

Allianz Research | 21 Giugno 2024

L'eccesso di capacità in Cina

Executive summary

Questa settimana analizziamo tre questioni critiche:

- **Deficit fiscali: sette Paesi UE nel mirino, decisioni cruciali attese a luglio.** Francia, Italia, Polonia, Belgio, Ungheria, Slovacchia e Malta sono stati nominati e svergognati per aver gestito deficit fiscali superiori al 3% del PIL. Ma scopriremo solo a metà luglio con quanta forza verranno applicate le nuove regole fiscali e quanto margine di manovra verrà offerto ai membri dell'UE. Per l'Italia, una procedura per disavanzo eccessivo significherebbe un significativo aggiustamento fiscale del saldo strutturale (~1% del PIL all'anno) e fino allo 0,05% del PIL nelle multe. In Francia, il deficit fiscale rimarrà probabilmente al di sopra del -4,5% del PIL nel 2025-26, indipendentemente da chi vincerà le elezioni parlamentari di luglio.
- **Elezioni francesi: la pressione fiscale del Front Populaire.** I sondaggi indicano che l'alleanza di sinistra potrebbe ottenere circa il 28% dei voti al primo turno, più dell'alleanza Renaissance del presidente Macron (18%) ma meno dell'alleanza di destra (33%). L'alleanza di sinistra mira a liberare 125 miliardi di euro di spesa, finanziati da un sostanziale aumento delle tasse, con un costo fiscale netto di circa 33 miliardi di euro o quasi l'1,2% del PIL. Lo spread dei titoli di Stato francesi salirebbe a 120 pb nel 2024, quasi il doppio dell'aumento previsto con un governo di estrema destra, e la crescita del PIL subirebbe un calo contenuto a -0,3 pb nel 2025, poiché l'inasprimento delle condizioni finanziarie più che compenserebbe l'effetto di stimolo alla crescita dell'espansione fiscale. Ma il deficit pubblico salirebbe oltre il -6% del PIL e gli impatti economici negativi potrebbero accumularsi nel tempo tra una minore crescita potenziale e una perdita di competitività.
- **La sovraccapacità in Cina richiede maggiori investimenti in uscita.** La dichiarazione del G7 di questo mese è l'ultima a sollevare preoccupazioni per l'eccesso di capacità in Cina, dove il tasso di utilizzo della capacità industriale è sceso dal 77,2% del 1° trimestre 2021 al 73,6% del 1° trimestre 2024, il livello più basso dal 2016 (al di fuori di Covid-19). Lo squilibrio ciclico è di nuovo in gioco oggi, tra una domanda interna ancora debole e misure di stimolo sul lato dell'offerta. Il contesto interno lascia agli esportatori cinesi la possibilità di abbassare ulteriormente i prezzi per mantenere o espandere la quota di mercato all'estero o per compensare l'aumento delle tariffe. L'avanzo commerciale della Cina è destinato a crescere ulteriormente, in particolare con le economie emergenti che rappresentano quasi il 60% delle esportazioni cinesi. L'aumento degli investimenti in uscita potrebbe essere una soluzione vantaggiosa per mitigare il surplus commerciale, ma è probabile che si scontri con le resistenze geopolitiche.

