

Allianz Research | 18 Luglio 2025

La BCE prende fiato, il bilancio della Francia non è all'altezza e la resilienza della Cina

Ludovic Subran
Capo economista
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Economista senior USA-Regno Unito-
Francia
maxime.darmet@allianz-trade.com

Guillaume Dejean
Consulente Senior di Settore
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist ed
Economista dell'Eurozona
bjoern.griesbach@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior per l'Asia-Pacifico
francoise.huang@allianz-trade.com

Lisa Chevrier
Assistente di ricerca
lisa.chevrier1@allianz-trade.com

In sintesi

La BCE prende fiato, ma probabilmente ci saranno altri tagli La BCE dovrebbe fare una pausa nella riunione del 24 luglio, mantenendo il tasso sui depositi stabile al 2,0% dopo quasi 200 punti base di tagli cumulativi. Tuttavia, prevediamo altri due tagli a settembre e ottobre prima della conclusione del ciclo, trainati dall'inflazione che è scesa al di sotto dell'obiettivo all'1,6% e dal perdurare di un debole slancio economico a causa dell'incertezza legata ai dazi, di un euro forte e di un indebolimento della domanda statunitense. I rischi sono asimmetrici: un'ulteriore escalation dei dazi statunitensi potrebbe spingere la BCE a tagliare i tassi al di sotto dell'1,5%, mentre un'economia dell'Eurozona più resiliente, che assorbe la nostra ipotesi di base sui dazi del 12% e lo shock di incertezza meglio del previsto, potrebbe giustificare una pausa prolungata. Oltre alla forza dell'euro, l'aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine sta diventando una preoccupazione crescente per i responsabili politici. Ciò potrebbe innescare un dibattito sul rallentamento del ritmo del quantitative tightening (QT). L'arresto del QT potrebbe ridurre i rendimenti a lungo termine di circa 20 pb, rafforzando la tesi di una ricalibrazione, soprattutto perché le condizioni finanziarie più rigide rappresentano un ulteriore rischio per una ripresa già fragile.

Il bilancio della Francia è insufficiente Il primo ministro Bayrou ha presentato un ambizioso pacchetto fiscale di 44 miliardi di euro – quasi la metà sotto forma di aumenti delle tasse – per ridurre il disavanzo pubblico dal -5,8% del PIL nel 2024 al -4,6% del PIL nel 2026. Se attuato, ridurrebbe di -0,6 punti percentuali la crescita del PIL nel 2026. Senza il consolidamento fiscale, la Francia avrebbe bisogno di crescere del +2,3% per stabilizzare il rapporto debito/PIL, il che rimane improbabile. Ma il pacchetto fiscale non è all'altezza in due modi: in primo luogo, si basa su ipotesi ottimistiche sul risparmio sanitario e sulla riscossione delle tasse. In secondo luogo, non esiste una strategia chiara e coerente di tagli strutturali alla spesa per raggiungere l'obiettivo di disavanzo del -2,8% del PIL entro il 2029. In definitiva, ha una possibilità vicina allo zero di passare in Parlamento e lo scenario più probabile rimane un bilancio annacquato, o l'assenza di un bilancio in base a una "Legge speciale" prolungata, che genererebbe la metà dei risparmi (20 miliardi di euro), riducendo il deficit al 5,1% nel 2026 dal -5,5% previsto nel 2025.

Cina: la ripresa può durare? L'economia cinese ha registrato una performance migliore del previsto nella prima metà dell'anno, spingendo al rialzo le nostre previsioni di crescita per l'intero anno a +4,8% (da +4,5%). Ma manteniamo il 2026 a +4,2% poiché i dazi statunitensi finiranno per mordere e la ripresa della domanda interna potrebbe perdere slancio. Il sistema di permuta dei consumatori, che ammonta allo 0,2% del PIL, ha probabilmente sbloccato un altro 0,5% del PIL dei risparmi delle famiglie, mantenendo artificialmente alti i consumi privati. I beni durevoli come l'elettronica di consumo, i prodotti per la casa e l'arredamento hanno quindi visto una crescita superiore al +30%. Tuttavia, le vendite di auto sono state molto più modeste e l'eccesso di offerta ha portato a forti pressioni deflazionistiche (-25% tra metà 2021 e fine 2024). Per evitare il protrarsi della deflazione (prevediamo un'inflazione allo 0,2% nel

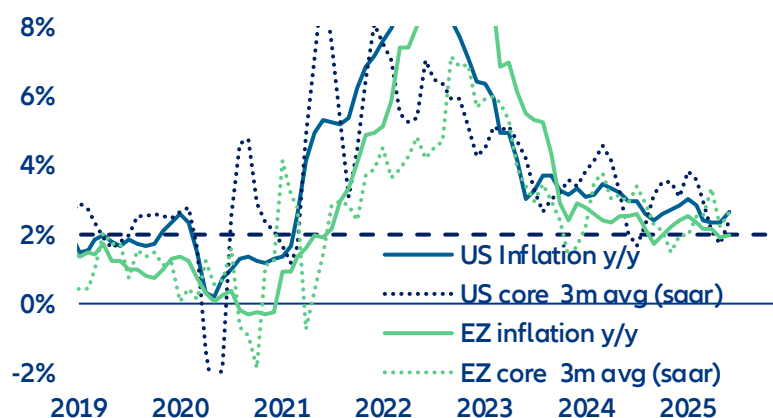
2025), gli sforzi politici dovrebbero spostarsi ulteriormente dal lato dell'offerta a quello della domanda, oltre a concentrarsi sulla stabilizzazione dei prezzi delle case. A lungo termine, i servizi potrebbero diventare un motore per la domanda interna. La riunione del Politburo entro la fine di luglio fornirà indicazioni sulla direzione politica per il resto dell'anno, mentre il vertice Cina-UE del 24-25 luglio e la scadenza del 12 agosto per la tregua della guerra commerciale con gli Stati Uniti potrebbero influenzare la quantità di domanda esterna che continuerà a contribuire all'economia cinese.

