) e a queda nas exportações dobrar para -10% t/t. Nesse caso, a contração no crescimento do PIB da zona do euro em 2020 poderia exceder -4%.

**Tabela 3: Cenários de crise em forma de U e crise prolongada para o crescimento e os mercados de capitais**

Descrição do cenário	Cenário em forma de U			Crise prolongada
Suposições do Covid19	Pico em maio. Saída em setembro. A contenção dura três meses na Europa e nos EUA. Fechamento das fronteiras cancelado em			12-18 meses de crise sanitária com possível reinfecção. As fronteiras permanecem fechadas e o confinamento doméstico intermitente prevalece.
Cenário em poucas palavras	Recessão técnica no primeiro semestre na maior parte da Europa e Ásia. A recuperação tem forma de U e é inflacionária. Mistura de políticas sem precedentes para mitigar choques e ajudar a proteger a rede.			Recuperação em forma de L com monetização da dívida, questões sistêmicas de ações/crédito/liquidez e atitudes diretas dos formuladores de políticas trazem disrupções aos papéis do mercado nos próximos anos. Motores difíceis de reiniciar
números do final do ano	Valor mais recente	Unidade	2020	
	Macroeconomia		Cenário em forma de U	Crise prolongada
<b>PIB real</b>				
Global	2,5	%	0,9	-1,5
UEM	1,2	%	-1,8	-6,0
EUA	23	%	0,5	-3,0
China	6,1	%	4,0	1,5
<b>Comércio global</b>	14	%	-3,7	-10,0
Insolvências comerciais globais	9,0	%	14,0	25,0
<b>Taxas Soberanas</b>				
10 anos de rendimento 'livre de risco' soberano (Bunds)	0,2	%	-0,5	-0,9
Taxa de swap de 10 anos	0,2	%	0,0	-0,4
Taxa de swap de 20 anos	0,3	%	0,3	-0,2
Rendimento de 10 anos soberano - outros (Itália)	1,8	%	1,7	2,7
Spread Itália - Alemanha (10 anos)	199	bps	220	360
Rendimento de 10 anos soberano - outros (França)	0,3	%	0,4	1,0
Spread França - Alemanha (10 anos)	42	bps	90	190
Rendimento de 10 anos soberano - outros (Espanha)	0,9	%	0,6	1,2
Spread Espanha - Alemanha (10 anos)	109	bps	110	210
<b>Spreads de Crédito Corporativo</b>				
Spreads de crédito de grau de investimento	227	bps	180	230
Spreads de crédito de alto rendimento	639	bps	750	850
<b>MSCI EMU: retorno total p.a. (Ponto de referência 31.12.2019)</b>	-33,5	%	-22	-38
Recuperação esperada do último valor negociado		%	17	-8
<b>Estados Unidos</b>				
<b>Taxas Soberanas</b>				
10 anos de rendimento 'livre de risco' soberano (Títulos do Tesouro)	1,1	%	1,0	0,5
Diferença de Taxa EUA 10 anos - Bund 10 anos	190	bps	190	140
<b>Spreads de Crédito Corporativo</b>				
Spreads de crédito de grau de investimento	351	bps	230	280
Spreads de crédito de alto rendimento	982	bps	800	900
<b>Ações</b>				
MSCI EUA: retorno total por ano em EUR (ponto de referência 31.12.2019)	-21,6	%	-20	-35
Recuperação esperada do último valor negociado		%	2	-17
<b>Países emergentes</b>				
<b>Taxas Soberanas</b>				
Rendimento em moeda forte (USD)	7,7	%	5,5	7,0
Spread de moeda forte (USD)	673	bps	450	650
<b>MSCI ME: retorno total por ano em EUR (ponto de referência 31.12.2019)</b>	-27,7	%	-24	-42
Recuperação esperada do último valor negociado		%	5	-20

