

ALLIANZ RESEARCH

COVID-2019: ECONOMIE IN QUARANTENA

20 MARZO 2020

04 Da una crisi sanitaria a un triplo shock per l'economia

06 Politiche eccezionali per tempi eccezionali

08 Il nostro scenario: una grave recessione nel 2020 e una ripresa a forma di U nel 2021

09 Scenario alternativo: crisi prolungata (e scenario a forma di L)

10 Per i mercati dei capitali la situazione peggiorerà ancora prima di tornare a migliorare

12 Per le aziende ci si aspetta un'onda ritardata di fallimenti nonostante le misure di politica economica

13 Canarini nella miniera di carbone

14 Conseguenze a lungo termine: l'eredità di una crisi

EXECUTIVE SUMMARY



Ludovic Subran, Chief Economist

+49(0)1755842725

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

Jordi Basco Carrera, Fixed Income Strategist

- **L'epidemia di COVID-19 ha costretto i governi a mettere il mondo intero in una pausa senza precedenti, per almeno tre mesi, per appiattire la curva del contagio.** Nel dicembre 2019, al momento di scrivere le nostre ultime prospettive economiche e dei mercati dei capitali, *Cosa aspettarsi nel 2020-21: Difendendo la crescita a tutti i costi*, non sapevamo che il titolo sarebbe stato così minaccioso. Da gennaio, l'impatto dell'epidemia è passato da uno shock dell'offerta incentrato sulla Cina, che ha inviato onde d'urto in tutto il commercio globale e perturbato le catene di fornitura, a un disfacimento dei mercati finanziari quando gli investitori si sono resi conto dell'inevitabile recessione e a un violento shock della domanda che ha danneggiato i consumi e gli investimenti in Cina, Europa e Stati Uniti.
- **I policymakers hanno adottato misure straordinarie in tempi straordinari per appiattire la curva della recessione. Nel nostro scenario centrale, ci aspettiamo una forte recessione globale nel primo semestre del 2020 nella stragrande maggioranza delle economie sviluppate ed emergenti, seguita da una ripresa a forma di U.** Dalle disposizioni della BCE di 1,11 trilioni di euro alle disposizioni di liquidità della Fed da 1,5 trilioni di dollari, ai provvedimenti fiscali favorevoli alle imprese in tutto il mondo che forniscono 0,5-1,2 punti percentuali di sostegno alla crescita a seconda del Paese, l'obiettivo è stato quello di superare la crisi del flusso di cassa, evitando una crisi di liquidità ben più grave e proteggendo il sistema. Tuttavia, se traiamo lezioni dalla situazione cinese, il costo del contenimento potrebbe essere pari a uno shock mensile del 20-30% per ogni economia. Inoltre, il costo di un intero trimestre di perturbazione del commercio globale dovrebbe essere di 1.064 miliardi di dollari, dato che più Paesi stanno adottando forti misure di contenimento comprese severe restrizioni alle frontiere. La ripresa, a partire dalla seconda metà del 2020, sarà certamente commisurata allo shock, con un temporaneo incremento significativo dell'inflazione.
- **Per i mercati dei capitali, la situazione peggiorerà ancora prima di cominciare a migliorare. Per le imprese, ci aspettiamo che nel 2020 le insolvenze aumenteranno del +13% a livello mondiale.** I mercati non stanno ancora prezzando appieno il flusso di notizie negative in arrivo, con situazioni di difficoltà che colpiscono più del 50% del PIL mondiale. Prevediamo che la volatilità a breve termine farà scendere i mercati azionari di un ulteriore 10-20% assieme a una correzione al ribasso di 30-50 punti base dei rendimenti sovrani a lungo termine. In probabile rialzo di 100 punti base, invece, gli spread di credit investment grade per le imprese. Tuttavia, prevediamo che i mercati dei capitali invertiranno gradualmente le perdite verso la fine dell'anno man mano che la credibilità delle azioni politiche e la ripresa a forma di U prenderanno quota. Per quanto riguarda le imprese, il 2020 sarà il quarto anno consecutivo di fallimenti in aumento e, sebbene i governanti dei diversi Paesi si siano impegnati a fare tutto il necessario per evitare disoccupazione e inadempienze, è molto probabile che si verifichi un'ondata di insolvenze quando l'attività riprenderà.
- **Cosa potrebbe andare storto? Ci sono tre canarini nella miniera di carbone: lo stress sui mercati obbligazionari corporate, la liquidità e gli errori politici.** Inoltre, bisogna prendere in esame anche uno scenario alternativo di crisi economica e finanziaria prolungata a causa di una crisi sanitaria di 12-18 mesi (con possibili nuovi contagi). Per quanto riguarda i rischi di ribasso, forti diminuzioni dei prezzi dei beni e dei mercati azionari genererebbero tensioni di liquidità e nel settore del credito, portando alla luce debolezze fondamentali dell'economia globale proprio come nel 2008-2009, compreso un forte stress sui mercati obbligazionari corporate. Inoltre, non si può scartare a priori il rischio di errori legati alle scelte politiche: poiché le Banche Centrali e le tesorerie stanno garantendo un livello di sostegno che non ha pari, il rischio di ricaduta è elevato. Questo scenario significherebbe una recessione duratura almeno fino al 2021, e una ripresa a forma di L con monetizzazione del debito e problemi sistemici legati alla gestione dei capitali e degli equilibri finanziari delle imprese. Ciò implicherebbe azioni più dirette da parte dei politici che si sostituirebbero al mercato per gli anni a venire, con difficoltà a far ripartire i motori dell'economia.
- **Troppo presto per trarre lezioni?** La crisi di COVID-19 cambierà certamente il nostro modo di valutare alcuni aspetti dell'attuale dibattito: gli investimenti nella salute; il capitalismo inclusivo; il soft power della Cina; la globalizzazione; la lotta al cambiamento climatico, un'altra sfida esponenziale, probabilistica e collettiva che ci attende e, forse, il modo in cui risparmiamo per gli eventi della vita.

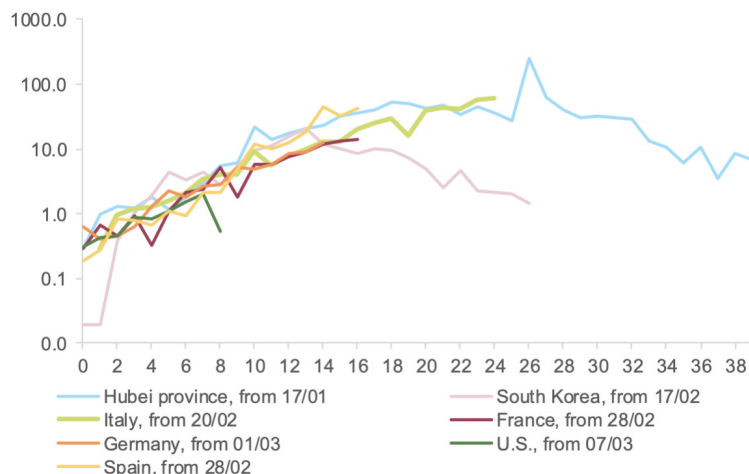
COVID-19: DA UNA CRISI SANITARIA A UN TRIPLO SHOCK PER L'ECONOMIA

Recessione commerciale, sopravvalutazioni e un mondo frammentato: il 2020 è iniziato con una intonazione debole. In primo luogo, nell'anno passato il commercio globale di beni e servizi è cresciuto a ritmo più lento dal 2009 con il settore manifatturiero in recessione già dal terzo trimestre del 2019. Il commercio è cresciuto di + 1,4% in termini di volume e si è contratto in termini di valore, a causa degli Stati Uniti e della faida commerciale con la Cina, della conseguente recessione manifatturiera e degli shock nei settori automobilistico ed elettronico. L'accordo commerciale di fase 1 tra Cina e Stati Uniti ha parzialmente dissipato l'incertezza, ma non è riuscito a ridurre significativamente i dazi, visto che sono rimaste le tariffe su 250 miliardi di dollari di importazioni cinesi. In secondo luogo, diversi mercati si sono trovati in un territorio di sopravvalutazione. In tali circostanze, qualsiasi shock legato all'incertezza può avere un forte impatto su prezzi e liquidità, perturbando le condizioni finanziarie per le imprese. Infine, il multilateralismo ha preso un duro colpo proprio mentre le politiche di trinceramento stavano fiorendo negli Stati Uniti