La BCE prende fiato, ma probabilmente ci saranno altri tagli

La BCE è pronta a prendere fiato la prossima settimana dopo aver abbassato il tasso di riferimento quasi continuamente dal 4% al 2%. Ma ulteriori tagli nella seconda metà dell'anno non sono fuori discussione. Nella prossima riunione del 24 luglio, la BCE dovrebbe mantenere invariato il tasso sui depositi al 2,0%, il punto medio del suo intervallo neutrale autoproclamato dell'1,75%-2,25%. I prezzi di mercato fanno eco a ciò, poiché i recenti commenti dei membri del consiglio della BCE hanno sottolineato che l'inflazione è all'obiettivo e che la trasmissione monetaria richiede tempo, giustificando una pausa per consentire al recente allentamento di avere pieno effetto. Tuttavia, continuiamo ad aspettarci altri due tagli a settembre e ottobre 2025, data la continua disinflazione al di sotto dell'obiettivo, un euro forte e un'economia core debole appesantita dall'incertezza legata ai dazi che sta frenando i consumi e gli investimenti in Europa. I rischi sono simmetrici e strettamente legati all'evoluzione della guerra commerciale. Se le ultime minacce tariffarie della Casa Bianca saranno attuate integralmente, l'economia dell'Eurozona potrebbe trovarsi di fronte a notevoli venti contrari, spingendo potenzialmente la BCE a un allentamento anche al di sotto dell'1,5%. Al contrario, se il nostro scenario di base – dazi effettivi del 12% sull'UE – si rivelerà meno dannoso del previsto (sebbene si tratti comunque di un aumento significativo rispetto all'1,3% prima del ritorno di Trump alla Casa Bianca), la BCE potrebbe scegliere di mantenere i tassi al 2,0%.

L'inflazione complessiva è all'obiettivo, ma gli effetti base, un euro forte e l'indebolimento dei prezzi dell'energia la spingeranno presto all'1,6%. A giugno l'inflazione complessiva si è attestata esattamente all'obiettivo della BCE del 2,0% a/a, mentre l'inflazione core ha continuato a scendere al 2,3% a/a, il livello più basso da ottobre 2021. Guardando alle ultime variazioni mensili, l'inflazione complessiva si attesta a una variazione annualizzata dell'1,0% negli ultimi tre mesi e l'inflazione core al 2,5% (Figura 1). L'inflazione energetica continua a spingere fortemente al ribasso il tasso complessivo, con il prezzo del petrolio in euro inferiore del 24% rispetto a un anno fa. D'altro canto, l'inflazione dei servizi rimane appiccicosa, con pochi segnali di decelerazione su base sequenziale. Tuttavia, gli indicatori anticipatori suggeriscono un graduale allentamento di queste pressioni. Secondo le indagini condotte dai responsabili degli acquisti, i prezzi degli input nel settore dei servizi stanno aumentando al ritmo più basso degli ultimi sei mesi, con una lettura di 58,1 a giugno. Sebbene ancora elevato, questo è ancora nettamente superiore alla media a 10 anni pre-pandemia di 55,2. Su una nota più positiva, la crescita dei salari è scesa al valore più basso da novembre 2021 – solo il 2,5% a/a a maggio – secondo il tracker salariale di Indeed. È probabile che gli effetti base, l'euro forte e l'indebolimento dei prezzi dell'energia, nonché i venti contrari della guerra commerciale sul versante della domanda, attenuino ulteriormente le pressioni inflazionistiche, con conseguente calo dell'inflazione all'1,6% nei prossimi due mesi.

Figura 1: Inflazione dell'Eurozona e degli Stati Uniti, core annuo e sequenziale, %

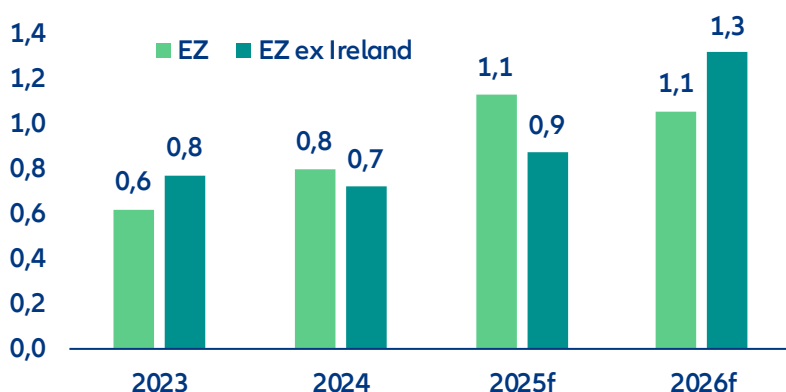


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Si profila un indebolimento della crescita economica, poiché l'incertezza e la fine dell'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti ostacoleranno la domanda interna ed estera. Anche se non ci aspettiamo un ulteriore aumento dei dazi, si attestano ancora al 12% rispetto all'1,3% prima dell'insediamento di Trump. Inoltre, l'euro si è apprezzato del 12% rispetto al dollaro da inizio anno, il che minaccia un valore di 530 miliardi di euro di esportazioni verso gli Stati Uniti all'anno, pari al 3,5% del PIL dell'Eurozona (2024). Inoltre, l'aumento dell'incertezza

minaccia la domanda dei consumatori e degli investimenti. Il nostro Z-score dell'indicatore anticipatore proprietario rimane a -0,5 con tutte le componenti sottostanti in territorio negativo. La crescita economica nell'Eurozona dovrebbe rimanere intorno allo zero nel 2° e 3° trimestre. Nel 2025, la crescita annua del PIL dovrebbe raggiungere il +1,2%, ma solo a causa dei dati eccezionalmente forti del 1° trimestre, che sono stati guidati dagli effetti di anticipazione e distorti dai dati di crescita estrema in Irlanda dovuti alle strategie di ottimizzazione fiscale delle grandi multinazionali. Escludendo l'Irlanda, il PIL dell'Eurozona dovrebbe crescere solo del +0,9% nel 2025, ampliando il già negativo output gap, in quanto la crescita potenziale è stimata intorno all'1,0-1,5% (Figura 2).

