

Le evidenze circa la diffusione del Coronavirus anche al di fuori della Cina e l'elevata incertezza sui possibili risvolti economico-finanziari a livello globale hanno bruscamente innalzato la preoccupazione degli operatori finanziari nei confronti di un fenomeno inizialmente sottovalutato come temporaneo e largamente isolato all'area asiatica. Rimane grande incertezza sullo scenario economico, ma si continua a prevedere un recupero dopo una fase di calo più o meno prolungato della crescita. Le autorità monetarie e fiscali hanno confermato l'adozione di ogni misura necessaria e la Federal Reserve ha già tagliato i tassi di 50 punti base in via straordinaria.

LA REAZIONE DEI MERCATI

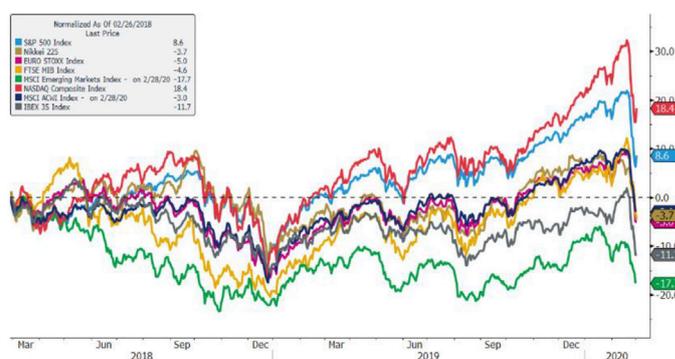
La reazione dei mercati agli avvenimenti recenti è stata quella tipica di una fase di forte avversione al rischio e di corsa ai beni rifugio, con aumento di volatilità e correzione delle classi di attivo rischiose, ma a stupire è stata la velocità dei movimenti osservati: nell'arco di poche sedute, tutti i listini azionari hanno registrato perdite superiori al 10%, in quella che è stata definita la peggior settimana per l'azionario dopo la crisi del 2008; gli spread creditizi si sono allargati notevolmente, specie per i titoli societari ad elevato rendimento, come pure è salito il differenziale tra i rendimenti governativi europei periferici e quelli tedeschi. I rendimenti obbligazionari dei Paesi "core" sono invece precipitati, in particolare quello del Treasury decennale statunitense, che ha registrato nuovi minimi storici.

Il prezzo del petrolio e delle altre materie prime legate al ciclo economico è sceso, in controtendenza a quello dell'oro, favorito dal consueto status di bene rifugio. Grazie anche alle manovre di supporto straordinario annunciate dalle autorità monetarie e fiscali del G7 e al taglio straordinario dei tassi Fed, in avvio di settimana stiamo osservando un tentativo di recupero, ma rimaniamo in un contesto altamente volatile.

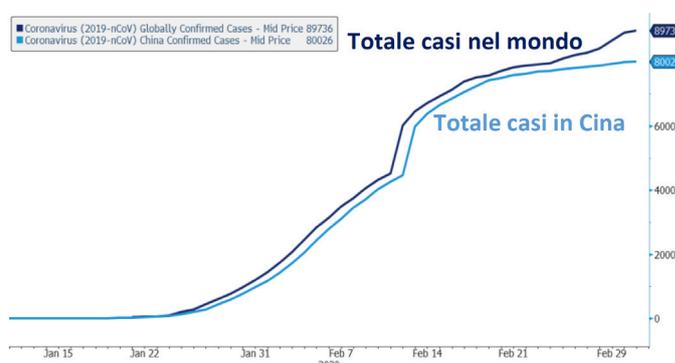
IL PUNTO SULLA DIFFUSIONE E LA GRAVITÀ DEL VIRUS

Ad oggi, i dati pubblicamente disponibili suggeriscono che in Cina il picco dei contagi potrebbe già essere stato raggiunto: il numero totale di casi si sta stabilizzando, mentre quello di casi "attivi" sta scendendo stabilmente, in quanto il numero di persone che guariscono supera quello di nuovi contagiati ormai da diversi giorni. Tuttavia, il totale dei casi a livello globale continua a salire, a causa dell'accelerazione nei contagi al di fuori della Cina che si sta osservando da circa un paio di settimane a questa parte. Una quota crescente di Paesi risulta coinvolta e l'Italia, come noto, è uno dei principali focolai esterni alla Cina, insieme a Corea del Sud

PRINCIPALI INDICI AZIONARI (ULTIMI DUE ANNI)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.