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera

Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet

Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach

Senior Investment Strategist &
Economist

bjoern.griesbach@allianz.com

Françoise Huang

Senior Economist

francoise.huang@allianz-trade.com

Yao Lu

Sector Advisor

yao.lu@allianz-trade.com

Maddalena Martini

Senior Economist

maddalena.martini@allianz.com

Manfred Stamer

Senior Economist

manfred.stamer@allianz-trade.com

Qingting Yang

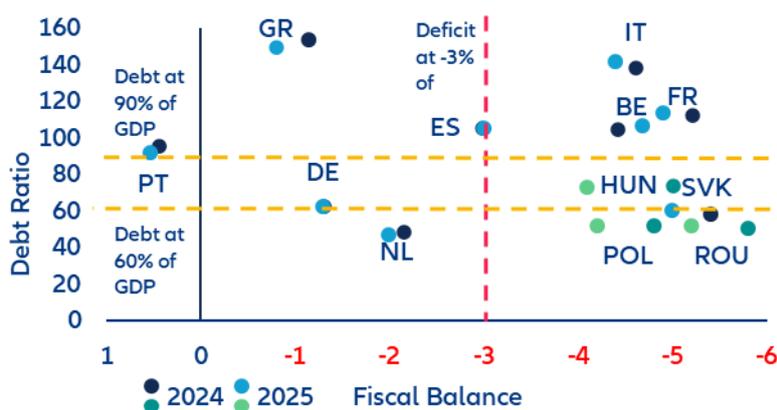
Research assistant

qingting.yang@allianz.com

Deficit fiscali: sette Paesi UE nel mirino, decisioni cruciali attese a luglio

Nel bel mezzo delle turbolenze politiche europee, la Commissione europea ha avviato la procedura per i disavanzi eccessivi¹ (EDP) per sette Paesi: Belgio, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia. Dopo essere state sospese durante la pandemia di Covid-19 e poi riviste in modo significativo nel 2022-23, le regole fiscali dell'UE si preparano a mordere. Questa settimana, come avevamo previsto², tre grandi economie dell'Eurozona - Francia, Italia e Belgio - sono finite ancora una volta sotto i riflettori per aver registrato disavanzi fiscali superiori all'obiettivo del 3% del PIL (nessuna violazione del limite del debito o della riduzione del debito avrebbe potuto far scattare la procedura per i disavanzi eccessivi nel 2024, Figura 1). Il prossimo 21 giugno il Consiglio Economia e Finanza discuterà del coordinamento delle politiche e seguirà un mandato della Commissione europea per l'apertura della procedura, prima che la palla passi al Consiglio europeo.

Figura 1: Metriche fiscali previste (% del PIL)



Fonti: LSEG Datastream, EC AMECO, Allianz Research

La decisione non poteva arrivare in un momento più complicato, mentre la Presidente della Commissione europea Ursula Von der Leyen cerca di assicurarsi il suo secondo mandato e la Francia si avvia verso elezioni parlamentari molto turbolente. Ma dovremo aspettare fino alla metà di luglio per scoprire con quanta forza verranno applicate le regole. Saggiamente, la Commissione ha lasciato al Consiglio il compito di decidere sulle raccomandazioni per i Paesi inadempienti il 16 luglio, quando si riuniranno i ministri delle Finanze. È possibile che ci sia una forte opposizione alla proposta, dato il grande peso di Francia, Italia e Belgio, nonché dei loro alleati politici, nell'UE. E anche se la PDE verrà lanciata ufficialmente, l'adozione formale avverrà solo a novembre sotto la nuova Commissione europea. Inoltre, le sanzioni saranno applicate solo a partire dal prossimo anno, poiché il 2024 è considerato un anno di transizione per il coordinamento delle politiche fiscali.

Il vecchio quadro fiscale era noto per la mancanza di attuazione (Figura 2) e la scarsa applicazione. Questa volta sarà diverso? Le sanzioni per la mancata osservanza non sono mai state applicate, ostacolando la credibilità del vecchio insieme di regole e non incentivando i governi ad accumulare riserve di bilancio. Tuttavia, il quadro riformato promette una maggiore applicazione attraverso le multe. Allo stesso tempo, il fatto di trovarsi nel periodo di transizione di una nuova procedura e la presenza di salvaguardie aggiuntive lasciano spazio all'interpretazione e, di conseguenza, a una certa flessibilità. Ad esempio, il percorso correttivo proposto in una procedura per i disavanzi eccessivi può inizialmente escludere i pagamenti di interessi, dando un certo margine di manovra ai governi attuali per adeguarsi, ma agguinando sfide per i responsabili politici dopo il 2027.

Questa volta si tratta di una vera e propria questione politica. Per l'Italia, una PDE comporterebbe un aggiustamento fiscale piuttosto significativo in termini di saldo strutturale (circa l'1% del PIL all'anno) e un costo fino allo 0,05% del PIL in termini di ammende³. Il Primo Ministro Giorgia Meloni potrebbe far leva sul suo forte consenso