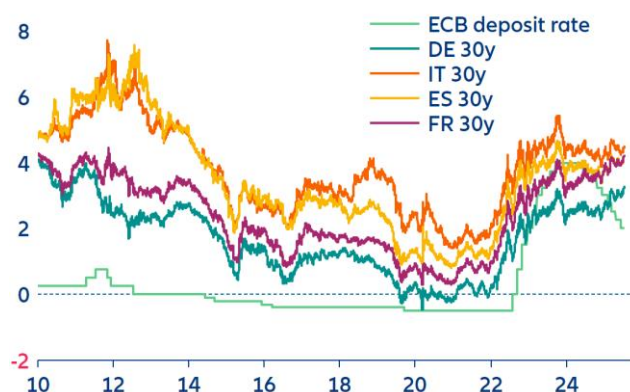
Figura 2: Crescita del PIL dell'Eurozona con e senza l'Irlanda, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

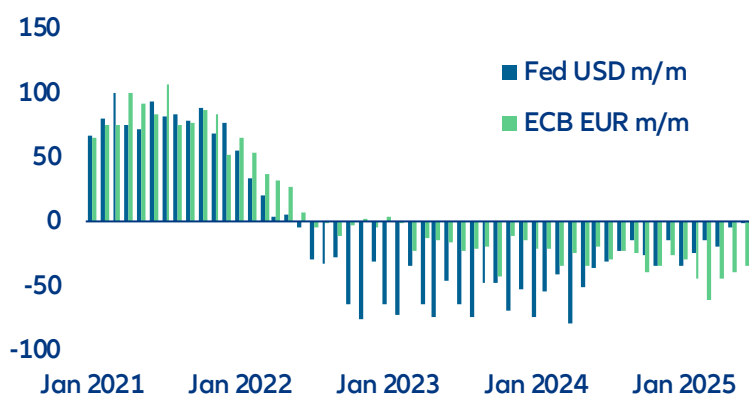
Anche l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine è una preoccupazione crescente per i responsabili politici, sollevando la prospettiva di una discussione sul rallentamento del QT. L'apprezzamento dell'euro ha già suscitato preoccupazione tra alcuni funzionari della BCE. Ma ad aumentare i grattacapi politici è l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Sia in Francia che in Germania, i rendimenti a 30 anni hanno recentemente raggiunto i livelli più alti dal 2011, nonostante un intero anno di allentamento della politica monetaria (Figura 3). Sebbene questo aumento sia in parte guidato da fattori globali, come l'aumento dei rendimenti statunitensi a 30 anni, e dalle vendite insolite dei fondi pensione olandesi, non c'è dubbio che anche il rapido inasprimento quantitativo (QT) della BCE stia giocando un ruolo. La BCE sta attualmente eseguendo il QT a un ritmo medio di 51 miliardi di euro al mese nel 2025, di cui 42 miliardi di euro sono titoli di Stato (Figura 4). Al contrario, la Fed ha quasi completamente interrotto il QT nel mercato dei Treasury, riducendo il suo ritmo a soli 5 miliardi di dollari al mese. Utilizzando il nostro modello proprietario di fair value come riferimento, l'interruzione del QT potrebbe ridurre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'Eurozona di circa 20 punti base. Ciò potrebbe portare a una rinnovata attenzione sul dibattito sul fatto che l'attuale ritmo del QT rimanga appropriato a fronte dell'inasprimento delle condizioni finanziarie.

Figura 3: Rendimenti dei titoli di Stato a 30 anni e tasso di deposito della BCE, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 4: Politica quantitativa della BCE e della FED, delta m/m delle consistenze in titoli di Stato, mld



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il bilancio della Francia non è all'altezza

Il nuovo pacchetto fiscale della Francia promette circa 44 miliardi di euro di risparmi (vicini alle aspettative) ma più aumenti delle tasse del previsto per portare il deficit a -4,6% del PIL nel 2026, con un colpo al PIL di -0,6 punti percentuali probabile nel 2026 se approvato. Il primo ministro ha annunciato una serie di misure per ridurre il deficit fiscale dal -5,5% del PIL previsto quest'anno al -4,6% l'anno prossimo: un notevole aggiustamento fiscale per cercare di correggere la precaria posizione fiscale della Francia. Quasi la metà del piano si basa su tagli alla spesa, mentre l'altra metà è costituita da aumenti delle tasse (vedi Tabella 1), più di quanto ci si aspettasse considerando la precedente promessa del Primo Ministro di "nessun aumento generalizzato delle tasse". Includono un congelamento degli scaglioni dell'imposta sul reddito delle persone fisiche (incluso il CSG¹), che potrebbe colpire alcune famiglie a basso reddito che attualmente non pagano le imposte sul reddito. Il primo ministro ha anche confermato una versione rafforzata della sovrattassa sugli individui ad alto reddito, ma non ha fornito ulteriori dettagli, lasciando i dettagli a entrambe le camere del Parlamento. La grande sorpresa è stata l'eliminazione di due giorni festivi (il lunedì di Pasqua e l'8 maggio), che, a breve termine, equivale a una riduzione della retribuzione oraria o, equivalentemente, a un aumento dei contributi sociali per i lavoratori dipendenti. Fu anche promulgata una tassa sui lotti di piccolo valore. Dal lato della spesa, il primo ministro ha confermato il previsto congelamento delle prestazioni sociali (comprese le pensioni statali), della spesa del governo centrale esclusa la difesa (compresa una riduzione della forza lavoro del settore pubblico) e dei trasferimenti ai governi locali. Per quanto riguarda la spesa sanitaria, il primo ministro ha annunciato risparmi per 5 miliardi di euro, ottenuti attraverso un mix di razionalizzazione, controlli più severi sui congedi per malattia e minori rimborsi dei farmaci da prescrizione. Se pienamente attuato, il pacchetto fiscale potrebbe ridurre di ben -0,6 punti percentuali il PIL francese nel 2026.

¹ Contributo sociale generalizzato.