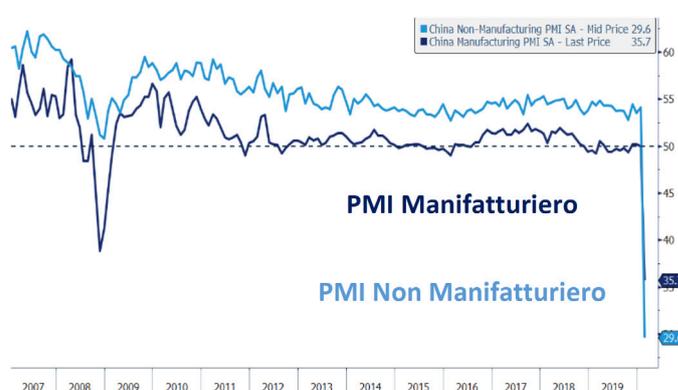
e Iran. È importante tenere presente, comunque, che il tasso di mortalità di questo virus non appare, in base agli attuali studi, particolarmente elevato, specialmente per le fasce di popolazione più giovani e in assenza di altre patologie pregresse, oltre ad essere notevolmente inferiore rispetto a quello di altri virus, come la SARS. Ciò che preoccupa maggiormente gli operatori di mercato non è, dunque, il costo umano del virus, per quanto ovviamente preoccupante, ma l'effetto negativo sull'economia delle misure messe in atto per contenerlo.

IMPATTO ECONOMICO: RALLENTAMENTO NEL BREVE TERMINE, RIMBALZO ATTESO NEL MEDIO-LUNGO PERIODO

L'economia mondiale aveva già registrato una decelerazione lo scorso anno, ma stava dando da qualche mese segnali di graduale ripresa, anche nel comparto manifatturiero e sul fronte occupazionale. Gli avvenimenti recenti, tuttavia, stanno avendo evidenti ripercussioni economiche che, oltre ad essere molteplici e complesse, riguardano sia il lato dell'offerta che quello della domanda. Tutto ciò rende estremamente difficile un'accurata quantificazione, per la quale sarà necessario attendere la pubblicazione dei dati economici oggettivi, ma nel breve termine l'impatto potrebbe essere pesante, come suggeriscono anche gli indicatori di *sentiment* delle imprese cinesi pubblicati nei giorni scorsi, scesi sui minimi storici. Nel primo trimestre la crescita in Cina potrebbe limitarsi ad un 1-2% a/a circa, rispetto al 5-6% circa atteso prima dello scoppio dell'epidemia, e anche nel resto del mondo l'effetto sarà certamente rilevante. Cerchiamo di analizzarne meglio le ragioni:

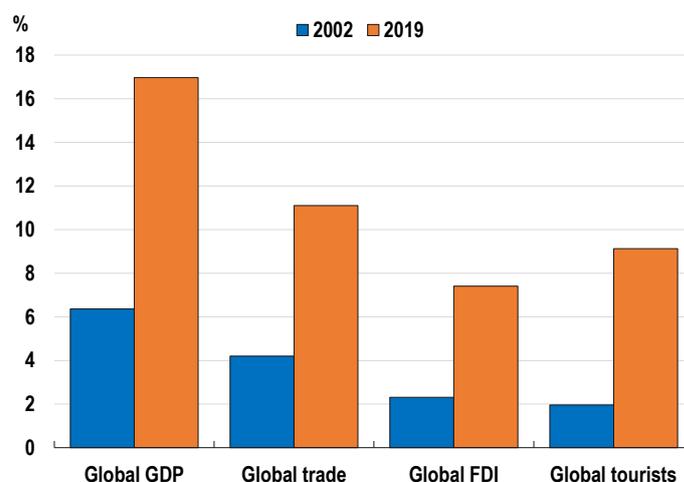
- Innanzitutto, il primo Paese ad essere duramente colpito è stata per l'appunto la Cina, il cui peso sull'economia mondiale e le cui interconnessioni con le altre economie sono aumentati notevolmente negli ultimi anni, ad esempio rispetto al 2003, quando si verificò la SARS. Le drastiche misure di quarantena adottate dalle autorità cinesi hanno portato ad un notevole calo delle attività economiche e si tradurranno in una crescita inferiore in Cina e quindi anche a livello globale.
- Inoltre, un rallentamento in Cina incide notevolmente anche sugli altri Paesi, in quanto essa è oggi uno dei primi partner commerciali mondiali, riveste un ruolo fondamentale nelle catene produttive internazionali ed è uno dei principali mercati di sbocco anche per i beni

INDICI PMI CINESI MINIMI STORICI A FEBBRAIO



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.