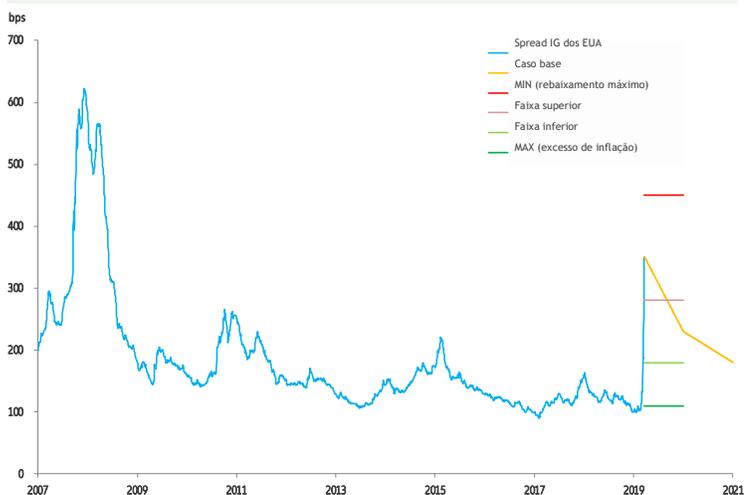
# PARA MERCADOS DE CAPITAIS, AINDA VAI PIORAR ANTES DE MELHORAR

O terreno perdido desde fevereiro não será totalmente recuperado até o final do ano. Para acalmar os mercados, deve haver evidências convincentes de que o surto se estabilizou em todas as principais economias do mundo - no momento da redação deste artigo, apenas China, Coreia do Sul e Japão estão passando neste teste. Essa estabilização deve resultar de medidas drásticas de prevenção, combinadas com pacotes econômicos e financeiros confiáveis. Os mercados precisariam estar próximos ao valor justo ou até subvalorizados; em outras palavras, precisariam estar dessensibilizados para más notícias e os investidores deveriam aumentar significativamente a parcela em dinheiro que detêm em suas carteiras.

Reconhecendo que os mercados acionários sofreram uma das maiores correções da história registrada, é complicado impor uma trajetória de recuperação com base em fundamentos. No entanto, neste momento, de maneira consistente com nossa abordagem de valoração, esperamos que os mercados de ações dos EUA apresentem um desempenho anual de -20% para 2020 e que gradualmente comecem a se recuperar até os níveis anteriores (mas sem conseguir atingir picos anteriores) até 2021. Da mesma forma, esperamos que os mercados de ações europeus sigam exatamente o mesmo caminho, mas com um desempenho de -22% em 2020.

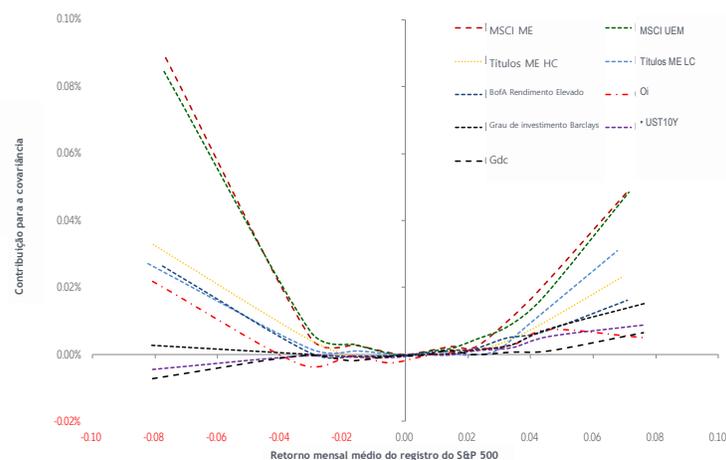
Com a probabilidade de os retornos das ações permanecerem no extremo esquerdo de sua distribuição, o aumento na correlação cruzada de classes de ativos deve continuar. Todas as classes de ativos, portanto, lançam retornos fortemente negativos, independentemente de sua avaliação relativa.