Tabella 1 - Ripartizione dei risparmi di bilancio previsti per il 2026 (obiettivo: 44 miliardi di EUR)

Primary spending			Taxes		
	EUR bn	% GDP		EUR bn	% GDP
Freeze in social benefits (pensions, housing aid, etc)	5.0	0.2	Elimination of two public holidays	3.2	0.1
Freeze in public sector wages (excl defense)	1.0	0.0	Reduction or removal of inefficient tax loopholes	5.3	0.2
Reduction in public sector workforce (attrition + job cuts)	3.5	0.1	Fight against tax and welfare fraud	4.0	0.1
Streamlining of public agencies & decentralized services	2.6	0.1	Temporary surtax on high-income individuals	2.8	0.1
Streamlining and tighter control of healthcare spending	5.0	0.2	Windfall tax on corporate superprofits	3.0	0.1
Lower transfers to local governments	5.3	0.2	Freeze in personal income tax brackets	1.4	0.0
TOTAL	22.4	0.8	TOTAL	19.7	0.7
<i>Impact GDP growth</i>		<i>-0.4</i>	<i>Impact GDP growth</i>		<i>-0.2</i>

Fonti: Governo francese, IPP, OFCE, Allianz Research

Nota: classifichiamo l'eliminazione dei due giorni festivi come un "aumento delle tasse" in questa semplice tabella di scomposizione della spesa/delle tasse, anche se non si tratta di una tabella in senso stretto. Tuttavia, a breve termine, è probabile che porti a una riduzione della retribuzione oraria, che equivale a un aumento dei contributi sociali – o delle tasse – per i lavoratori dipendenti.

Il pacchetto fiscale è carente sotto due punti di vista: in primo luogo, si basa su ipotesi ottimistiche sui risparmi sanitari e sulla riscossione delle imposte. In secondo luogo, non esiste una strategia chiara e coerente di tagli strutturali alla spesa per raggiungere l'obiettivo di disavanzo del -2,8% del PIL entro il 2029. Non sono stati forniti dettagli sulle misure fiscali dopo il 2026, se queste includeranno un nuovo congelamento della spesa pubblica e degli scaglioni dell'imposta sul reddito, nuove tasse o la continuazione della tassa sui "super-profitti" delle società. E al di là di queste correzioni a breve termine, l'assenza di una chiara strategia a medio termine mina la credibilità del piano fiscale. Il governo avrebbe potuto annunciare un'ambiziosa revisione della spesa pubblica per generare risparmi sostanziali e più permanenti, comprese misure come il controllo delle finanze del governo locale, un maggiore potere fiscale del governo locale per incentivare una migliore gestione finanziaria, una traiettoria ben coordinata di riduzioni dell'organico tra i dipendenti pubblici del governo centrale, un sistema pensionistico del settore pubblico rinnovato, una riduzione dei sussidi pubblici e agevolazioni fiscali per gli enti di beneficenza non essenziali. Inoltre, l'attuale piano si basa troppo sugli aumenti delle tasse in un paese che vanta già uno dei più alti rapporti di pressione fiscale. Ciò comporta il rischio di i) insufficiente la riscossione delle imposte, poiché gli agenti privati cercano di sfuggire agli aumenti delle tasse (attraverso l'ottimizzazione fiscale o la frode fiscale) e ii) di minare la crescita potenziale della Francia disincentivando gli investimenti per le imprese e l'offerta di lavoro per le famiglie. In particolare, l'eliminazione di due giorni festivi e il congelamento degli scaglioni dell'imposta sul reddito aumentano la (già elevata) pressione fiscale sul lavoro e possono scoraggiare il lavoro. Il primo ministro aveva precedentemente promesso di incoraggiare più lavoro (cioè aumentare il tasso di occupazione) non sovraccaricando il lavoro con la tassazione e rinnovando il modello di finanziamento del sistema di sicurezza sociale francese. Anche l'obiettivo di 5 miliardi di euro di tagli alla spesa sanitaria potrebbe non essere raggiunto in assenza di una revisione più strutturale².

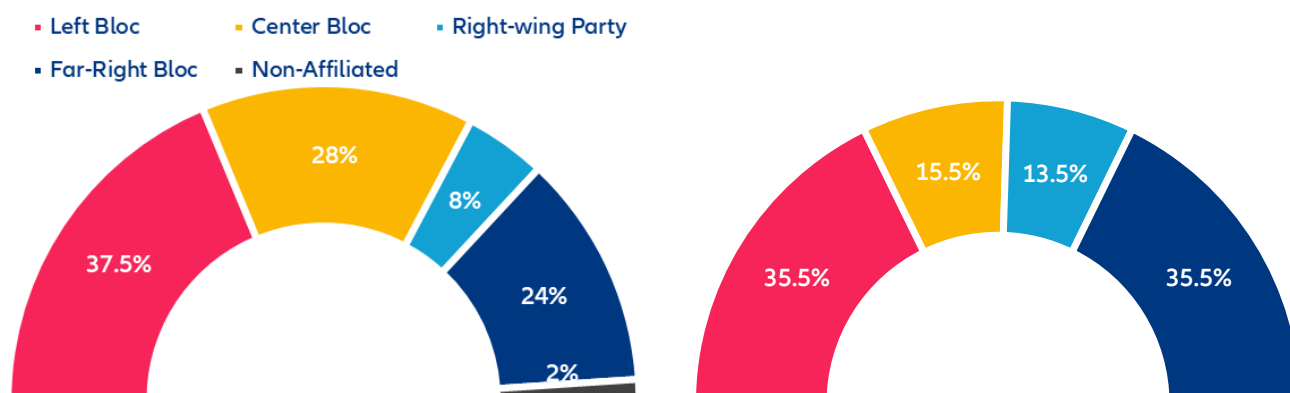
Inoltre, per stabilizzare il suo debito, la Francia deve ridurre il disavanzo nominale al di sotto del -2,8% del PIL o generare una crescita del PIL reale del +2,3%, che è molto improbabile da raggiungere, figuriamoci da sostenere. La stima del governo secondo cui un disavanzo del PIL del -2,8% stabilizzerà il rapporto debito/PIL si basa sull'ipotesi ottimistica che la crescita del PIL nominale sarà superiore al tasso di interesse effettivo pagato sul debito. Tuttavia, la storia indica che la crescita del PIL nominale e i tassi di interesse sono in media più o meno uguali (2,9% in media dal 2002). In base a queste ipotesi, per stabilizzare il debito, il governo dovrebbe mantenere un saldo primario in pareggio (cioè prima del pagamento degli interessi) o un disavanzo nominale del -2,2%. L'alternativa è fare affidamento su una crescita del PIL più elevata, ma stimiamo che la crescita del PIL reale dovrebbe essere almeno del +2,3% nel 2026 per stabilizzare il rapporto debito/PIL, in assenza di misure di consolidamento. Si tratta

² Compresa la modernizzazione dei modelli di pagamento dei medici, la definizione di obiettivi sanitari nazionali e l'implementazione di un budget basato sui risultati. Tuttavia, parte dei notevoli risparmi sui costi basati sull'efficienza e sulla razionalizzazione che potrebbero essere ottenuti dovrebbe essere reindirizzata alle retribuzioni degli operatori sanitari.

di una percentuale di gran lunga superiore a qualsiasi previsione plausibile: prevediamo una crescita del PIL francese del +1,1% l'anno prossimo e di circa il +1-1,2% oltre. Ciò significa che la Francia non può aspettarsi di fare affidamento su una crescita più elevata per stabilizzare il debito: sono essenziali ampie misure di risparmio.