Share of China in world



Note: LHS: Estimates for global tourists are based on 2017 instead of 2019; estimates for global FDI are based on 2005/2018 instead of 2002/2019. Share of global GDP and trade in constant US dollars. Share of global FDI in current US dollars. Source: OECD Economic Outlook database; OECD Global FDI in figures (2019); World Bank Group (2019), Commodity Markets Outlook, October; and OECD calculations.

Osservatorio Mercati

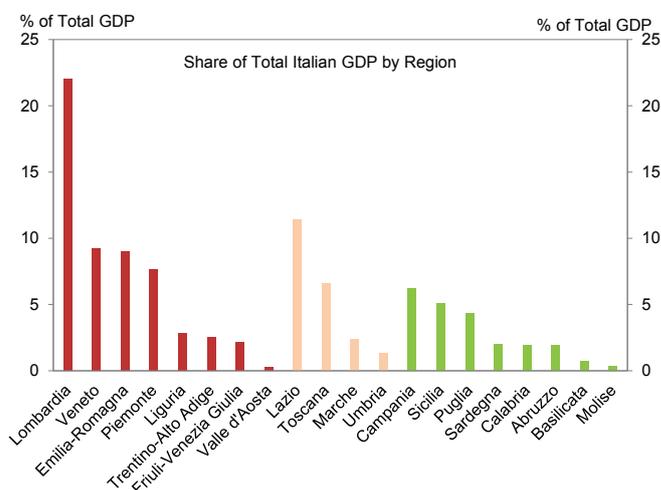
3 MARZO 2020

di consumo, basti pensare alla quota di beni di lusso acquistata dai consumatori cinesi o al fatto che i cinesi sono in assoluto al primo posto per spesa in turismo internazionale.

- Non solo, ma vista la diffusione (già effettiva o potenziale) del virus anche al di fuori della Cina, **varie misure di contenimento sono state adottate in tutti i principali Paesi**, limitando lo scambio di merci, la circolazione di persone e le attività economiche in generale. In Italia le regioni principalmente interessate sono, peraltro, quelle economicamente più rilevanti, Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna.
- Infine, **oltre agli effetti diretti** appena descritti, non bisogna dimenticare **quelli indiretti, dovuti al calo della fiducia** dei principali operatori economici, famiglie e imprese in *primis*.

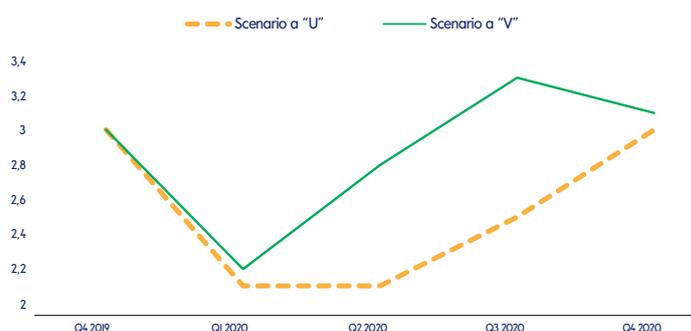
Come detto, le ripercussioni economiche saranno certamente importanti, almeno nel breve termine, sia in Cina che nel resto del mondo, ma la domanda più importante riguarda ciò che accadrà in seguito, ossia quale sarà l'andamento della crescita nei trimestri successivi. Da questo punto di vista, i possibili scenari sono essenzialmente due:

- Nel caso più ottimistico, la crescita assumerà una **conformazione a "V"**: un calo marcato nel primo trimestre seguito da un recupero piuttosto repentino, con impatto limitato sul tasso di crescita medio dell'intero 2020.
- Man mano che la diffusione del virus e le connesse misure di misure di contenimento si protraggono nel tempo, diventa più probabile, invece, uno **scenario a forma di "U"**, nel quale è necessario attendere più a lungo prima di osservare un rimbalzo.