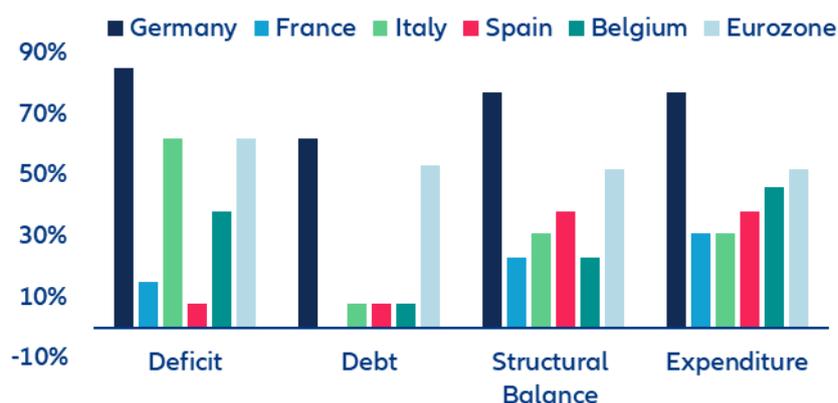
¹ [Excessive deficit procedures - overview - European Commission \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/excessive-deficit-procedure-overview)

² [2024_03_07_what_to_watch.pdf \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/2024/03/07/what-to-watch.pdf)

³ L'ammenda in caso di inadempienza ammonterà fino allo 0,05% del PIL e si accumulerà ogni sei mesi fino all'adozione di misure efficaci da parte del Paese interessato.

politico sia interno che europeo per contestare la decisione sfavorevole. Ma il deficit fiscale del 7,4%, causato da anni di crediti d'imposta generosi e non mirati, dovrà essere ridotto per mantenere la sua credibilità agli occhi degli alleati dell'UE. In Francia, nessuno dei possibili esiti politici delle prossime elezioni parlamentari di luglio è in grado di garantire una riduzione del deficit. Anche nel nostro scenario di base di un governo "tecnocratico", prevediamo che il deficit pubblico francese sarà superiore al 4,5% del PIL nel 2025-26. In effetti, i recenti eventi politici in Francia ci ricordano come il "doom loop" persista e sia pronto a scuotere i mercati. Qualsiasi passo falso potrebbe far aumentare lo spread dei paesi altamente indebitati.

Figura 2: Traccia di conformità⁴ (2011-2023)



Note: Il Compliance Tracker traccia la conformità numerica alle quattro regole principali del Patto di stabilità e crescita. Valuta se, in termini puramente quantitativi, gli aggregati fiscali rilevanti - il saldo di bilancio, il rapporto debito/PIL o la spesa pubblica - si sono evoluti all'interno o all'esterno dei perimetri definiti dalle regole di bilancio.

Fonti: Commissione europea, Allianz Research

Nell'Europa centrale e orientale (CEE), non ci aspettiamo che la PDE inneschi un cambiamento radicale nel processo decisionale. Il rischio di una crisi fiscale nel prossimo futuro è relativamente basso nella regione, anche se siamo preoccupati per le prospettive a medio termine delle finanze pubbliche, in particolare in Romania. I Paesi al di fuori dell'Eurozona (ad esempio Polonia, Ungheria e Romania) sono esenti da multe per il mancato rispetto della PDE, quindi l'apertura della PDE potrebbe comportare una restrizione della politica fiscale solo in Slovacchia. Nel breve termine, tuttavia, non siamo preoccupati per i rischi fiscali nei PECO, poiché la crisi energetica si è attenuata, le prospettive di crescita sono migliorate e sono state annunciate alcune misure di consolidamento fiscale. La nostra opinione è supportata dal calo dei tassi di interesse di mercato e dal nostro Public Debt Sustainability Risk Score, che assegna alle economie dei PECO un rischio moderato di stress del debito sovrano nei prossimi due anni.⁵ Tuttavia, le prospettive a medio termine ci danno maggiori motivi di preoccupazione, in quanto il rapporto debito pubblico/PIL è destinato ad aumentare ulteriormente a causa dei previsti deficit fiscali annuali persistentemente elevati, superiori al -4,5% del PIL, del recente aumento dei costi degli interessi sul debito e dei relativi maggiori costi di rinnovo del debito nei prossimi anni, nonché delle pressioni per aumentare la spesa pubblica a causa degli impegni militari e dell'invecchiamento della popolazione nei Paesi PECO. La Romania appare la più preoccupante in quanto non ha adottato alcuna misura efficace da quando la sua PDE è stata aperta nel 2020.