e nei mercati emergenti neo-autoritari: il 2019 ha visto il più alto numero di nuove misure protezionistiche adottate in dieci anni (1.066 contro 1.049 nel 2018 e solo 284 nel 2009). Questa regressione del multilateralismo ha compromesso tutto il potenziale di coordinamento delle misure che si può avere in caso di grave shock che colpisce l'intera economia mondiale. **Tasche di resilienza hanno riguardato risparmi e un certo attivismo dei policymaker.** Nonostante l'alto livello di incertezza, le attività orientate alla domanda e ai servizi hanno dimostrato una buona resilienza nel corso del 2019. I livelli di risparmio interno lordo sono rimasti elevati: oltre il 45% del PIL in Cina, vicino al 25% nell'Eurozona e il 15% delle società statunitensi hanno goduto ancora di una solida redditività. I margini hanno preso una traiettoria discendente, chiudendo comunque il 2019 vicino alle medie a lungo termine. Infine, il 2019 ha anche riportato l'attivismo delle Banche Centrali, in particolare l'allentamento della politica monetaria, che ha contribuito ad attenuare il colpo delle tensioni commerciali. **L'epidemia di coronavirus è arrivata come un cigno nero.** Al momento in cui

scriviamo, c'erano circa 630.000 casi confermati di COVID-19 in tutto il mondo. La pandemia è apparsa per la prima volta nella provincia cinese di Hubei a fine dicembre 2019. Le risposte ufficiali sono iniziate sul serio a metà gennaio e le prime misure di isolamento sono state messe in atto il 23 gennaio 2020. Da allora, c'è voluto circa un mese per rallentare la diffusione del virus e un altro mese per l'inizio di una graduale revoca delle misure di confinamento. Fino al 26 febbraio, l'epidemia era fortemente concentrata in Cina (oltre il 95% dei casi confermati). Da allora si è diffusa nel resto del mondo, con, ad esempio, oltre il 50% dei casi localizzati in Europa, a partire dal 26 marzo. Misure di confinamento sono state istituite in Italia, Spagna e Francia, rispettivamente il 10, 14 e 17 marzo, vale a dire 1,5-2 mesi dopo la Cina. Attingendo all'esperienza cinese, ciò significa che la pandemia globale potrebbe durare almeno fino a giugno.

Figura 2: variazione giornaliera del numero di casi confermati per 1 milione di persone (aggiornamento del 26 Marzo)



Fonti: relazioni ufficiali, Allianz Research

In aggiunta ad una crisi sanitaria che non ha pari, gli impatti economici riguarderanno: il commercio, la finanza e i consumi. La crisi COVID-19 ha creato uno shock in tre fasi per il mondo:

1. **Stimiamo che ogni mese di restrizioni nel mondo comporta perdite di esportazioni pari a 538 miliardi di dollari a livello globale.** Le drastiche misure di confinamento all'inizio incentrate esclusivamente sulla Cina hanno inviatto in maniera molto veloce onde d'urto sul commercio globale di beni e servizi (viaggi e trasporti) e interrotto le catene di approvvigionamento in tutto il mondo. Con l'entrata in vigore di misure di confinamento anche in Europa e negli Stati Uniti, il commercio sarà messo in quarantena nel 2020. Nel giro di un trimestre, tenendo conto del progressivo ritorno ai normali livelli di attività, le perdite potrebbero raggiungere i 1064 miliardi di dollari. Pertanto, prevediamo una recessione negli scambi di beni e servizi (1° e 2° trimestre in contrazione), che porterà la flessione
2. **L'indice azionario MSCI World ha perso il 30% del suo valore in 90 giorni, la correzione più marcata dalla crisi dei subprime del 2008-09.** L'offerta monetaria globale ha segnalato condizioni finanziarie molto più strette. L'improvvisa interruzione della circolazione fisica di persone, beni, servizi e quindi del denaro, e le sfide che pone all'efficacia della politica monetaria (rispetto al distanziamento sociale), hanno sconcerato gli attori del mercato. La volatilità è tornata ai livelli record. Tutte le classi di attività sono state colpite in modo sequenziale in base al loro grado di liquidità.
3. **Uno shock di confinamento senza precedenti in tutto il mondo porterà alla più grave recessione del secolo.** Gli effetti acquisiti contano. COVID-19 è diventata una crisi di isolamento, vale a dire la realizzazione da parte dei governi della necessità di imporre misure drastiche di confinamento, implicando sacrifici significativi in termini di crescita, come i consumi privati e gli investimenti messi in sospenso. Al momento in cui scriviamo, più del 50% del PIL globale (e della popolazione) è in qualche modo bloccato, creando in tal modo effetti di secondo e terzo grado sui cicli di risparmio degli investimenti e sui comportamenti, poiché lo shock è stato esponenziale, probabilistico e collettivo.



POLITICHE ECCEZIONALI PER TEMPI ECCEZIONALI

I responsabili politici si sono concentrati sulla mitigazione della gravità della crisi dei flussi di cassa, evitando una crisi di liquidità più grave. Le politiche fiscali sono state progettate per: (i) alleviare le pressioni del flusso di cassa delle società attraverso linee di credito e garanzie pubbliche, nonché il differimento delle spese (tasse, interessi, servizi pubblici ecc.) e (ii) sostenere il reddito delle famiglie rafforzando la rete di sicurezza sociale e aumentando i sussidi al reddito. Le politiche monetarie sono passate da una modalità "whatever it takes" a "bring it on", fornendo straordinarie misure di liquidità e protezione. Le misure fiscali forniranno tra 0,5 (Spagna) e 1,5 punti percentuali (Germania) e oltre 2,0 punti percentuali (Stati Uniti) ai Paesi, mitigando la depressione della recessione. Le misure monetarie mirano a preservare la funzione di trasmissione della politica monetaria al sistema produttivo e a impedire a COVID-19 di creare effetti di secondo livello sul sistema finanziario.