Fonte: GS research

STIME DI CRESCITA GLOBALE: POSSIBILI SCENARI



Fonte: Rielaborazione Banca Mediolanum su dati Bloomberg, OCSE, GS Research

La grande incertezza che caratterizza, al momento, sia l'entità che la durata del rallentamento economico si percepisce anche dalla frequenza con cui gli economisti stanno rivedendo le stime di crescita e dall'ampiezza del range in cui tali stime si collocano. Per citare due delle fonti più autorevoli, la settimana scorsa il FMI è stato abbastanza cauto nell'abbassare le stime di crescita per il 2020, portandole da 6% a 5,6% in Cina e da 3,3% a 3,2% a livello globale, mentre l'OCSE, che ha appena pubblicato le nuove stime, sembra sposare maggiormente lo scenario di recupero ad "U", prevedendo quindi un calo più marcato della crescita media nel 2020, pari al 4,9% in Cina e al 2,4% a livello mondiale. Ciononostante, è importante sottolineare come anche l'OCSE si attenda successivamente un rimbalzo, per quanto più ritardato, tanto è vero che la stima di crescita per il 2021 è stata addirittura alzata, dal 3% al 3,3%.

STIME DI CRESCITA OCSE, MARZO 2020 CRESCITA PIL REALE, % A/A

| | 2019 | 2020 | 2021 | | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------------|------|------|------|--------------------------|------|------|------|
| World | 2.9 | 2.4 | 3.3 | G20 | 3.1 | 2.7 | 3.5 |
| Australia | 1.7 | 1.8 | 2.6 | Argentina | -2.7 | -2.0 | 0.7 |
| Canada | 1.6 | 1.3 | 1.9 | Brazil | 1.1 | 1.7 | 1.8 |
| Euro area | 1.2 | 0.8 | 1.2 | China | 6.1 | 4.9 | 6.4 |
| Germany | 0.6 | 0.3 | 0.9 | India¹ | 4.9 | 5.1 | 5.6 |
| France | 1.3 | 0.9 | 1.4 | Indonesia | 5.0 | 4.8 | 5.1 |
| Italy | 0.2 | 0.0 | 0.5 | Mexico | -0.1 | 0.7 | 1.4 |
| Japan | 0.7 | 0.2 | 0.7 | Russia | 1.0 | 1.2 | 1.3 |
| Korea | 2.0 | 2.0 | 2.3 | Saudi Arabia | 0.0 | 1.4 | 1.9 |
| United Kingdom | 1.4 | 0.8 | 0.8 | South Africa | 0.3 | 0.6 | 1.0 |
| United States | 2.3 | 1.9 | 2.1 | Turkey | 0.9 | 2.7 | 3.3 |

▾ downward by 0.3 pp and more
 ▾ downward by less than 0.3 pp
 ▬ no change
 ▴ upward by less than 0.3 pp
 ▴ upward by 0.3 pp and more

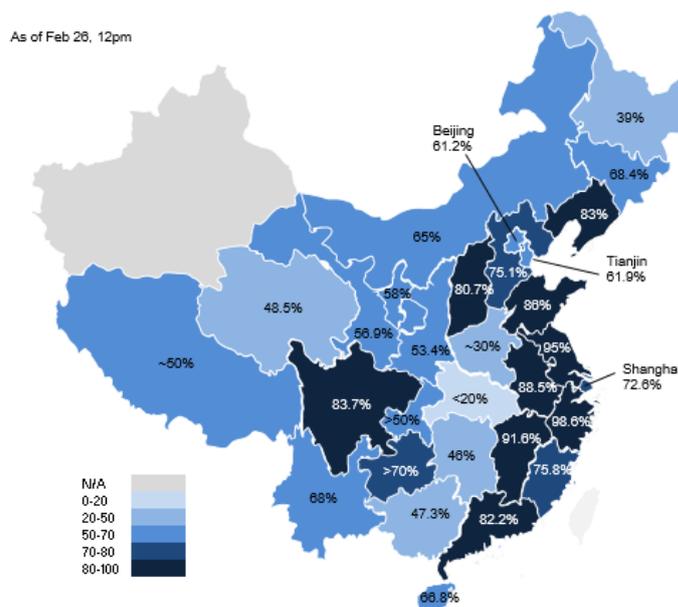
Note: Le frecce indicano la revisione rispetto alle stime Novembre 2019. Fonte: OCSE, Interim Economic Outlook Marzo 2020.