Figura 3: Perspectivas de ações dos EUA

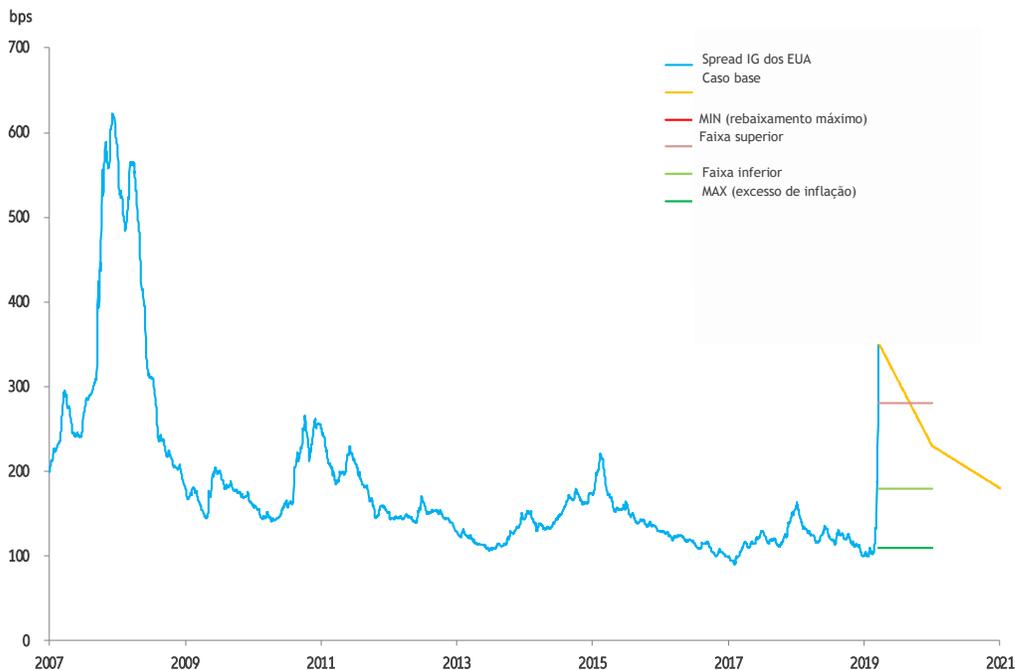


Fonte: Allianz Research

Figura 4: Correlações de classe de ativos



Fonte: Allianz Research

**Figura 5: Spreads de grau de investimento nos EUA**

Fonte: Allianz Research

**Os mercados soberanos globais de longo prazo vêm se movendo de maneira irregular desde o início do surto de COVID-19.** A mistura de más e boas notícias, tanto do ponto de vista pandêmico quanto fiscal e monetário, levou os mercados a uma busca perpétua por uma âncora ou valor fundamental para o futuro. Neste momento, esperamos que os rendimentos dos títulos de longo prazo dos EUA terminem 2020 em torno de 1,0% (intervalo de 0,5% -1,5%), tendo em mente que existe uma probabilidade não negligenciável de USTs permanecerem entre 0-0,5% (0% sendo o ponto mais baixo) na maior parte de 2020. Da mesma forma, também há uma chance de que os rendimentos experimentem um aumento acentuado que leva a que o rendimento do UST atinja um intervalo de 1,5% a 2,0% por um curto período de tempo. Além de 2020, esperamos que os rendimentos de longo prazo nos EUA convirjam para níveis de valor justo pré COVID-19 (1,4%) até o final de 2021. Da mesma forma, espera-se que os rendimentos do Bund de 10 anos continuem sendo negociados em torno de -0,5% (0,3% / -0,7%), com a possibilidade de uma queda negativa durante o ano para uma faixa de -0,9% / -1,1% e um choque inflacionário para uma faixa de -0,1% / 0,1%.

Espelhando os EUA, esperamos que os rendimentos alemães de longo prazo tenham uma convergência para -0,3% em 2021.