In Cina, le autorità hanno reagito rapidamente. Sul versante monetario, dall'inizio di febbraio, le immissioni di liquidità sotto forma di operazioni di mercato aperto (1,7 miliardi di renminbi), strumenti di prestito a medio termine (300 miliardi di renminbi) e tagli degli indici del fabbisogno di riserva (550 miliardi di renminbi) ammontano complessivamente a 2.550 miliardi di renminbi (2,4% del PIL nomina-

le). Il tasso sui prestiti è stato ridotto di 10 punti base e alle banche è stato chiesto di fornire condizioni di credito favorevoli per le società che ne necessitano. Dal punto di vista fiscale, ai governi locali è stato permesso di aumentare l'emissione di obbligazioni, e stimiamo che quest'anno i costi fiscali per le aziende saranno ridotti di 1,5 trilioni di renminbi attraverso tagli agli oneri fiscali e ai pagamenti delle assicurazioni sociali. Complessivamente, prevediamo che il pacchetto di sostegno fiscale nel 2020 ammonterà al 4,4% del PIL, rispetto al 5,7% del biennio 2018-2019. In questa fase, il sostegno fiscale sembra più forte dell'allentamento monetario, che rimane mirato. Pensiamo che la priorità della priorità dei responsabili politici cinesi sia quella di aiutare ad attenuare il colpo economico dell'epidemia e non di progettare un rimbalzo, poiché sono ancora preoccupati di controllare la bolla del debito.

In Europa, i governi hanno stanziato garanzie pubbliche per 1.000 miliardi di euro per la sola Eurozona (500 miliardi di euro in Germania, 300 miliardi di euro in Francia, 100 miliardi di euro in Spagna) per evitare un picco di fallimenti aziendali, e incrementato il sostegno fiscale tramite un aumento della spesa di 250 miliardi di euro. Le misure includono moratorie fiscali, contrasto alla disoccupazione e sostegno da parte delle banche pubbliche nazionali. La BCE ha lanciato,

oltre agli acquisti mensili di quantitative easing, un nuovo programma temporaneo di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) del valore di 750 miliardi di euro (circa il 6% del PIL della zona euro), oltre agli acquisti mensili per un importo di 20 miliardi di euro e l'ampliamento del programma di quantitative easing di 120 miliardi di euro annunciato una settimana fa. Ciò porta il totale da acquistare per il resto dell'anno a 1,1 trilioni di euro, dicendo addio al vincolo del limite dell'emittente. Tuttavia le istituzioni europee hanno deluso in quanto non sono riuscite a creare sufficienti interventi sovranazionali coordinati.

Negli Stati Uniti, la Casa Bianca ha annunciato un pacchetto fiscale del valore di 2.000 miliardi di dollari (4,6% del PIL), che include pagamenti in contanti alle famiglie, retribuzione dei congedi per malattia, aiuti alimentari, garanzie sui prestiti alle imprese, dilazioni sui prestiti, esenzioni fiscali e spesa per infrastrutture e assistenza sanitaria. La Fed ha ridotto i tassi di interesse a 0-0,25 punti base, e ha affrontato le questioni concernenti la liquidità annunciando 700 miliardi di dollari di nuovi acquisti di titoli e l'iniezione di 1,5 trilioni di dollari di liquidità tramite operazioni di Repo (pronti contro termine).

Tabella 1: Costo delle misure di stimolo fiscale, impatto sulla crescita del PIL e disavanzo fiscale

	Stimoli Fiscali (EUR mrd)	Percentuali e del PIL	Impatto sulla crescita del PIL (in pp)	Impatto su disavanzo (in pp)
Germania	123	3.6%	1.3	-2.8
Francia	45	2.0%	0.8	-1.3
Italia	25	1.4%	0.7	-0.9
Spagna	18	1.4%	0.5	-1.1
Regno Unito	60	2.7%	1.1	-1.8
Stati Uniti	2000	9.3%	2.3	-8.4

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

Nei mercati emergenti, alcuni potrebbero utilizzare lo spazio fiscale e l'allentamento quantitativo, oltre al taglio dei tassi in situazioni di emergenza; i Paesi più vulnerabili contano sul supporto del FMI. In Asia gli oneri del debito pubblico sono moderati (ad eccezione dell'India) offrendo un margine di manovra fiscale. Corea del Sud, Taiwan, Hong Kong, Singapore e Malesia hanno già annunciato misure di stimolo fiscale. In generale, posizioni sane di bilancio nell'Europa orientale e consistenti fondi sovrani nei maggiori paesi del Golfo consentiranno anche ai governi di aumentare le spese. Le economie più grandi in queste regioni hanno annunciato sostanziali pacchetti di stimolo. Tuttavia ciò aumenterà i deficit fiscali e gli oneri del debito pubblico. Gli spread sul debito sovrano delle economie con fondamentali più deboli sono già aumentati, rendendo più costoso il finanziamento di spese aggiuntive. Si richiede cautela in Romania, Ungheria, Turchia, Oman e Bahrein. Altrove, il Sudafrica, il Brasile e l'Argentina in crisi hanno meno spazio per gli stimoli fiscali, mentre il resto dell'America Latina ha un certo margine di manovra. I Paesi con uno spazio di manovra limitato, tuttavia, possono richiedere aiuto al Fondo Monetario Internazionale e alla Banca Mondiale, che hanno annunciato che saranno pronti a sostenere i Paesi colpiti da COVID-19 con stanziamenti del valore, rispettivamente, di 50 miliardi e 12

miliardi di dollari. Per quanto riguarda la politica monetaria, l'impatto sull'inflazione del recente indebolimento valutario dovrebbe essere moderato nella maggior parte dei mercati emergenti, in particolare poiché la caduta dei prezzi del petrolio compenserà (parzialmente) le pressioni al rialzo sui prezzi. E con l'inflazione generalmente sotto controllo in Asia e in America Latina, è probabile che la modalità di allentamento monetario in queste regioni continuerà nei prossimi mesi. Nell'Europa emergente, in linea di principio vi è un margine di manovra di politica monetaria inferiore, poiché le politiche relative ai tassi sono già moderate e i tassi di interesse reali sono negativi in molti luoghi. Ciò nonostante, le Banche Centrali hanno iniziato ad abbassare i tassi e alcune hanno anche annunciato misure di quantitative easing. Ciò sarà di supporto per le economie a breve termine, ma le pressioni al ribasso sulle valute sono già evidenti, quindi è probabile che alcuni Paesi di questa regione vedano un aumento dell'inflazione più forte che altrove.

L'arsenale politico ricorda "l'economia di guerra" e potrebbe andare anche oltre. Dalle richieste al meccanismo di stabilità economica (MES) per un sostegno incondizionato, ai coronabond, a un meccanismo di credito governativo della Fed per sostenere direttamente il flusso di credito a famiglie e imprese: le idee sono diverse

per fornire risposte tempestive ed efficienti a una crisi senza precedenti. Al momento della stesura di questo rapporto prevediamo interventi ancora più diretti (nazionalizzazioni, transazioni monetarie dirette, distribuzione di contante ai residenti, ecc.), e una quota maggiore dell'economia globale sostenuta da chi prenderà decisioni in sede politica. La domanda è come uscire da una situazione del genere una volta che i rischi sanitari torneranno sotto controllo.

IL NOSTRO SCENARIO: UNA GRAVE RECESSIONE NEL 2020 E UNA RIPRESA A FORMA DI U NEL 2021

Nel nostro scenario di base, abbiamo prefigurato uno shock di tre mesi con un blocco completo per un mese e un'attività parziale in seguito. Abbiamo anche tenuto conto degli effetti attenuanti dei bazooka politici. Per stimare l'entità dello shock, abbiamo esaminato i dati cinesi di gennaio-febbraio, dove un mese di confinamento ha provocato un calo del -13% nella spesa per consumi, un calo del -20% negli investimenti e un calo del -16% nelle esportazioni.