SEGNALI DI RIPRESA IN CINA E MISURE DI SUPPORTO MONETARIO E FISCALE

Nel frattempo, comunque, alcuni segnali positivi stanno giungendo dalla Cina per quanto riguarda la graduale ripresa delle attività economiche. Si stima che nella settimana tra il 24 e il 28 febbraio l'economia ha operato al 60-70% del suo livello normale, rispetto al 50-60% di una settimana prima. In alcune province una quota molto elevata di imprese industriali ha riavviato la produzione e anche alcune aziende del settore dei servizi hanno iniziato a tornare al lavoro. Il focus del Governo è chiaramente passato dal contenimento del virus alla ripresa delle attività e ciò sta dando un forte impulso. Le autorità hanno già tagliato i tassi d'interesse ufficiali, sono stati concessi finanziamenti agevolati alle banche e predisposti interventi fiscali.

Inoltre, si discute moltissimo delle misure di stimolo, sia monetario che fiscale, che le autorità e i Governi di tutto il mondo potrebbero attuare per far fronte all'emergenza.

TASSO DI RIPRESA DELLE ATTIVITÀ INDUSTRIALI IN CINA, PER REGIONE



Fonte: GS research

Osservatorio Mercati

3 MARZO 2020

Proprio oggi, 3 marzo, si è tenuta una **conference call** tra i **Ministri delle Finanze** e le **Banche Centrali dei Paesi del G7**, in cui è stato riaffermato l'impegno ad utilizzare tutti i mezzi necessari a mitigare i danni economici legati alla diffusione del virus e ad assicurare un proseguimento della crescita. A distanza di un paio d'ore è stata comunicata la **decisione della Federal Reserve di tagliare i tassi di 50 punti base**, una mossa straordinaria dettata dalle condizioni di emergenza, per quanto sia stato ribadito che i fondamentali dell'economia statunitense rimangano solidi.

Tutte le **principali Banche Centrali** si erano già espresse nei giorni scorsi, assicurando il mantenimento di un'ampia liquidità e l'adozione di ogni misura idonea a fronteggiare la situazione. Anche se l'efficacia di ulteriori stimoli monetari viene spesso messa in discussione, specie in caso di shock sul lato dell'offerta (come in parte è quello in questione), tali misure sono comunque importanti e necessarie al fine di evitare che un restringimento delle condizioni finanziarie possa ulteriormente esacerbare lo scenario.

Potenzialmente ancora più importante, tuttavia, potrebbe essere il ruolo giocato dalle **manovre fiscali** che i Governi decideranno di mettere in campo per sostenere le rispettive economie, anche perché gli interventi fiscali possono essere attuati in maniera più mirata nei settori economici più colpiti. Tante sono le manovre già ipotizzate, non solo in Asia, ma anche negli Stati Uniti, dove si vocifera già di nuovi tagli delle tasse, e in Europa: in Italia il Governo ha annunciato un pacchetto di stimolo fiscale e la Commissione Europea sembra propensa a concedere una deroga sul deficit vista la straordinarietà delle circostanze; in Germania un segnale molto forte potrebbe essere la sospensione della regola che impone bilanci pubblici in pareggio per le regioni, di cui si è parlato in questi giorni.

Gli sviluppi da questo punto di vista saranno estremamente importanti da monitorare, in quanto l'**attuazione coordinata di politiche monetarie, fiscali e strutturali** potrebbe infatti portare grandi benefici alla crescita mondiale sia nel breve che nel medio-lungo termine⁽¹⁾.

CONCLUSIONI

Vista l'elevata incertezza della situazione attuale, è necessario mettere in conto una fase di mercato ancora volatile, almeno fino a quando non ci saranno maggiori evidenze sul contenimento del virus e non ci sarà maggior chiarezza sull'entità e la durata dell'impatto economico. Importanti, a tal proposito saranno i prossimi dati pubblicati in Cina e nel resto del mondo e le prossime mosse delle autorità fiscali e monetarie, oltre a quelle già attuate. Rimaniamo comunque dell'idea, supportata anche dalle ultime stime dell'OCSE descritte sopra, che nel medio periodo assisteremo ad un rimbalzo dell'attività economica, grazie alle misure di supporto che saranno adottate dalle autorità e alla capacità del sistema economico stesso di auto-bilanciarsi.

(1) L'OCSE stima che un'azione coordinata e simultanea nelle economie del G20 potrebbe innalzare la crescita mediana dello 0,75% nel primo anno, dell'1,25% nel secondo e dell'1% nel lungo termine.