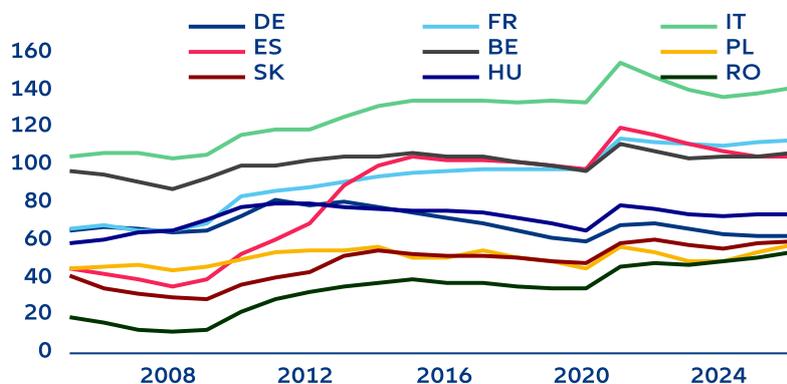
Nel complesso, anche se la decisione di questa settimana non avrà un grande impatto nel breve termine, i Paesi citati e messi sotto accusa rimarranno probabilmente sotto i riflettori per un po'. Sebbene i Paesi europei debbano presentare i loro piani di bilancio a medio termine entro il 20 settembre, non si prevede alcuno sforzo di consolidamento fiscale. I disavanzi pubblici sono stati duramente colpiti da crisi su crisi e probabilmente si ridurranno solo gradualmente dai massimi storici. I rapporti di indebitamento sono diminuiti rispetto ai picchi di Covid-19, grazie alla forte ripresa dell'attività e all'inflazione elevata, ma si prevede che aumenteranno

⁴ [Compliance Tracker - European Commission \(europa.eu\)](#)

⁵ La Romania si è classificata al 37° posto, la Polonia al 53° e l'Ungheria al 54° su 95 economie emergenti e in via di sviluppo nel nostro ultimo Public Debt Sustainability Risk Score (punteggio di sostenibilità del debito pubblico), con il 1° posto che riflette il rischio più elevato; si veda il paragrafo "Il debito pubblico" [2024_02_08_what_to_watch-AZT.pdf](#), p.11.

nuovamente in Francia, Italia e Belgio con il rallentamento della crescita (Figura 3). Per il momento, la reazione del mercato è stata tenue, come nel caso dei recenti episodi di slittamento dei conti pubblici (ad esempio, l'annuncio dell'Italia di un deficit 2023 più ampio del previsto), ma l'attenzione potrebbe tornare sull'argomento dopo le elezioni in Francia, che stanno tenendo occupati i mercati.

Figura 3: Debito pubblico in rapporto al PIL



Fonti: LSEG Datastream, EC AMECO, Allianz Research

Elezioni francesi: La pressione fiscale del *Front Populaire*

I sondaggi indicano che l'alleanza di sinistra *Nouveau Front Populaire* (NFP) potrebbe ottenere circa il 28% dei voti al primo turno delle elezioni parlamentari in Francia, più dell'alleanza *Renaissance* del presidente Macron (18%) ma meno dell'alleanza di destra *Rassemblement National* (RN) e *Les Républicains* (LR) (33%). Il NFP è una versione rinnovata dell'alleanza NUPES di partiti moderati e di estrema sinistra (Partito Socialista, Partito Comunista Francese, Partito Verde e *La France Insoumise*), che si sono uniti per ottenere 131 seggi alle elezioni del giugno 2022. Nonostante i numerosi disaccordi degli ultimi due anni, i partiti di sinistra sono stati riuniti dalla forte affermazione del RN alle elezioni europee del giugno 2024 e dalla prospettiva di ottenere la maggioranza assoluta all'Assemblea nazionale.

Secondo le nostre stime, la piattaforma economica del PNF scatenerebbe 125 miliardi di euro di nuove spese (142 miliardi di euro con la cancellazione della riforma delle pensioni), finanziate da un sostanziale aumento delle tasse di 92 miliardi di euro. Il risultato sarebbe un costo fiscale netto di circa 50 miliardi di euro (Figura 4). Tra le principali promesse della campagna elettorale figurano l'aumento degli stipendi dei dipendenti pubblici (20 miliardi di euro), l'incremento delle prestazioni sociali (quasi 20 miliardi di euro) e la spesa aggiuntiva per gli asili nido (3,7 miliardi di euro). Per finanziare queste misure, il PNF prevede di generare circa 92 miliardi di euro attraverso un sostanziale aumento della tassazione, in particolare una tassa sui superprofitti (10 miliardi di euro), la creazione di un'imposta sul patrimonio con un accantonamento per il clima (10 miliardi di euro) e un aumento dei contributi sociali (14 miliardi di euro). Si è inoltre impegnato ad aumentare la tassa di successione (17 miliardi di euro) e a eliminare alcune agevolazioni fiscali (20 miliardi di euro).