I nostri risultati suggeriscono che, per ogni mese di confinamento, il PIL reale potrebbe scendere dal -7% al -10%. Lo integriamo per metà del mese di marzo e per l'intero mese di aprile, pur ipotizzando un ritorno graduale ai normali livelli di attività entro la fine di giugno, con la metà delle perdite mensili recuperate a maggio e una percentuale dall'80% al 90% delle perdite ripristinate nel mese di giugno. Complessivamente, dopo un primo trimestre negativo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, guidato dall'impatto delle misure di confinamento sull'attività economica in Cina (-4,7 punti di deviazione) e dalle prime politiche di contenimento attuate anche nella maggior parte delle economie europee, prevediamo che il passaggio cruciale avverrà nel secondo trimestre. Il PIL reale dovrebbe scendere dal -2% al -4% trimestrale (o dall'8% al -12% trimestrale su base annua) a seconda del Paese. Il mondo sembra destinato a subire una violenta recessione nel primo semestre 2020, e la nostra stima di crescita del PIL globale per il 2020 è stata rivista fino a +0,5%, da +2,4%. Per Paese, troviamo effetti recessivi che vanno da -1,0 punti percentuali a -4,0 punti percentuali della crescita

del PIL nel 2020. In questo contesto, prevediamo una crescita del PIL dello 0,5% negli Stati Uniti e una contrazione del PIL dell'1,8% nella zona euro. Come in ogni recessione, il ruolo dei comportamenti di risparmio privati deve essere attentamente monitorato.

Milioni di posti di lavoro a rischio. Il mercato del lavoro americano è altamente flessibile. Ciò significa che lo shock attuale sarà immediatamente visibile in termini di distruzione del lavoro. S Stimiamo che l'ammontare cumulato delle perdite di posti di lavoro tra febbraio e agosto potrebbe raggiungere più di 4 milioni. Tutto sommato, prevediamo che il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti raggiungerà un picco del 6,5% nel gennaio 2021, rispetto al 3,5% di oggi. Aumenterà al 5,4% già alla fine del secondo trimestre 2020. In Europa, la necessaria pausa sull'attività economica nel tentativo di contenere l'epidemia di COVID-19 mette 65 milioni di lavoratori dipendenti in tutta l'UE a rischio di necessitare di assistenza. Nel tentativo di preservare posti di lavoro e competenze, fornire sostegno al reddito ed evitare danni più duraturi all'economia, i governi di tutta la zona euro hanno esteso e facilitato l'accesso a regimi di lavoro ridotto, il cui costo potrebbe raggiungere 120 miliardi di euro. Dato che la crisi economica è molto acuta ma di natura temporanea, il tasso di disoccupazione nell'Eurozona dovrebbe aumentare solo dell'1% a poco sopra l'8%, con un massimo di 1,5 milioni di posti di lavoro persi nei prossimi 12 mesi. La perdita di occupazione riguarderà in particolare i lavoratori con contratti a tempo determinato, nonché i lavoratori autonomi.

Supponendo che le misure di contenimento abbiano successo, prevediamo un rimbalzo dell'attività economica nel secondo trimestre 2020. Non bisogna sottovalutare questa ripresa; è probabile un superamento temporaneo, in particolare dell'inflazione. Questo scenario di ripresa a forma di U significherebbe + 1% trimestrale in Europa e più di + 3% trimestrale negli Stati Uniti, con alcuni settori (vendita al dettaglio, turismo) che impiegano più tempo a riprendersi. L'uscita dalla recessione continuerà a porre serie sfide ad alcune società, in particolare a quelle eccessivamente indebitate e scarsamente capitalizzate poiché le perdite nella crescita del fatturato durante la crisi (circa -20% tendenziale annuo minimo nella zona euro) saranno difficili da compensare entro la fine dell'anno. Per le famiglie, la perdita di reddito durante la crisi potrebbe essere un freno alla loro volontà di spendere durante la ripresa e alimentare maggiori risparmi, ma le misure di protezione del reddito si dimostreranno sicuramente utili.

L'incertezza potrebbe risalire nuovamente nella seconda metà dell'anno con le elezioni statunitensi, il sequel della Brexit e un complesso mix di inflazione e tasse più elevate, per assorbire in tempo il trasferimento senza pari di passività dal settore privato al settore pubblico in tempo di crisi, il che potrebbe cambiare il modo di operare delle economie nel prossimo futuro.

Tabella 2: Crescita percentuale reale del Pil (variazione annua)

	2017	2018	2019	2020	2021
World GDP growth	3.3	3.1	2.5	0.5	3.1
United States	2.4	2.9	2.3	0.5	2.7
Latin America	0.9	1.0	0.1	-1.8	1.6
Brazil	1.1	1.3	1.1	-1.5	1.9
United Kingdom	1.8	1.3	1.4	-0.9	1.3
Eurozone members	2.7	1.9	1.2	-1.8	2.1
Germany	2.8	1.5	0.6	-1.8	2.2
France	2.4	1.7	1.3	-1.3	2.2
Italy	1.7	0.7	0.3	-3.5	1.7
Spain	2.9	2.4	2.0	-0.8	2.0
Russia	1.6	2.3	1.3	1.2	1.8
Turkey	7.5	2.8	0.9	2.5	4.0
Asia	5.4	4.9	4.4	2.3	4.7
China	6.9	6.7	6.1	4.0	5.8
Japan	2.2	0.3	0.7	-2.0	2.5
India	7.3	6.2	5.3	3.8	5.8
Middle East	1.2	1.1	0.6	0.1	2.2
Saudi Arabia	-0.7	2.4	0.2	1.2	2.0
Africa	3.1	2.7	1.9	0.4	2.4
South Africa	1.4	0.8	0.3	-0.5	0.7

*Pesi sul Pil a prezzi di mercato 2019

N.B. La revisione si riferisce ai cambiamenti nelle nostre previsioni a partire dall'ultimo trimestre

Anno fiscale per l'India

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

SCENARIO ALTERNATIVO: CRISI PROLUNGATA (E SCENARIO A FORMA DI L)

Non si può escludere una crisi sanitaria di 12-18 mesi con possibili nuovi contagi. Ciò significherebbe chiusura delle frontiere esterne e misure di contenimento interne a intermittenza. In questo caso avremo uno scenario macroeconomico per i prossimi anni a forma di L con conseguente monetizzazione del debito, problemi sistemici sui mercati azionari, obbligazionari e della liquidità, e azioni dirette da parte dei politici che interrom-

perrebbero i ruoli di mercato per gli anni a venire, con difficoltà a riavviare i motori del sistema produttivo.

I rischi al ribasso continuano a incomberre. I forti movimenti al ribasso dei mercati dei beni e delle azioni genererebbero stress di liquidità ed eventi creditizi, portando alla luce debolezze fondamentali dell'economia globale, proprio come nel 2008-2009. Un altro mese di blocco in Francia, ad esempio, vedrebbe una

riduzione della spesa per consumi del -8% su base trimestrale (anziché -3%), una riduzione degli investimenti del -12% sempre su base trimestrale (anziché -6%) e un calo delle esportazioni che potrebbe raddoppiare al -10% trimestrale. In questo caso, la contrazione della crescita del PIL dell'Eurozona nel 2020 potrebbe superare il -4%.