In definitiva, il pacchetto fiscale proposto ha una probabilità vicina allo zero di passare in Parlamento. Lo scenario più probabile rimane un bilancio annacquato, o l'assenza di un bilancio nell'ambito di una prolungata "Legge Speciale". Il crollo del governo rimane un rischio elevato. I partiti di opposizione hanno già detto che voteranno contro il bilancio proposto. Sia i partiti di sinistra che il Rassemblement National stanno anche minacciando un voto di sfiducia per far cadere il governo Bayrou. Continuiamo ad aspettarci l'approvazione di un bilancio annacquato, con la tassa sui superprofitti, la sovrattassa sugli individui ad alto reddito e il congelamento della spesa del governo centrale che molto probabilmente rimarranno in vigore. Ci aspettiamo ancora un disavanzo del -5% del PIL nel 2026, superiore al -4,6% previsto. Gli stalli politici potrebbero spingere il presidente Macron a sciogliere l'Assemblea nazionale entro l'inverno. Tuttavia, i sondaggi indicano che la nuova Assemblea Nazionale rimarrebbe frammentata (Figura 1), con il blocco di estrema destra (Rassemblement National e alleati) che guadagnerà alcuni seggi ma probabilmente non raggiungerà la maggioranza assoluta. E altri partiti probabilmente minaccerebbero un altro voto di sfiducia per rimuoverlo. Questo scenario potrebbe spingere la Francia in una grave crisi politica e istituzionale, che potrebbe portare a una crisi fiscale, poiché il mercato obbligazionario è sempre più preoccupato per l'indebolimento della disciplina fiscale francese.

Figura 5: Blocchi politici nell'Assemblea nazionale (a sinistra) e previsti dai sondaggi in caso di nuove elezioni (a destra)



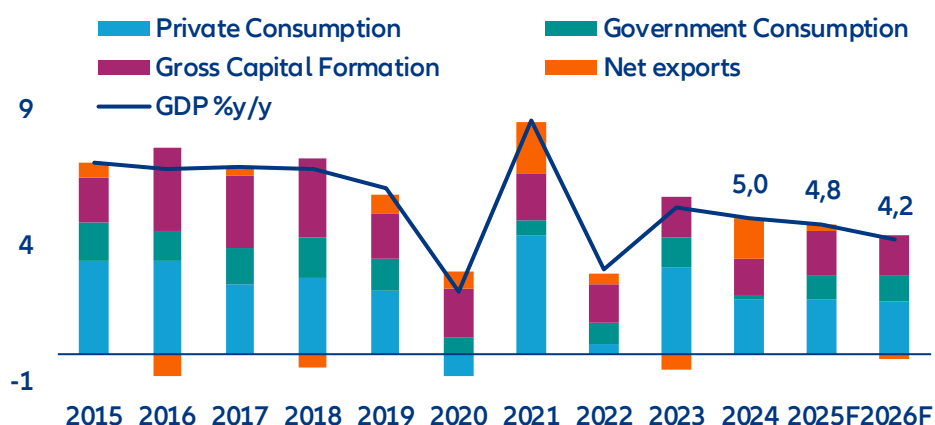
Fonti: sondaggio ELABE per BFMTV e La Tribune, Allianz Research

In base alla "Legge Speciale" stimiamo che il governo genererebbe ancora considerevoli risparmi di 20 miliardi di euro nel 2026, ma questo sarebbe la metà di quello che intendeva, portando il deficit a -5,1% del PIL. In assenza di un bilancio, il governo potrebbe fare affidamento sulla "Legge Speciale". In questo quadro, le tasse rimarrebbero stabili (i partiti in Parlamento probabilmente voterebbero per indicizzare gli scaglioni dell'imposta sul reddito delle persone fisiche all'inflazione per evitare aumenti dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, come hanno fatto nel 2024) e la spesa del governo centrale e i trasferimenti ai governi locali sarebbero congelati. D'altro canto, la spesa per la previdenza sociale non verrebbe controllata (ad esempio, l'indicizzazione automatica delle prestazioni sociali e delle pensioni all'inflazione). I governi locali possono compensare parzialmente il congelamento dei trasferimenti statali attraverso una maggiore tassazione locale, in particolare l'imposta sulla proprietà, ma il loro margine di manovra fiscale è stato limitato dalla ricentralizzazione delle finanze pubbliche intrapresa dal 2018. Partiamo dal presupposto che la spesa degli enti pubblici locali sarà congelata nel 2025 rispetto al 2024. Nel complesso, stimiamo che con la "Legge Speciale" il governo genererà 20 miliardi di euro di risparmi nel 2026, la metà di quanto promesso tramite il pacchetto fiscale, ma comunque considerevole. Il disavanzo scenderebbe così al -5,1%, molto vicino alla nostra ipotesi di "bilancio annacquato".

Cina: la ripresa può durare?