Figura 4: Principali misure di bilancio del Nouveau Front Populaire (NFP)

| Spending | Estimated amount (€) | Revenues | Estimated amount (€) |
|---|----------------------|---|----------------------|
| Increase social benefits 1/ | 19.7 | Reinstate wealth tax with climate provision | 10 |
| Bump up civil servants' salaries 2/ | 20 | Taxation of super-profits | 10 |
| Increase in budgets (culture, foreign aid, sport) | 27.4 | Increase pension contributions on capital income | 10 |
| Housing policy (housebuilding, housing benefits, etc) | 4.9 | Increase social contributions (incl. Generalized Social Contribution) | 14 |
| Others (VAT cut, NGO funding, free museums, etc) | 4.1 | Increase number of income tax thresholds | 5 |
| Creation of a public body for medicines | 6 | Scrapping of flat tax on capital income | 2 |
| Increase in kindergarten facilities* | 3.7 | Broadening of exit tax | 1 |
| Reduction of utility bills* | 16 | Increase of inheritance tax | 17 |
| Indexation of pensions to wage growth | 9 | Scrapping of some tax breaks | 20 |
| Fully free schools | 7.9 | Financial transaction tax | 3 |
| Increase +14% minimum wage | 6.7 | | |
| Scrapping of pension reform | 17 | | |
| Total | 142.4 | Total | 92 |

Note: Le voci contrassegnate con * sono misure di spesa una tantum. 1/ Reddito minimo per le famiglie a basso reddito al di sotto dei 25 anni (14 miliardi) + aumento delle pensioni minime (1,7 miliardi) + aumento dei sussidi di invalidità (4 miliardi)

Fonti: Ministero delle Finanze, Insee, Cour des Comptes, Nouveau Front Populaire, Allianz Research

Una vittoria dell'estrema sinistra vedrebbe lo spread dei titoli di Stato francesi salire a circa 120 pb nel 2024, quasi il doppio dell'aumento previsto con un governo di estrema destra, in mezzo a maggiori preoccupazioni sulla disciplina fiscale, sulla stabilità normativa e sulla direzione della politica economica. Nel 2025, l'attesa impennata della crescita potrebbe portare a una rapida riduzione del premio per il rischio, ma alcuni effetti di allargamento strutturale potrebbero richiedere più tempo per dissiparsi, soprattutto se il rating del credito della Francia venisse declassato nel corso del processo. Un effetto simile si farebbe sentire su tutto il portafoglio di attività rischiose, con gli spread del credito societario che potrebbero salire fino a 250 pb nel 2024 e i mercati azionari in calo del -12%, seguiti da una graduale ripresa nel 2025, quando la crescita economica aumenterà leggermente grazie alla spesa fiscale. Lo scenario di estrema sinistra avrebbe un forte impatto anche sui mercati immobiliari francesi, poiché l'aumento dei tassi di sconto inciderebbe sulle valutazioni già compromesse di tali attività (Figura 5). Tuttavia, sia un governo di estrema sinistra che uno di estrema destra potrebbero portare qualche beneficio ai prezzi delle case, in quanto alcune delle loro proposte incentiverebbero le ristrutturazioni e i sussidi per l'edilizia sociale⁶, anche se questi sarebbero soggetti a vincoli di bilancio e operativi.

Figura 5: Implicazioni per il mercato dei capitali di diversi scenari per le elezioni francesi

| Indicatori di mercato | Unità | 2023 Ultimo | | Tecnocratico - linea di base | | Maggioranza di estrema sinistra | | Maggioranza di estrema destra | |
|-----------------------|-------|-------------|--------|------------------------------|------|---------------------------------|------|-------------------------------|------|
| | | 2023 | Ultimo | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 |
| 10y OAT spread | bps | 53 | 75 | 60 | 50 | 120 | 90 | 90 | 70 |
| IG - Corp. spread | bps | 133 | 113 | 120 | 120 | 250 | 190 | 190 | 150 |
| EQ - CAC 40 | a/a% | 16.5 | 3.3 | 7 | 10 | -12 | 9 | -6 | 5 |
| Real Estate * | | | | | | | | | |
| Housing | y/y% | | -1.5 | -2.4 | 1.6 | -3.7 | 1.7 | -3.2 | 1.2 |
| Commerciale | ** | | | | -2.9 | | -8.8 | | -4.9 |