Tabella 3: Elasticità della crescita rispetto alle misure di contenimento

	1 mese di misure		2 mese di misure	
	2020	2021	2020	2021
Pil Reale				
Eurozona	-1.8	2.1	-4.4	2.1
Germania	-1.8	2.2	-5.0	2.2
Francia	-1.3	2.2	-3.1	2.3
Italia	-3.5	1.7	-6.1	1.7
Spagna	-0.8	2.0	-3.8	1.5
Regno Unito	-0.9	1.3	-3.5	1.4
Stati Uniti	0.5	2.7	-1.9	2.6

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

La tabella sopra riportata mostra le variabili dei mercati economici e finanziari in entrambi gli scenari, con il massimo calo e una massima spinta inflazionistica - per il rimbalzo nello scenario centrale, utilizzando modelli per classi di asset. In tempi di incertezza senza precedenti, è difficile fornire alcune indicazioni puntuali nelle stime. L'estrema abbondanza di shock endogeni ed esogeni ci ha spinto ad adottare questo approccio.

Tabella 3: A confronto gli scenari di ripresa a U e di crisi prolungata nel tempo con gli effetti per la crescita e per il mercato dei capitali

Scenario Description			U Shape Scenario			Protracted crisis		
Covid19 assumptions			Peak in May. Exit by September. Containment lasts three months in Europe and US. Border closure lifted by June.			12-18 months sanitary crisis with possible reinfection. Borders stay closed and intermittent domestic confinement prevail.		
Scenario in a nutshell			Technical recession in H1 in most of Europe and Asia. Recovery is U-shaped and inflationary. Unprecedented policy mix to mitigate shock and help protect the web.			L-Shaped recovery with debt monetization, systemic equity/credit/liquidity issues and direct actions by policy makers disrupt market roles for years to come. Hard to restart engines		
year-end figures	Latest Value	Unit	2020			2021		
			U Shape scenario			Protracted crisis	U Shape scenario	Protracted crisis
			1 month confinement	2 months confinement	Lowest point qoq annualized (mostly Q2)			
Macroeconomics								
Real GDP								
Global	2,5	%	0,5	-1,5	-22	-2,5	3,1	1,5
Eurozone	1,2	%	-1,8	-4,4	-26	-7,2	2,1	-1,8
Germany	0,6	%	-1,8	-5,0	-28	-7,7	2,2	-1,7
France	1,3	%	-1,3	-3,1	-23	-6,3	2,2	-1,4
Italy	0,3	%	-3,5	-6,1	-28	-8,7	1,7	-2,1
Spain	2,0	%	-0,8	-3,8	-24	-6,0	2,0	-1,5
UK	1,4	%	-0,9	-3,5	-27	-7,0	1,3	-2,0
USA	2,3	%	0,5	-1,9	-33	-3,0	2,7	-0,1
China	6,1	%	4,0	1,2	-4	-0,2	5,8	3,0
Japan	0,7	%	-2,0	-7,3	-32	-10,2	2,5	-2,1
CEE	3,7	%	0,4	-1,6		-4,0	3,1	1,0
Turkey	0,9	%	2,5	-0,5		-3,3	4,2	1,4
Inflation								
Eurozone	1,2	%	0,3	0,1		-0,6	1,6	0,2
Germany	1,6	%	0,2	0,0		-0,5	1,6	0,4
France	1,6	%	0,4	-0,1		-0,5	1,9	0,3
Italy	0,3	%	0,0	-0,3		-0,9	0,4	-0,2
Spain	0,9	%	0,2	-0,5		-0,8	1,5	0,2
UK	1,8	%	0,6	0,0		-0,5	2,3	0,4
USA	2,5	%	0,3	-2,4		-3,9	3,0	-0,4
CEE	2,8	%	2,6	2,5		3,5	2,0	2,2
Turkey	12,4	%	12,0	12,2		10,0	10,0	10,5
Unemployment Rate								
Eurozone	7,5	%	8,5	9,5		11,0	8,0	11,5
Germany	5,3	%	5,8	6,5		8,0	5,2	7,5
France	8,6	%	9,0	9,5		11,0	8,5	11,5
Italy	10,0	%	11,2	11,8		13,5	10,4	14,0
Spain	13,8	%	16,0	17,5		19,5	14,5	18,0
UK	3,8	%	4,8	5,0		5,8	4,4	6,3
USA	4,0	%	6,5	9,0		10,0	6,3	13,0
CEE	4,3	%	4,7	5,5		7,0	4,4	8,0
Turkey	13,3	%	13,0	15,0		16,0	11,0	15,5
Other Indicators								
Global trade	1,4	%	-4,5	-10,0		-15,0		
Global business insolvencies	9,0	%	14,0	20-25		35-40		

year-end figures	Latest Value	Unit	2020		2021	
			U Shape Scenario	Protracted crisis	U Shape Scenario	Protracted crisis
Eurozone						
Sovereign Rates						
10y yield "risk-free" sovereign (Bunds)	-0,4	%	-0,5	-0,9	-0,3	-0,6
10y Swap Rate	0,1	%	0,0	-0,4	0,3	-0,3
20y Swap Rate	0,3	%	0,3	-0,2	0,7	0,0
10y yield other sovereign (Italy)	1,2	%	1,7	2,7	1,4	1,7
Italy - Germany spread (10y)	161	bps	220	360	170	230
10y yield other sovereign (France)	0,0	%	0,4	1,0	0,1	0,5
France - Germany spread (10y)	39	bps	90	190	40	110
10y yield other sovereign (Spain)	0,6	%	0,6	1,2	0,4	1,0
Spain - Germany spread (10y)	94	bps	110	210	70	160
Corporate Credit Spreads						
Investment grade credit spreads	241	bps	180	230	150	190
High yield credit spreads	765	bps	750	850	600	700
Equities						
MSCI EMU: total return p.a. (Reference point 31.12.2019)	-23	%	-22	-39	10	-10
Expected Recovery from latest traded value		%	2	-20	-14	-45
United States						
Sovereign Rates						
10y yield "risk-free" sovereign (Treasury)	0,8	%	1,0	0,5	1,4	0,9
10y US - 10y Bund Rate Difference	117,7	bps	150	140	170	160
Corporate Credit Spreads						
Investment grade credit spreads	333	bps	230	280	180	220
High yield credit spreads	929	bps	800	900	650	750
Equities						
MSCI USA: total return p.a. in USD (Reference point 31.12.2019)	-17	%	-20	-35	15	-3
Expected Recovery from latest traded value		%	-4	-22	-8	-37
Emerging Markets						
Sovereign Rates						
Hard Currency Yield (USD)	6,7	%	5,5	7,0	5,1	5,7
Hard Currency Spread (USD)	572	bps	450	650	370	480
Equities						
MSCI EM: total return p.a. in USD (Reference point 31.12.2019)	-24	%	-24	-42	20	-8
Expected Recovery from latest traded value		%	-3	-26	-9	-47

Fonti: Allianz Research

PER I MERCATI DEI CAPITALI LA SITUAZIONE PEGGIORERÀ ANCORA PRIMA DI TORNARE A MIGLIORARE

Il terreno perduto da febbraio non sarà completamente recuperato entro la fine dell'anno. Per calmare i mercati, ci dovrebbero essere prove convincenti che l'epidemia si sia stabilizzata in tutte le economie chiave del mondo – al momento della stesura solo Cina, Corea del Sud e Giappone stanno superando questo test. Questa stabilizzazione dovrebbe essere il risultato di drastiche misure di prevenzione, combinate con pacchetti economici e finanziari credibili. I mercati dovrebbero essere vicini al valore equo o anche sottovalutati, in altre parole dovrebbero essere desensibilizzati alle

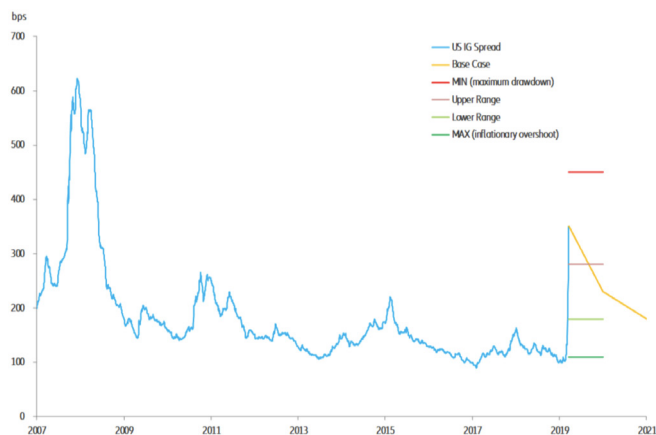
cattive notizie, e gli investitori dovrebbero aver aumentato significativamente la quota di liquidità che detengono nei loro portafogli.