L'economia cinese ha registrato una performance migliore del previsto quest'anno, spingendo al rialzo le nostre previsioni di crescita per l'intero anno a **+4,8% nel 2025 (da +4,5%)**. Tuttavia, ci aspettiamo ancora un **netto rallentamento nella seconda metà dell'anno e nel 2026**. La crescita del PIL cinese si è attestata al +5,2% a/a nel 2° trimestre 2025, in calo rispetto al +5,4% del 1° trimestre, ma al di sopra delle nostre aspettative e di consenso. Ciò significa che l'economia cinese è cresciuta del +5,3% nella prima metà del 2025, rispetto al +5% del 2024 e superando l'obiettivo di crescita ufficiale del 2025 di "circa il 5%". Questa performance migliore del previsto è stata sostenuta da una domanda esterna particolarmente robusta e da una discreta domanda interna complessiva. Le esportazioni sono aumentate del +5,9% a/a nel primo semestre 2025 (rispetto al +4,6% del 2024) in quanto il frontloading e il reindirizzamento contribuiscono a mitigare l'impatto degli aumenti tariffari statunitensi. A livello interno, le vendite al dettaglio hanno registrato un'accelerazione a +5% nel 1° semestre 2025, rispetto al +3,5% del 2024, principalmente grazie al sistema di permuta di beni di consumo del governo. Mentre il primo semestre più forte del previsto aumenta meccanicamente le nostre previsioni di crescita per l'intero anno 2025 a +4,8% (da +4,5%), manteniamo il 2026 a +4,2% (si veda la Figura 6) per riflettere il rallentamento previsto, in quanto l'economia cinese risente del colpo dei rialzi tariffari statunitensi e la ripresa della domanda interna perde slancio.

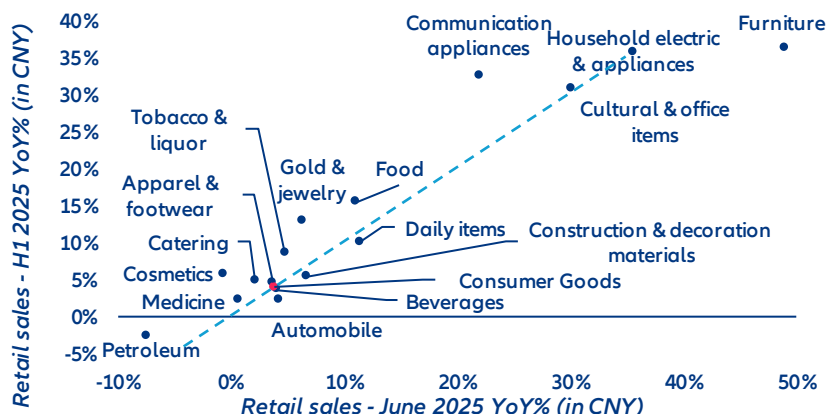
Figura 6: Crescita del PIL cinese (%) e contributi per componente (pp)



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Il sistema di permuta dei beni di consumo probabilmente aggiungerà lo 0,7% del PIL. Questo sostegno, insieme all'anticipazione dei dazi statunitensi, ha mantenuto artificialmente elevati i consumi privati. Ma questi venti favorevoli non dureranno per sempre. L'entità del programma di permuta dei beni di consumo è stata raddoppiata a 300 miliardi di RMB quest'anno, pari allo 0,2% del PIL. Stimiamo che il programma abbia probabilmente contribuito a sbloccare lo 0,5% del PIL dei risparmi delle famiglie. I beni durevoli come l'elettronica di consumo, i prodotti per la casa e l'arredamento hanno registrato un'enorme crescita di oltre il +30% quest'anno, in contrasto con la crescita a una cifra bassa osservata per beni essenziali come bevande o medicinali o categorie come automobili (+2%), ristorazione e abbigliamento (+5% per entrambi). I consumatori hanno anche anticipato gli ordini di prodotti come l'elettronica di consumo e gli apparecchi per le telecomunicazioni, a causa delle elevate tensioni tariffarie tra Stati Uniti e Cina. La divergenza suggerisce che la domanda è per lo più guidata dalle politiche e non sostenuta da un ciclo economico forte. È probabile che il sistema di permuta continui per il resto dell'anno, ma non sarà in grado di stimolare per sempre la domanda interna, soprattutto se gli incentivi non saranno accompagnati da una sostanziale ripresa della fiducia dei consumatori.

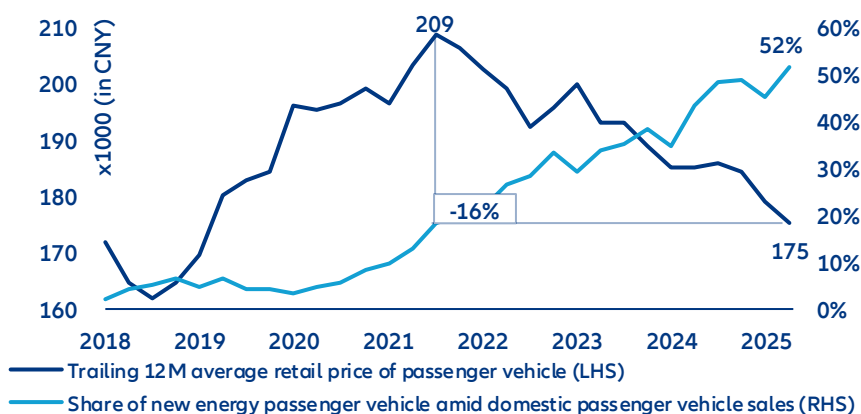
Figura 7 - Dinamica delle vendite al dettaglio di beni di consumo nel 2025 in Cina, per categoria di ripartizione della spesa



Fonti: Ufficio Nazionale di Statistica della Cina, Allianz Research

I sussidi al consumo non hanno aiutato ad affrontare le sovraccapacità industriali e le pressioni deflazionistiche: il settore automobilistico ne è un esempio. I veicoli elettrici (EV) rappresentano ora oltre la metà delle vendite al dettaglio di veicoli passeggeri in Cina, rispetto a meno del 5% prima del 2020. L'eccezionale espansione del settore è stata trainata da forti politiche locali, ad esempio regimi di sovvenzioni su larga scala (stimolando la domanda) e tagli fiscali (sostenendo le imprese). Tale spinta politica ha gradualmente portato a una saturazione dell'offerta di veicoli elettrici, intensificata da numerosi nuovi ingressi nei settori del software e delle telecomunicazioni negli ultimi cinque anni, scatenando infine una guerra dei prezzi che ha spinto il prezzo medio al dettaglio delle autovetture in calo del -25% tra la metà del 2021 e la fine del 2024 (-16% su base media di 12 mesi, si veda la Figura 8). Questo slancio deflazionistico gioca a sfavore dell'intenzione del governo di aumentare i consumi, suggerendo una probabile estensione degli incentivi. Tuttavia, la prima metà del 2025 indica una fase di stabilizzazione in tutto il settore automobilistico, con un utilizzo della capacità produttiva inferiore alla media quinquennale (71,3% nel 2° trimestre 25 contro 73,8%), a causa delle insolvenze di alcuni piccoli produttori. Ciò potrebbe contribuire a rallentare l'attuale tendenza al ribasso dei prezzi.