**O crédito corporativo global tem sido uma das classes de ativos mais afetadas durante esse período recente de extrema volatilidade.** Além disso, apesar da diferenciação de não emissores no início do surto, certos setores foram submetidos a um nível crescente de pressão à medida que o surto de COVID-19 avançava. Viagens e lazer, transporte aéreo e petróleo e gás (embora não relacionados ao COVID-19) foram os setores específicos que tiveram o maior aumento, tanto no nível de investimento quanto no universo de alto rendimento. Com base nisso, esperamos que os spreads de crédito corporativo sigam uma trajetória semelhante à descrita para os rendimentos soberanos, com a ressalva de que algumas empresas dos setores citados acima podem se tornar vítimas involuntárias do efeito COVID-19. Do ponto de vista do cenário, esperamos que os spreads corporativos com grau de investimento sofram um leve aumento estrutural, levando a níveis de spread no final do ano superiores aos do início do ano (230bps para os EUA e 180bps para a

dívida corporativa denominada em EUR). No entanto, como é o caso dos títulos soberanos, deve-se reconhecer que tanto o grau de investimento quanto os spreads de alto rendimento podem voltar a níveis semelhantes a 2008 a partir de uma perspectiva intra-anual, embora se comprima bastante com os valores do início do ano, caso um choque positivo se torne relevante para o mercado. Seguindo essa lógica, esperamos que o espaço de crédito de alto rendimento experimente uma trajetória semelhante à do crédito corporativo denominado em grau de investimento, com a notável diferença de que o leve alargamento estrutural deve ser mais pronunciado, já que algumas empresas devem permanecer sob pressão por um período prolongado de tempo. Em 2021, esperamos que os spreads de crédito corporativo comecem lenta, mas constantemente, a se reajustar aos níveis mínimos históricos anteriores (150bps para o crédito em euros e 180bps para o crédito nos EUA).

# PARA EMPRESAS ESPEREA-SE UMA ONDA ATRASADA DE INADIMPLÊNCIAS, APESAR DAS POLÍTICAS ADOTADAS

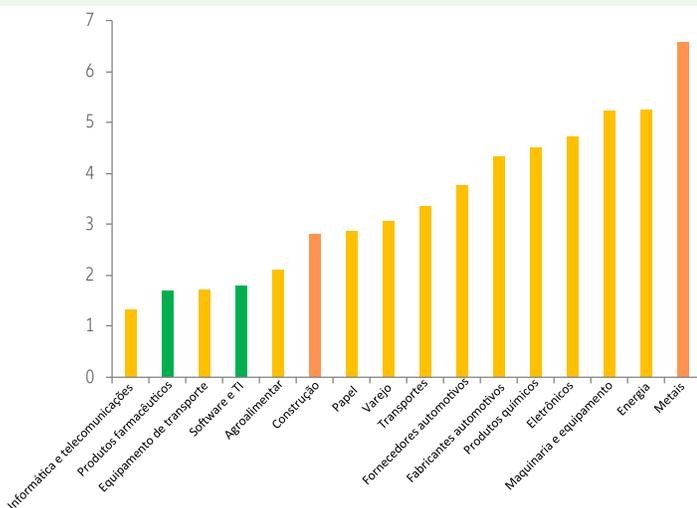
**Difícilmente algum setor será poupado dos vários impactos do COVID-19.** O primeiro estágio da crise (choque de oferta) já atingiu maciçamente todos os setores chineses, começando pelos B2C, mas expandindo rapidamente para os B2B, e depois todos os setores globais com interconexões com a China como um mercado-chave (choque de demanda) ou fornecedor-chave (choque da cadeia de suprimentos). Isso inclui principalmente os setores de transporte, automotivo, energia, metal, eletrônicos, computadores e varejo de produtos não alimentícios. A segunda etapa da crise atingiu os setores com as empresas mais frágeis, em termos financeiros, devido à exposição a riscos de liquidez, principalmente em relação à alavancagem ou ao nível já fraco de rentabilidade. Este segundo choque enfraqueceu o setor de energia, especialmente na América do Norte, e o de maquinário. O

estágio atual da crise está agora aumentando o risco de insolvências em todos os setores mais expostos ao ciclo econômico global. Energia, metais, máquinas e automóveis estão no topo da lista. Os setores menos expostos e mais resilientes seriam telecomunicações, produtos farmacêuticos e serviços de TI.