Riconoscendo che i mercati azionari hanno subito una delle maggiori correzioni mai registrate nel corso della storia, è complicato imporre una traiettoria di recupero basata sui fondamentali. Tuttavia, a questo punto, e coerentemente con il nostro approccio alla valutazione, prevediamo che i mercati azionari statunitensi registreranno una performance annuale del -20% nel 2020 e inizieranno gradualmente a ripristinare i livelli prece-

denti (sebbene senza raggiungerli) entro il 2021. Analogamente, prevediamo che i mercati azionari europei seguiranno lo stesso identico percorso ma con una performance del -22% nel 2020.

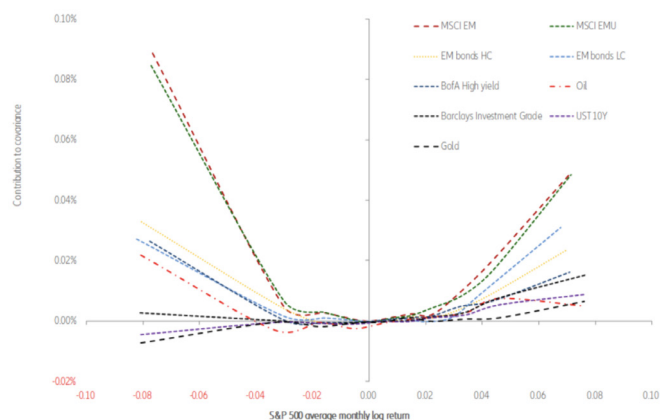
Con i rendimenti azionari che probabilmente rimarranno all'estremo della coda sinistra della loro distribuzione, il picco nella correlazione tra classi di attività dovrebbe continuare. Tutte le classi di attività registreranno quindi rendimenti fortemente negativi, indipendentemente dalla loro valutazione relativa.

Figura 3: Outlook dei mercati azionari statunitensi



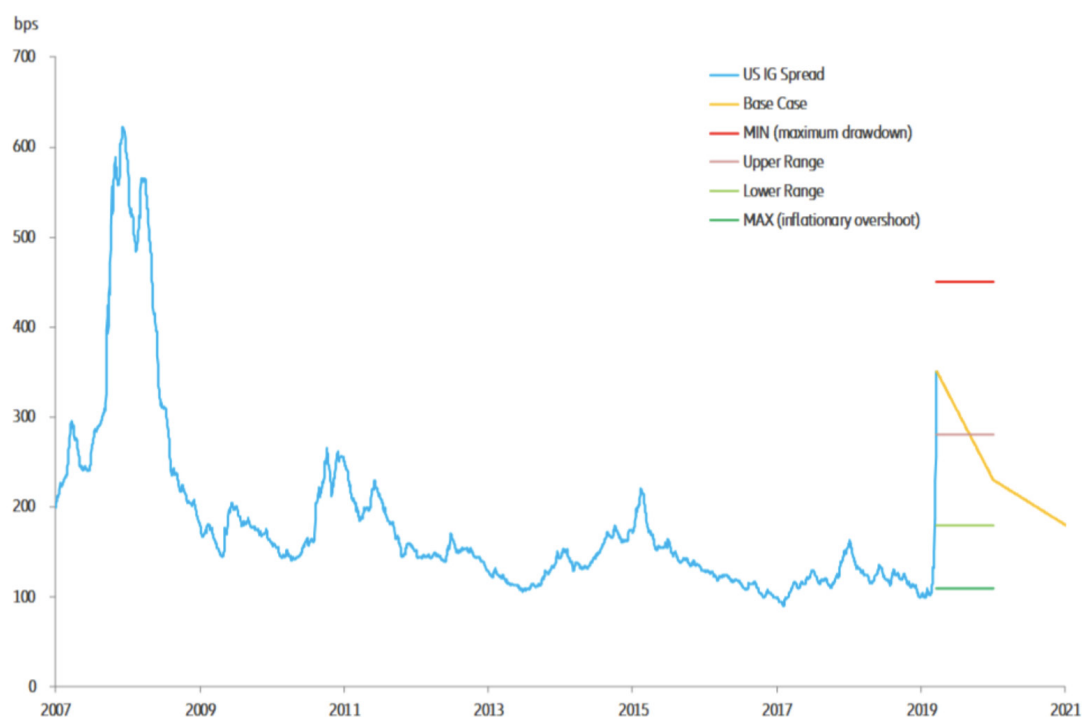
Fonti: Allianz Research

Figura 4: Correlazioni delle classi di attività



Fonti: relazioni ufficiali, Allianz Research

Figura 5: Spread tra classi di investimento statunitensi



Fonti: Allianz Research

I mercati sovrani globali a lungo termine si sono mossi in modo irregolare dall'inizio dell'epidemia di COVID-19. Il mix di cattive e buone notizie sia dal punto di vista pandemico che fiscale e monetario ha portato i mercati a cercare costantemente un ancoraggio ai valori fondamentali a lungo termine. A questo punto, prevediamo che i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine statunitensi chiuderanno il 2020 all'1,0% circa (intervallo 0,5%-1,5%), tenendo presente che vi è una probabilità non trascurabile che gli UST (Titoli del Tesoro Statunitensi) rimangano all'interno dello 0-0,5% (0% è il punto più basso) per un lungo periodo del 2020. Allo stesso modo, c'è anche la possibilità che i rendimenti subiscano un forte aumento che porta i rendimenti UST a 10 anni a un intervallo dell'1,5%-2,0% per un breve periodo di tempo. Oltre il 2020, prevediamo che i rendimenti statunitensi a lungo termine convergeranno ai livelli di fair value pre-COVID-19 (1,4%) entro la fine del 2021. Allo stesso modo, si prevede che i rendimenti dei Bund a 10 anni rimarranno scambiati intorno al -0,5% (-0,3% / -0,7%) con la possibilità di un tick interno al ribasso nell'intervallo -0,9% / -1,1%, e uno shock inflazionistico al rialzo nell'intervallo -0,1% / 0,1%. Ri-

specchiando gli Stati Uniti, prevediamo che i rendimenti tedeschi a lungo termine convergeranno verso -0,3% nel 2021.