Figura 8: Quota di mercato dei veicoli a nuova energia e prezzo medio al dettaglio dei veicoli passeggeri in Cina

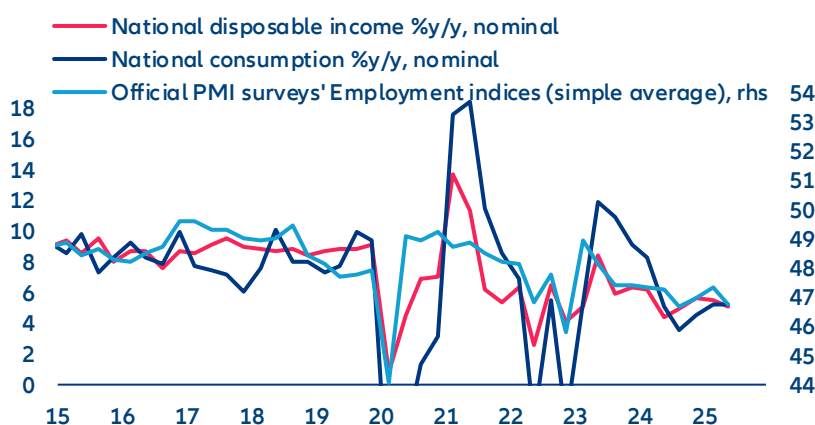


Fonti: CAAM, Allianz Research

L'uscita dalla deflazione ha bisogno di stimoli dal lato della domanda. In ultima analisi, però, la fiducia dei consumatori deve migliorare per sostenere la ripresa dei consumi privati. L'inflazione in Cina è stata in media del -0,1% nella prima metà dell'anno, con un'inflazione di fondo anch'essa a un basso 0,5%. Recenti comunicazioni ufficiali suggeriscono che la leadership cinese è sempre più preoccupata per la deflazione. In questo contesto, le pressioni di apprezzamento sul RMB sono state contenute, con la valuta che ha guadagnato meno del 2% rispetto

al dollaro³ dall'inizio dell'anno. L'ulteriore apprezzamento del CNY rispetto all'USD nei prossimi trimestri dovrebbe essere moderato e graduale. Nel frattempo, i verbali della riunione del Comitato di politica monetaria della PBOC del 2° trimestre hanno assunto un tono meno accomodante rispetto al precedente, evidenziando i timori che un ulteriore allentamento monetario rischi di aumentare ulteriormente l'eccesso di investimenti e l'eccesso di capacità, esacerbando così le pressioni deflazionistiche. Per uscire strutturalmente dalla deflazione, l'attenzione del sostegno politico dovrebbe spostarsi ulteriormente dal lato dell'offerta a quello della domanda. Il rimbalzo dei consumi delle famiglie è stato limitato a +5,2% a/a nel primo semestre 2025, rispetto al +4% del secondo semestre 2024 e al +6,7% del primo semestre 2024 (cfr. figura 9). Il sentiment ancora debole delle famiglie spiega in parte questa moderata ripresa: l'indice di fiducia dei consumatori cinesi si è aggirato intorno a 88 quest'anno, la media dall'aprile 2022 e molto più bassa della precedente media a lungo termine di 111. Un mercato del lavoro debole è uno dei colpevoli (a giudicare dagli indici occupazionali delle indagini PMI (si veda la Figura 9) e potrebbe indurre un ulteriore allentamento della politica nella seconda metà di quest'anno.

Figura 9: Crescita del reddito disponibile delle famiglie cinesi e crescita dei consumi delle famiglie, indici dell'occupazione