Nota:* I numeri relativi ai prezzi delle case includono l'impatto di misure specifiche per il mercato immobiliare negli scenari di estrema destra e di estrema sinistra; nel caso di un'implementazione non riuscita, il rimbalzo dei prezzi nel 2025 sarebbe inferiore

⁶ Altre misure, come i limiti alla crescita degli affitti e l'aumento della costruzione di case, avrebbero un impatto meno chiaro sull'aggregato (il primo) o la maggior parte degli effetti non si manifesterebbe prima del 2026.

all'1%. ****performance cumulativa 24-25 / Abbiamo leggermente rivisto al rialzo (in positivo) le nostre stime per un governo di estrema destra rispetto alla nostra precedente pubblicazione.**

Sources: LSEG Datastream, Allianz Research

Ci aspettiamo che la crescita del PIL subisca un calo contenuto a -0,3 punti percentuali nel 2025 con un governo del PFN. Ma il deficit pubblico salirebbe oltre il 6% del PIL e gli impatti economici negativi si accumulerebbero nel tempo a causa della perdita di competitività. Tenendo conto del previsto allargamento degli spread OAT (120 pb nel 2024, 90 pb nel 2025), delle prospettive per i prezzi azionari (-12% nel 2024, +9% nel 2025) e dell'impulso fiscale (1,2% del PIL, escluso il costo della riforma pensionistica), troviamo che un governo NFP potrebbe costare alla crescita del PIL 0,3pp nel 2025⁷. In questo scenario, l'effetto di stimolo alla crescita dell'espansione fiscale sarebbe più che compensato dagli effetti negativi della diminuzione della fiducia e dell'inasprimento delle condizioni finanziarie. Inoltre, scopriamo che l'effetto netto dell'aumento del salario minimo del +14% tra il 2025-2026 - un altro impegno fondamentale del PNF - si tradurrebbe in un effetto neutro sul PIL nel 2025, in quanto il sostegno ai consumi delle famiglie (l'aumento del salario minimo del +7% sostiene il salario a livello economico del +0,7⁸) sarebbe neutralizzato dalla perdita di posti di lavoro causato dall'aumento del costo della manodopera nella fascia bassa della distribuzione salariale⁹ e dal declino della competitività delle imprese (un aumento del salario minimo del 7% porterebbe alla perdita di circa 115.000 posti di lavoro dopo un anno, pari allo 0,4% dell'occupazione)¹⁰. Tuttavia, nel breve periodo, ci aspettiamo che le politiche del PNF portino a costi economici più elevati attraverso una minore creazione di posti di lavoro (soprattutto nella fascia bassa della distribuzione salariale) e una minore partecipazione al mercato del lavoro (a causa dell'aumento delle tasse e dei benefici sociali che disincentivano la partecipazione al mercato del lavoro e le ore di lavoro¹¹).

Figura 6: Impatto macroeconomico in vari scenari

| | Pre-election baseline | | | Technocratic government | | | Majority RN government | | | Majority Nouveau Front Populaire government | | |
|------|-----------------------|----------------|-------------|-------------------------|----------------|-------------|------------------------|----------------|-------------|---|----------------|-------------|
| | GDP growth | Public deficit | Public debt | GDP growth | Public deficit | Public debt | GDP growth | Public deficit | Public debt | GDP growth | Public deficit | Public debt |
| 2024 | 0.9 | -5.2 | 111.7 | 0.9 | -5.2 | 111.7 | 0.8 | -5.3 | 111.7 | 0.8 | -5.4 | 111.9 |
| 2025 | 1.3 | -4.3 | 112.6 | 1.3 | -4.9 | 113.2 | 1.0 | -5.7 | 114.4 | 1.0 | -6.0 | 114.7 |

Fonti: Oxford Economics, Allianz Research. Nota: crescita del PIL in %, deficit e debito pubblico in % del PIL.