Il credito aziendale globale è stato una delle classi di attività più colpite durante questo recente periodo di estrema volatilità. Inoltre, nonostante non ci sia stata una differenziazione accentuata in base all'emittente all'inizio dell'epidemia, alcuni settori sono stati sottoposti a un livello crescente di pressione con l'avanzare di COVID-19. Viaggi e tempo libero, trasporto aereo e oil & gas (sebbene non correlati direttamente a COVID-19) sono stati i settori specifici che hanno registrato la maggiore divaricazione sia nell'ambito dell'investimento che nell'universo ad alto rendimento. Basandoci su questo, ci aspettiamo che gli spread del credito societario seguano una traiettoria simile a quella descritta per i rendimenti sovrani, con l'avvertenza che alcune società nei settori sopra citati potrebbero diventare vittime indesiderate dall'effetto COVID-19. Dal punto di vista dello scenario, prevediamo che gli spread delle società investment grade subiranno un lieve ampliamento strutturale, portandosi a livelli di spread di fine anno superiori rispetto all'inizio dell'anno (230 punti base per gli

Stati Uniti e 180 punti base per il debito societario denominato in euro). Tuttavia, come nel caso dei titoli sovrani, si deve riconoscere che sia gli spread investment grade che quelli ad alto rendimento possono rivisitare i livelli del 2008 in una prospettiva intra-anno mentre, pur avendo compresso notevolmente i valori di inizio anno, potrebbero beneficiare in misura sensibile di notizie positive provenienti dal mercato. Seguendo questa logica, prevediamo che lo spazio creditizio ad alto rendimento sperimenterà una traiettoria simile a quella del credito corporate denominato investment grade, con la notevole differenza che si prevede che il lieve ampliamento strutturale sarà più pronunciato poiché alcune società dovrebbero rimanere sotto pressione per un periodo di tempo prolungato. Guardando al 2021, prevediamo che gli spread del credito societario inizieranno lentamente ma costantemente a riaggiustarsi ai minimi storici precedenti (150 punti base per il credito in euro e 180 punti base per il credito USA).

PER LE AZIENDE CI SI ASPETTA UN'ONDA RITARDATA DI FALLIMENTI NONOSTANTE LE MISURE DI POLITICA ECONOMICA

Quasi nessun settore sarà risparmiato dai vari impatti di COVID-19. La prima fase della crisi (shock di offerta) ha già colpito in modo massiccio tutti i settori cinesi, iniziando da quelli B2C ma espandendosi rapidamente a quelli B2B, e quindi a tutti i settori globali con interconnessioni con la Cina come mercato chiave (shock della domanda) o come fornitore chiave (shock della catena di approvvigionamento). Questi includono, in particolare, i trasporti, l'industria automobilistica, l'energia, il metallo, l'elettronica, i computer e la vendita al dettaglio non alimentare. La seconda fase della crisi ha colpito i settori con le società più fragili, in termini finanziari, a causa della loro esposizione ai rischi di liquidità, in particolare in relazione alla leva finanziaria o al livello di redditività già debole. Questo secondo shock ha indebolito il settore energetico, in particolare nel Nord America, e le mac-

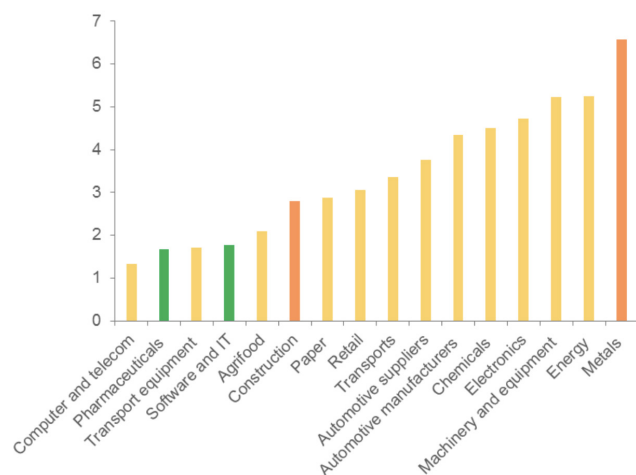
chine. L'attuale fase della crisi sta aumentando il rischio di insolvenza in tutti i settori più esposti al ciclo economico globale. Energia, metalli, macchinari e automobili sono in cima alla lista. I settori meno esposti e più resilienti sarebbero le telecomunicazioni, i prodotti farmaceutici e i servizi IT.

Nell'area dell'euro, stimiamo che siano a rischio 13.000 PMI zombie (il 7% del totale), che rappresentano oltre 500 miliardi di euro di fatturato (o il 4% del PIL dell'Eurozona). Le imprese a rischio sono concentrate principalmente in tre settori: edilizia, agroalimentare e servizi. La concentrazione nei primi cinque settori è massima in Francia (67%) e nei Paesi Bassi (67%), seguita da Belgio (64%), Spagna (63%), Germania (57%) e Italia (56%).

È probabile che le insolvenze globali aumentino del +14% nel 2020, ma i gran-

di fallimenti potrebbero essere evitati dall'interventismo statale – almeno per ora. Considerando la sensibilità storica ai cicli economici e gli interventi dei governi a supporto delle imprese (differimenti fiscali, prestiti statali e garanzie), questo sarebbe il quarto anno consecutivo di bancarotte in aumento. Gli Stati sembrano determinati a evitare grandi insolvenze. Nondimeno dubitiamo della ritardata ondata di insolvenza nel secondo semestre del 2020, una volta che l'economia uscirà da una pausa temporanea. Per gli Stati Uniti, l'incremento sarebbe del +7%, in Europa +16% e in Cina +15%. Si noti che, senza stimoli fiscali, avremmo visto ulteriori 4-6 punti percentuali di incremento nei fallimenti.

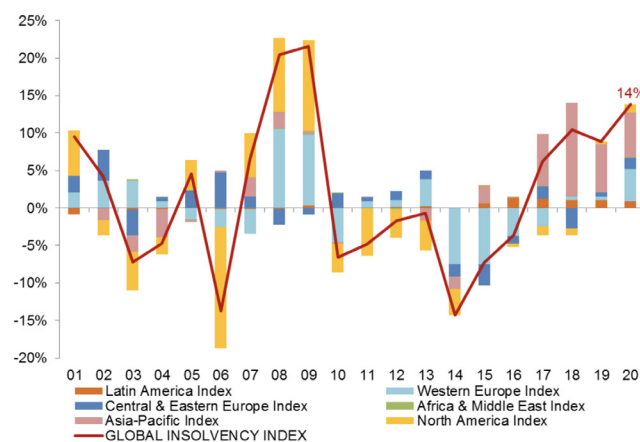
Figura 6: Vulnerabilità globale del settore al ciclo economico * e stime del rischio settoriale alla fine del 2019



(* basato sul coefficiente di regressione del fatturato globale e del PIL nel lungo periodo)

Fonte: Oxford Economics, Euler Hermes, Allianz Research

Figura 7: Indici di insolvenza globali e regionali (variazioni annue in%)



Fonte: statistiche nazionali, Euler Hermes, Allianz Research

CANARINI

NELLA MINIERA DI CARBONE

Oltre ai due scenari che abbiamo modellato, una check-list su “cosa potrebbe andare storto” è diventata un must:

- 1. Un'ondata di attribuzione di un nuovo rating alle obbligazioni societarie.** Potrebbe verificarsi un importante evento creditizio che innesca un vasto movimento di riclassificazione, in particolare per le società con rating BBB, il cui peso nel mercato del credito è aumentato significativamente negli ultimi anni. Gli emittenti borderline (BBB-) rappresentano l'11% dell'indice globale per le obbligazioni societarie, il che corrisponde a un volume di 1,3 trilioni di dollari. Se questo dovesse spostarsi a causa dei declassamenti, ciò significherebbe enormi movimenti in un segmento di mercato con liquidità già fragile.
- 2. Rischio di crisi di liquidità.** Quanto più a lungo dura lo shock COVID-19, tanto più l'attuale stress di liquidità potrebbe trasformarsi in una vera e propria crisi del debito che travolge le società e i debitori delle famiglie, i loro finanziatori privati e le autorità pubbliche – tesorerie o Banche Centrali – che alla fine sostengono questi ultimi. Numerosi indicatori di mercato mostra-

no che gli investitori si preoccupano di questo rischio: gli spread societari si sono allargati e così pure lo spread Libor (London interbank offered rate) – OIS (Overnight indexed swap); i tassi dei CDS (Credit Default Swap) sono aumentati e quindi i rendimenti sulla carta commerciale; le azioni bancarie sono state tra le peggiori e quindi anche le azioni dei gestori patrimoniali. Vi sono segnali crescenti che l'offerta di liquidità nei mercati finanziari è gravemente compromessa (capacità di convertire rapidamente attività in liquidità a basso costo). Ciò è particolarmente vero per il mercato obbligazionario, dove l'offerta è fornita principalmente da intermediari finanziari (market maker). Le crisi di liquidità di solito compaiono per la prima volta in segmenti di mercato periferici, ad esempio nei titoli di stato di piccoli Paesi dell'euro. La volatilità dello spread è aumentata. In questo momento gli investitori sembrano reintegrare le posizioni fisiche, ma devono far fronte a scarse riserve di liquidità. Ciò evidenzia il rischio di divaricazione della liquidità, con segmenti liquidi che diventano più liquidi e segmenti illiquidi sempre più illiquidi. Per l'area dell'euro, ciò potrebbe avere

effetti altrettanto disgregativi rispetto agli aumenti degli spread dovuti al rischio fiscale, poiché per i titoli di Stato più piccoli implica il rischio di perdere l'accesso al mercato. La debolezza di attori specifici, specialmente nello spazio della gestione patrimoniale, dovrebbe essere monitorata.

- 3. Difficoltà a riavviare il mondo e alto rischio di errori politici.** Un invariante della risposta a questa crisi è la sostituzione di attori privati da parte di istituzioni credibili; anche se temporaneamente, gli Stati e le Banche Centrali sono pronti a fare tutto il necessario, anche attraversando le barriere di intervento della loro politica. Di conseguenza, il riavvio dei motori di una grande parte del PIL richiederà movimenti precisi, collaborativi e trasparenti per consentire la scoperta dei prezzi sui mercati e sulle catene di approvvigionamento. La fiducia sarà fondamentale per riaprire le frontiere e gli scambi e uscire da azioni politiche straordinarie.

CONSEGUENZE A LUNGO TERMINE: L'EREDITÀ DI UNA CRISI

Questa crisi sanitaria, finanziaria ed economica (HFE) non lascerà il mondo illeso a medio termine, proprio come la trascorsa crisi finanziaria globale (GFC). Ecco cinque idee da esplorare per comprendere i possibili cambiamenti strutturali, dopo che il mondo sarà rimasto in pausa per diversi mesi:

- **Gli investimenti nel sistema sanitario potrebbero tornare sotto i riflettori dopo anni di livelli di spesa insufficienti, aiutando a radicare anni di vane invocazioni e un'azione ridotta dal lato del "capitalismo inclusivo".** I beni pubblici globali, compresa la salute, dovranno essere individuati. Non dimentichiamo che il budget dell'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) era di 4 miliardi di dollari prima dell'epidemia di COVID-19.
- **In secondo luogo, il soft power della Cina potrebbe uscire rafforzato dall'epidemia di COVID-19 e dalla sua generosità verso altri Paesi.** Controllando le epidemie, riavviando progressivamente la sua economia e ora inviando aiuto e competenze in Europa e negli Stati Uniti, l'influenza della Cina sarà cresciuta.
- **Terzo, sarà un altro duro colpo alla globalizzazione.** Gli Stati Uniti hanno già annunciato l'intenzione di ridurre la dipendenza dai farmaci generici cinesi, mentre si sono moltiplicati gli appelli per ristabilire i confini e controllare meglio il flusso di merci e persone. Le aziende potrebbero essere tentate, dopo essere state colte di sorpresa dalla crescente guerra commerciale del Presidente Trump e da un virus mortale in meno di due anni, di accorciare le loro catene di approvvigionamento.
- **In quarto luogo, potrebbe cambiare il modo in cui combattiamo altri shock esponenziali, probabilistici e collettivi come i cambiamenti climatici.** L'urgenza dell'azione è commisurata, non le risorse.
- **Infine, i successivi crolli del mercato azionario potrebbero influenzare il futuro degli investimenti dopo la crisi: sarà visibile il passaggio a strategie più difensive?** Oltre a cambiare il modo in cui facciamo acquisti, come lavoriamo e come viaggiamo negli anni a venire, l'epidemia COVID-19 cambierà sicuramente il modo in cui risparmiamo. Se i rendimenti nell'ambito di gestione del risparmio sono visibili, la fiducia dovrà essere ripristinata come nel settore bancario all'indomani della crisi del 2008-2009. Allo stesso modo, i cambiamenti di regime potrebbero applicarsi a una serie di classi di attività e potrebbero emergere sviluppi di nuovi prodotti.

IL NOSTRO 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.utermoehl@allianz.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



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



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



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

Sector Research



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



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



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

PUBBLICAZIONI RECENTI

10/03/2020	Covid-19: After a lost quarter, 75% of the Chinese economy is back
09/03/2020	Low for longer oil prices: Who is at risk?
05/03/2020	Quarantined trade: Covid-19 to cost USD320bn of trade losses every quarter
04/03/2020	U.S. primary elections: Super Tuesday, and the winner is... public debt in America
03/03/2020	Federal Reserve: Tylenol monetary policy
27/02/2020	U.S.: Housing to remain strong, confirming an internal/external divide
20/02/2020	Agrifood: New risks looming ahead
20/02/2020	In or out? Measuring the Euro break-up risk
19/02/2020	Turkey: Another rate cut raises the risk of a sharp exchange rate correction in 2020
14/02/2020	Is Germany a "stranded" economy?
13/02/2020	EU-Vietnam FTA: EUR3.7bn of additional trade per year
10/02/2020	Global insolvencies: Record high failures of major companies
07/02/2020	Coronavirus outbreak: USD26bn weekly in trade spillovers
07/02/2020	Don't judge the inflation book by its cover
03/02/2020	Hong Kong: The recession is likely to deepen in Q1 2020
31/01/2020	Coronavirus outbreak in China: Risks of supply chain disruption increase with time
31/01/2020	Italy: A strong setback at the end of the year
31/01/2020	France: The cost of division on economic growth
29/01/2020	Getting high on low interest rates – How falling interest rates have driven savings higher
29/01/2020	German SMEs will face higher credit risk in 2020

Scopri tutte le pubblicazioni sui siti: [Allianz Research](#) e [Euler Hermes Economic Research](#)

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist

Allianz and Euler Hermes

Phone +33 1 84 11 35 64

Allianz Research

https://www.allianz.com/en/economic_research

Königinstraße 28 | 80802 Munich |
Germany

allianz.research@allianz.com



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-Défense
Cedex | France

research@eulerhermes.com



euler-hermes



@eulerhermes

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) di cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) dell'andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) della frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) dei livelli e delle tendenze di mortalità e morbilità, (v) dei livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) dell'entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) dei livelli dei tassi di interesse, (viii) dei tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) delle modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) dell'impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) dei 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 OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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