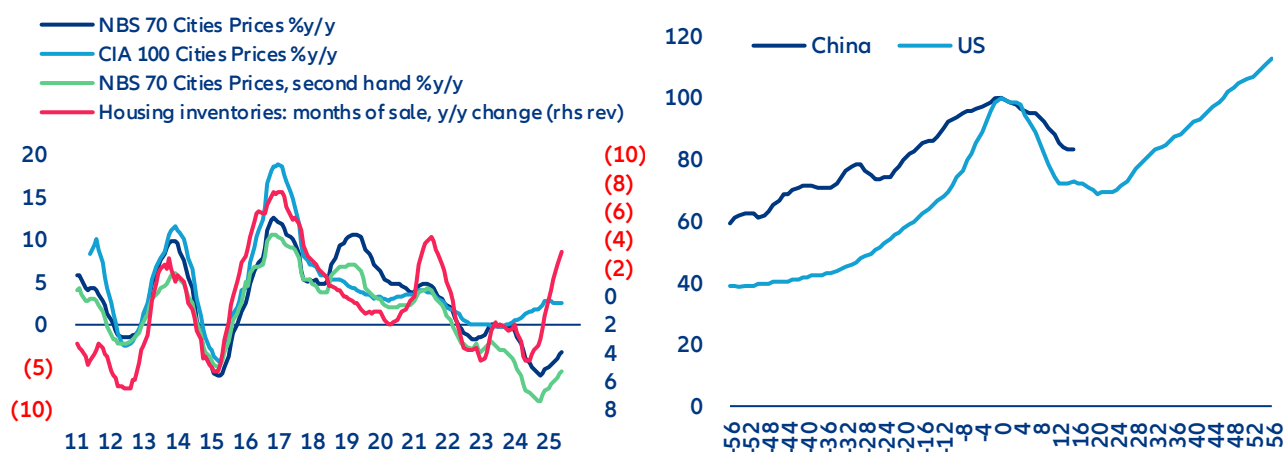


Fonti: Ufficio Nazionale di Statistica della Cina, Allianz Research

Il settore immobiliare è un'altra pietra miliare per il sentiment delle famiglie. Ma non aspettatevi uno stimolo generalizzato vecchio stile, poiché i responsabili politici si concentreranno principalmente sulla stabilizzazione dei prezzi delle case. Dal picco del 3° trimestre 2021, i prezzi nominali degli immobili residenziali sono diminuiti di quasi il -20% in Cina. Con almeno il 70% della ricchezza delle famiglie cinesi parcheggiata nel settore immobiliare, la crisi immobiliare sta pesando sul sentiment delle famiglie e sulla loro capacità di spesa e sui loro comportamenti. I dati di giugno mostrano che il settore immobiliare cinese rimane in modalità di riduzione delle scorte, con la contrazione delle nuove costruzioni e dei completamenti del -15-20% dall'inizio dell'anno, mentre le vendite hanno registrato un calo più lieve del -4%. In teoria, questo dovrebbe essere favorevole per i prezzi (si veda la Figura 10, a sinistra) e in effetti, in termini a/a, il ritmo di calo dei prezzi delle abitazioni si è ridotto (-3% a/a a giugno, rispetto al -5% di fine 2024). Tuttavia, sequenzialmente in termini m/m, i prezzi delle abitazioni hanno mostrato due mesi di calo (dopo cinque mesi di stabilizzazione tra dicembre 2024 e aprile 2025). In questo contesto, aumentano le aspettative che le autorità adottino ulteriori misure per cercare di rilanciare il settore immobiliare. Tuttavia, vediamo una probabilità limitata che ricorrano a una ripetizione dello stimolo del 2015-2018 (ad esempio il programma di ristrutturazione delle baraccopoli basato sul denaro) e si concentrino invece sul rafforzamento delle misure già attuate: ulteriori tagli dei tassi ipotecari, continui acquisti di terreni inutilizzati e abitazioni invendute da parte dei governi locali, nonché programmi di ristrutturazione dei villaggi urbani e delle infrastrutture urbane. Anche se riusciranno a stabilizzare i prezzi delle case, un confronto con la crisi immobiliare negli Stati Uniti suggerisce che una forte ripresa dei prezzi delle case è molto improbabile nel prossimo anno o due (si veda la Figura 10, a destra).

³ In tal modo si è deprezzato di quasi il 6% in termini di paniere CFETS, sostenendo la competitività delle esportazioni.

Figura 10: Prezzi delle abitazioni in Cina %a/a e scorte (a sinistra) e prezzi nominali degli immobili residenziali nelle crisi immobiliari in Cina e negli Stati Uniti* (a destra)

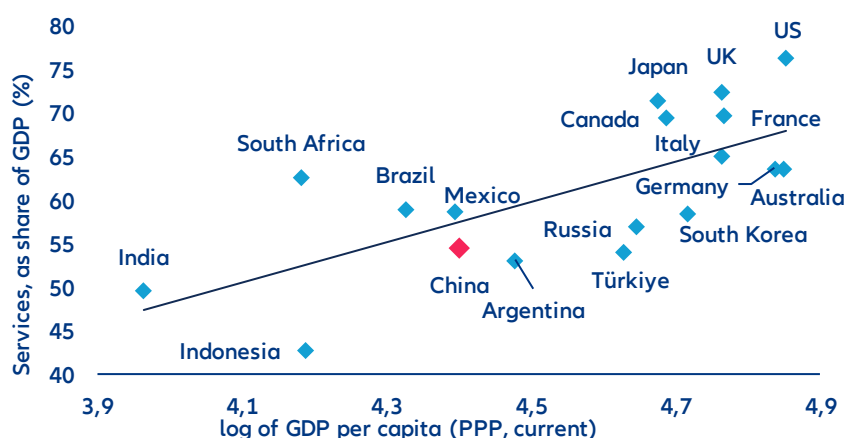


* Il grafico mostra i dati trimestrali, con 0 sull'asse delle ascisse corrispondente al momento in cui i prezzi nominali degli immobili residenziali hanno raggiunto il picco (3° trimestre 2021 per la Cina e 1° trimestre 2006 per gli Stati Uniti).

Fonti: Ufficio Nazionale di Statistica della Cina, LSEG Datastream, Allianz Research

Servizi: un driver a lungo termine per la domanda interna che non è completamente sfruttata. Il settore dei servizi ha sovraperformato il resto dell'economia quest'anno, crescendo del +6,1% a/a in termini reali negli ultimi tre mesi. Detto questo, in percentuale del PIL complessivo, il valore aggiunto dei servizi rappresenta meno del 55% in Cina, un livello che può essere considerato piuttosto basso per il livello di sviluppo del paese e rispetto ai concorrenti (si veda la Figura 11). Alla luce dei continui venti contrari contro la domanda interna cinese e del fatto che le misure di sostegno a breve termine finiranno per svanire, attingere al continuo sviluppo del settore dei servizi potrebbe essere un fattore trainante a lungo termine per i consumi privati. Alcuni sviluppi politici suggeriscono che questo è nella mente delle autorità: il "piano d'azione speciale" del Consiglio di Stato a marzo ha evidenziato l'importanza di promuovere il consumo di servizi, la riunione del Politburo di aprile ha anche dato enfasi a questo e l'industria dell'assistenza agli anziani e la PBOC ha istituito uno strumento di prestito da 500 miliardi di RMB a maggio per sostenere questi settori.

Figura 11 - Valore aggiunto dei servizi in percentuale del PIL (%) rispetto al PIL pro capite (PPA corrente) – ultimi valori annuali



Fonti: Banca Mondiale, Allianz Research

I prossimi mesi porteranno diversi eventi politici da tenere d'occhio. A brevissimo termine, una riunione del Politburo entro la fine del mese fornirà suggerimenti sulla direzione politica per il resto dell'anno. Il vertice Cina-UE che si terrà a Pechino il 24 e 25 luglio, così come la scadenza del 12 agosto per la tregua della guerra commerciale con gli Stati Uniti, potrebbero influenzare l'entità del contributo della domanda esterna all'economia cinese. Infine,

nell'ottobre-novembre di quest'anno, il Comitato centrale pubblicherà i temi e le priorità del prossimo piano quinquennale (2025-2026).

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di 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 sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.