Gli effetti di contagio sarebbero visibili a prescindere da chi vincerà le elezioni. Ma dovrebbero essere contenuti, data la garanzia implicita della BCE di intervenire in caso di "dinamiche di mercato disordinate".¹² Le elezioni anticipate hanno aumentato non solo gli spread dei titoli di Stato francesi (23 pb dal 7 giugno) ma anche quelli di altri Paesi, con Italia e Spagna (15 pb ciascuna) in testa tra le economie più grandi. Sebbene l'esito delle elezioni francesi sia in gran parte una preoccupazione interna, potrebbero verificarsi alcuni effetti di contagio che vanno da un potenziale minor sostegno finanziario da parte del secondo maggior contribuente dell'UE a un aumento marginale del rischio di disgregazione dell'Eurozona. I nostri scenari non di base più severi farebbero certamente

⁷ Come nell'analisi della scorsa settimana sulle conseguenze economiche di un potenziale governo RN, per la nostra simulazione utilizziamo il Global Economic Model sviluppato da Oxford Economics. Le avvertenze sono l'incertezza sulla relazione tra gli annunci di politica fiscale e i deficit e la reazione dei mercati finanziari, nonché l'esatta tempistica dell'allentamento fiscale (ipotizziamo che sia distribuito nell'arco del 2025-26). Inoltre, consideriamo solo l'impatto netto dell'allentamento fiscale sulla crescita, mentre le diverse misure politiche possono avere un impatto diverso sulla crescita e se il governo fatica a trovare entrate sufficienti per finanziare i suoi impegni, i rischi di una crisi fiscale aumenterebbero.

⁸ Quali sono le conseguenze economiche dell'aumento del salario minimo?, Éric Heyer & Matthieu Plane, OFCE.

⁹ L'aumento del costo del lavoro si verifica tipicamente nella fascia bassa della distribuzione salariale, perché i) la diffusione ai salari più alti degli aumenti del salario minimo si diluisce e ii) i tagli ai contributi sociali dei datori di lavoro aumentano tipicamente a causa dell'assetto del sistema fiscale francese.

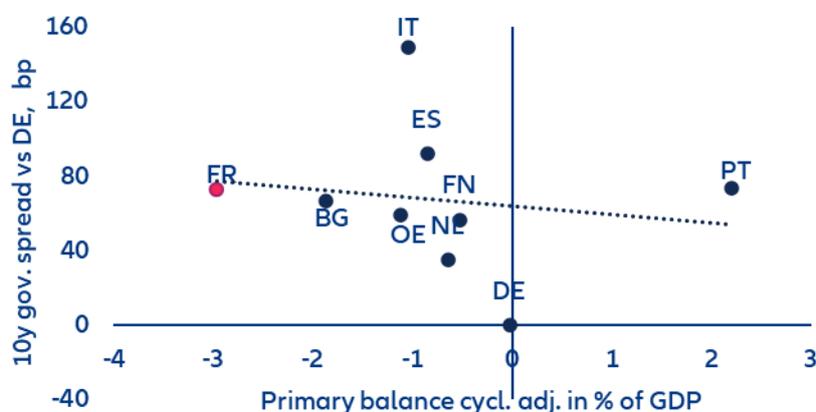
¹⁰ Lo stesso a 4.

¹¹ Una parte della letteratura economica stabilisce che una pressione fiscale superiore al 60% (comprese le imposte sul reddito, l'IVA e i contributi sociali) sul reddito delle famiglie porta a una minore attività economica. La Francia ci è già arrivata per i redditi elevati.

¹² Si veda [The Transmission Protection Instrument](#)

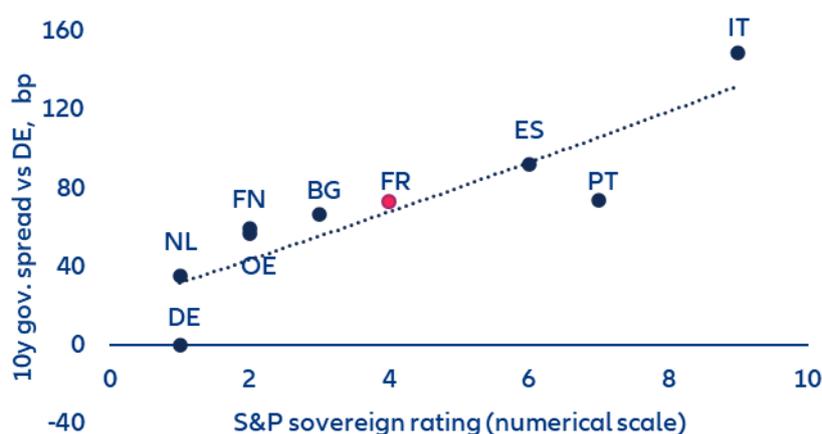
salire tutti gli spread in una certa misura. Tuttavia, dato lo strumento di protezione della trasmissione (TPI) della BCE, non ci aspettiamo che si ripeta la crisi del debito europeo del 2011 in questa fase.