**Na Zona do Euro, estimamos que 13.000 PME zumbis (7% do total) estão em risco, representando mais de 500 bilhões de euros em volume de negócios (ou 4% do PIB da Zona do Euro).** As empresas em risco concentram-se principalmente em três setores: construção, agroalimentar e serviços. A concentração nos cinco principais setores é mais alta na França (67%) e na Holanda (67%), seguida pela Bélgica (64%), Espanha (63%), Alemanha (57%) e Itália (56%).

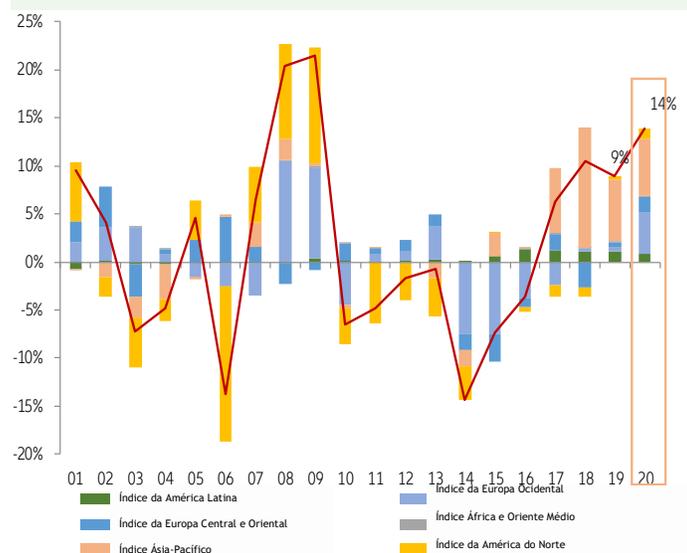
**É provável que as insolvências globais aumentem em +14% em 2020, mas falências de grandes empresas podem ser evitadas pelo intervencionismo estatal - pelo menos por enquanto.** Observando a sensibilidade histórica aos ciclos econômicos e intervenções governamentais para apoiar empresas (adiamento de impostos, empréstimos e garantias estatais), este seria o quarto ano consecutivo de crescimento nas falências. Os países parecem determinados a evitar grandes insolvências. Não obstante, duvidamos da onda de insolvência atrasada para o segundo semestre de 2020, uma vez que a economia sairá de uma pausa temporária. Para os EUA, o aumento seria de 7%, na Europa, 16%, e na China, 15%. Observe que, sem estímulos fiscais, teríamos visto 4-6pp adicionais de insolvências crescentes.

**Figura 6:** Vulnerabilidade do setor global ao ciclo econômico\* e classificações de risco do setor no final de 2019



(\* ) com base no coeficiente de regressão da rotatividade global e do PIB no longo prazo Fontes: Oxford Economics, Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 7:** Índices de insolvência global e regional (variações anuais em%)



Fontes: Estatísticas nacionais, Euler Hermes, Allianz Research

# CANÁRIOS NA MINA DE CARVÃO

Além dos dois cenários que modelamos, uma lista de observação "do que poderia dar errado" se tornou uma obrigação:

1. **Onda de reclassificação de títulos corporativos:** Um grande evento de crédito que desencadeou um vasto movimento de reclassificação, principalmente para empresas com classificação BBB, cujo peso no mercado de crédito aumentou significativamente nos últimos anos. Os emissores fronteiriços (BBB-) representam 11% do índice global de títulos corporativos, o que corresponde a um volume de US\$ 1,3 trilhão. Se isso fosse alterado devido a rebaixamentos, isso significaria grandes fluxos em um segmento de mercado com liquidez já frágil.

2. **Risco de crise de liquidez.** Quanto mais durar o choque do COVID-19, mais o atual estresse de liquidez poderá se transformar em uma crise de endividamento completa, envolvendo empresas e devedores domésticos, seus credores privados e as autoridades públicas - tesourarias ou bancos centrais - em última análise, apoiando o último. Vários indicadores de mercado mostram que os investidores se preocupam com esse risco: os spreads corporativos

aumentaram e o spread Libor-OIS; As taxas de CDS aumentaram e também os rendimentos em papel comercial; as ações bancárias estão entre os piores desempenhos, além das ações dos gestores de ativos. Há sinais crescentes de que a oferta de liquidez nos mercados financeiros está gravemente prejudicada (capacidade de converter ativos em liquidez rapidamente a baixo custo). Isso é particularmente verdadeiro no mercado de títulos, onde a oferta é mantida principalmente por intermediários financeiros (formadores de mercado). As crises de liquidez geralmente aparecem pela primeira vez em segmentos de mercado periféricos, por exemplo, títulos do governo de pequenos países da Zona do Euro. A volatilidade do spread aumentou. Agora, os investidores parecem estar relaxando em suas posições físicas, mas enfrentam uma oferta de liquidez muito baixa. Isso destaca o risco de bifurcação de liquidez, com mais segmentos líquidos se tornando mais líquidos e segmentos mais ilíquidos se tornando menos líquidos. Para a área do Euro, isso poderia ter efeitos tão disruptivos quanto os aumentos de spread devido ao risco fiscal, pois para os soberanos menores, isso

implica o risco de perder o acesso ao mercado. A fraqueza de atores específicos, especialmente no espaço de gerenciamento de ativos, deve ser monitorada.

3. **Dificuldade em reiniciar o mundo e reduzir o risco de erros de política.** Uma variante da resposta a essa crise é a exclusão sistemática de atores privados por instituições confiáveis; embora temporariamente, os estados e os bancos centrais estão prontos para fazer o que for necessário, até mesmo cruzar fronteiras políticas. Como resultado, reiniciar os motores de uma grande parte do PIB administrado exigirá movimentos precisos, colaborativos e transparentes para permitir a descoberta de preços nos mercados e cadeias de fornecimento. A confiança será fundamental para reabrir fronteiras e interações comerciais e encerrar ações de políticas extraordinárias.

# CONSEQUÊNCIAS A LONGO PRAZO: O LEGADO DE UMA CRISE

Essa crise de saúde, financeira e econômica (HFE, *Health, Financial and Economic*) não deixará o mundo incólume no médio prazo, assim como a Crise Financeira Global (GFC, *Global Financial Crisis*) anterior. Aqui estão cinco ideias a serem exploradas para entender possíveis mudanças estruturais, depois que o mundo ficar em pausa por vários meses:

- **Os investimentos no sistema de saúde podem voltar aos holofotes após anos de subinvestimento, ajudando a embasar anos de palavras vazias e pouca ação sobre o "capitalismo inclusivo".** Bens públicos globais, incluindo saúde, precisarão ser analisados. Não devemos esquecer que o orçamento da Organização Mundial da Saúde (OMS) era de 4 bilhões de dólares antes do surto de COVID-19.
- **Em segundo lugar, o *soft power* da China pode ser reforçado por ser a primeira a entrar e sair do surto de COVID-19 e por sua generosidade com outros países.** Ao controlar as epidemias, reiniciar progressivamente sua economia e agora enviar ajuda e conhecimento para a Europa e os EUA, a influência da China terá aumentado.
- **Em terceiro lugar, este será outro forte golpe para a globalização.** Os EUA já anunciaram que pretendem reduzir sua dependência de medicamentos genéricos chineses, enquanto apelos para restabelecer fronteiras e controlar melhor o fluxo de mercadorias e pessoas se multiplicaram. As empresas poderiam ser tentadas, depois de surpreendidas pela escalada na guerra comercial do presidente Trump e um vírus mortal em menos de dois anos, a encurtar suas cadeias de fornecimento.
- **Em quarto lugar, isso poderia mudar a maneira como combatemos outros choques exponenciais, probabilísticos e coletivos, como as mudanças climáticas.** A urgência da ação é proporcional, não os recursos.
- **Por fim, sucessivas quedas no mercado de ações podem afetar o futuro dos investimentos após a crise: é possível ver uma transição para estratégias mais defensivas?** Além de mudar a forma como fazemos compras, como trabalhamos e como viajamos nos próximos anos, o surto de COVID-19 certamente mudará a forma como economizamos. Se as entregas no espaço de gerenciamento de economias forem visíveis, a confiança precisará ser restaurada, como no setor bancário após a crise de 2008-9. Da mesma forma, as mudanças de regime podem ser aplicadas a uma série de classes de ativos e o desenvolvimento de novos produtos pode ocorrer.

# NOSSO TIME

## Economista-chefe da Allianz e Euler Hermes



Ludovic Subran  
Economista-chefe  
ludovic.subran@allianz.com

## Chefe de Pesquisa Econômica, Euler Hermes



Alexis Garatti  
alexis.garatti@eulerhermes.com

## Chefe de Pesquisa de Mercados de Capitais



Eric Barthalon  
eric.barthalon@allianz.com

## Chefe de Pesquisa de Seguros, Riqueza e Tendências



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Pesquisa Macroeconômica



Ana Boata  
Chefe de Pesquisa Macroeconômica  
ana.boata@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl  
Economista Sênior para a Europa  
katharina.utermoehl@allianz.com



Françoise Huang  
Economista sênior da região APAC  
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer  
Economista Sênior para a Europa emergente e o Oriente  
Médiomanfred.stamer@eulerhermes.com



Georges Dib  
Economista para América Latina, Espanha, Portugal e Comércio georges.dib@eulerhermes.com



Dan North  
Economista sênior da América do Norte  
dan.north@eulerhermes.com

## Pesquisa de Mercado de Capitais



Jordi Basco Carrera  
Estrategista de Renda Fixa  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



Michaela Grimm  
Especialista Sênior, Demografia  
michaela.grimm@allianz.com



Lina Manthey  
Estrategista de ações  
lina.manthey@allianz.com



Patricia Pelayo Romero  
Especialista, Seguros  
patricia.pelayo-romero@allianz.com



Patrick Krizan  
Economista Sênior para Itália e Grécia, Renda Fixa  
patrick.krizan@allianz.com

## Pesquisa de Seguros, Riqueza e Tendências

## Pesquisa Setorial



Maxime Lemerle  
Chefe de Pesquisa Setorial  
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Catharina Hillenbrand-Saponar  
Assessor Setorial de Energia, Metais, Máquinas e Equipamento  
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



Marc Livinec  
Assessor Setorial de Produtos Químicos, Farmacêuticos, Transporte, Agroalimentar e Equipamento de Transporte  
marc.livinec@eulerhermes.com



Aurelien Duthoit  
Assessor Setorial de Varejo, Tecnologia e Equipamento Doméstico  
aurelien.duthoit@eulerhermes.com

# PUBLICAÇÕES RECENTES

10/03/2020	<a href="#">Covid-19: Depois de um trimestre perdido, 75% da economia chinesa está de volta</a>
09/03/2020	<a href="#">Preços de petróleo mais baixos por mais tempo: Quem corre o risco?</a>
05/03/2020	<a href="#">Comércio em quarentena: O Covid-19 custará 320 bilhões de dólares em perdas comerciais por trimestre</a>
04/03/2020	<a href="#">Eleições primárias dos EUA: Na Super Terça-feira, a vencedora é a dívida pública americana</a>
03/03/2020	<a href="#">Reserva Federal: Política monetária estilo Tylenol</a>
27/02/2020	<a href="#">EUA: Setor imobiliário deve permanecer forte, confirmando uma divisão interna/externa</a>
20/02/2020	<a href="#">Agroalimentar: Novos riscos à frente</a>
20/02/2020	<a href="#">Dentro ou fora? Medindo o risco de desagregação do euro</a>
19/02/2020	<a href="#">Turquia: Outro corte na taxa aumenta o risco de uma forte correção cambial em 2020</a>
14/02/2020	<a href="#">A Alemanha é uma economia "ociosa"?</a>
13/02/2020	<a href="#">ACL UE-Vietnã: 3,7 bilhões de euros de comércio adicional por ano</a>
10/02/2020	<a href="#">Insolvências globais: Recorde de falências entre grandes empresas</a>
07/02/2020	<a href="#">Surto de coronavírus: US\$ 26 bilhões por semana em repercussões comerciais</a>
07/02/2020	<a href="#">Não julque o livro de inflação pela capa</a>
03/02/2020	<a href="#">Hong Kong: A recessão deve se aprofundar no primeiro trimestre de 2020</a>
31/01/2020	<a href="#">Surto de coronavírus na China: Riscos de interrupções na cadeia de suprimentos aumentam ao longo do tempo</a>
31/01/2020	<a href="#">Itália: Um forte revés no final do ano</a>
31/01/2020	<a href="#">França: O custo da divisão no crescimento econômico</a>
29/01/2020	<a href="#">Ficando alto com juros baixos - Como as taxas de juros em queda elevaram a poupança</a>
29/01/2020	<a href="#">PMEs alemãs enfrentarão maior risco de crédito em 2020</a>

Descubra todas as nossas publicações em nossos sites: [Allianz Research](#) e [Euler Hermes Economic Research](#)

Diretor de Publicações: Ludovic Subran, Economista-Chefe  
Allianz e Euler Hermes

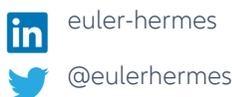
Allianz Research  
[https://www.allianz.com/en/economic\\_research](https://www.allianz.com/en/economic_research)

Königinstraße 28 | 80802 Munique |  
Alemanha  
allianz.research@allianz.com



Pesquisa econômica de Euler Hermes  
<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

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



## DECLARAÇÕES PROSPECTIVAS

As declarações aqui contidas podem incluir perspectivas, declarações de expectativas futuras e outras declarações hipotéticas baseadas em opiniões e suposições atuais da administração e envolvem riscos e incertezas conhecidos e desconhecidos. Os resultados, desempenhos ou eventos reais podem diferir substancialmente daqueles expressos ou implícitos nessas declarações prospectivas.

Tais desvios podem ocorrer devido a, sem limitação, (i) mudanças nas condições econômicas gerais e na situação competitiva, particularmente nos negócios principais e nos principais mercados do Grupo Allianz, (ii) desempenho dos mercados financeiros (particularmente volatilidade, liquidez e eventos de crédito), (iii) frequência e gravidade de sinistros seguidos, incluindo catástrofes naturais, e desenvolvimento de gastos com sinistros, (iv) níveis e tendências de mortalidade e morbidade, (v) níveis de persistência, (vi) particularmente em negócios bancários, extensão de inadimplências de crédito, (vii) níveis de taxa de juros, (viii) taxas de câmbio, incluindo a taxa de câmbio EUR/USD, (ix) alterações nas leis e regulamentos, incluindo regulamentos tributários, (x) o impacto aquisições, incluindo questões de integração relacionadas e medidas de reorganização e (xi) fatores competitivos gerais, em cada caso em uma base local, regional, nacional e/ou global. Muitos desses fatores podem ser mais prováveis, ou mais expressivos, como resultado de atividades terroristas e suas consequências.

## SEM DEVER DE ATUALIZAR

A empresa não assume nenhuma obrigação de atualizar qualquer informação ou declaração contida neste documento, exceto as informações exigidas por lei.