Figura 7: Spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto alla posizione fiscale



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 8: Spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto al rating sovrano



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

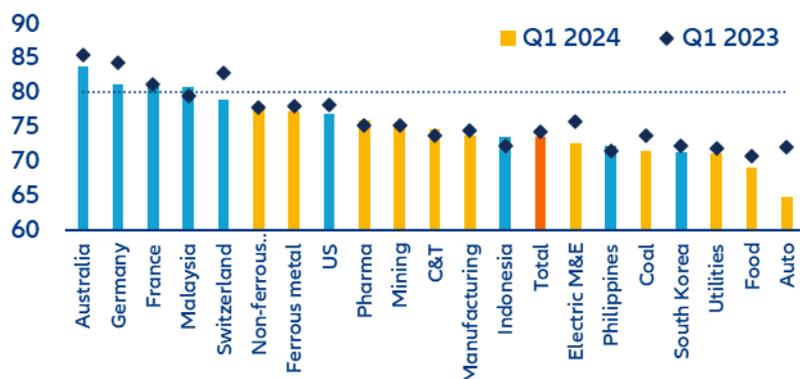
L'eccesso di capacità produttiva in Cina richiede maggiori investimenti in uscita

Le tensioni commerciali sono in aumento a causa dell'eccesso di capacità produttiva in Cina, soprattutto nei settori strategici, high-tech e green. La dichiarazione del G7¹³ pubblicata questo mese è l'ultima a sollevare preoccupazioni sull'eccesso di capacità nei settori industriali cinesi. Dalla pandemia e dall'inizio della crisi immobiliare in corso, la Cina ha effettivamente registrato una tendenza al ribasso del tasso di utilizzo della capacità industriale, che è sceso dal 77,2% nel primo trimestre del 2021 al 73,6% nel primo trimestre del 2024, il livello più basso dal 2016 (a parte le chiusure iniziali di Covid-19 nel primo trimestre del 2020). Ma la sovraccapacità non è un fenomeno nuovo in Cina: nell'ultimo episodio, i settori dell'acciaio e del carbone hanno affrontato una sovraccapacità all'indomani delle misure di stimolo seguite alla Grande Crisi Finanziaria. Oggi è di nuovo in gioco uno squilibrio ciclico, tra una domanda interna ancora debole e uno stimolo politico orientato ancora una volta verso misure dal lato dell'offerta, che non affronta il problema del sottoconsumo. Ciò che è diverso questa volta è che sono coinvolti settori considerati strategici, ad alta tecnologia e/o verdi: i tassi di utilizzo della capacità produttiva sono diminuiti di circa -9 punti percentuali dal 1° trimestre 2021 nei settori dei macchinari e delle

¹³ [G7 Leaders' Statement in Borgo Egnazia, Italy. | Élysée \(elysee.fr\)](#)

attrezzature elettriche e della produzione di autoveicoli, raggiungendo rispettivamente il 72,7% e il 64,9% nel 1° trimestre 2024 (figura 9).

Figura 9: Tassi di utilizzo della capacità produttiva (%), Cina totale e settoriale rispetto a paesi selezionati



Nota: C&T = computer e telecomunicazioni, Electric M&E = macchine e attrezzature elettriche.

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il divario tra i prezzi interni e quelli all'esportazione lascia agli esportatori cinesi la possibilità di abbassare ulteriormente i prezzi per mantenere o guadagnare ulteriori quote di mercato all'estero o per compensare l'aumento delle tariffe. Il minore tasso di utilizzo della capacità produttiva manterrà i prezzi più bassi più a lungo in Cina, poiché aumenta la concorrenza tra le imprese, costringendole a tagliare i prezzi e persino a subire un calo dei margini per mantenere la quota di mercato. In questo contesto, il numero di imprese industriali in perdita è in aumento in termini annui dall'ultimo trimestre del 2021, mentre i prezzi alla produzione sono in deflazione dall'ottobre 2022 (con una media del -3% annuo nel 2023 e del -2,5% annuo nei primi cinque mesi del 2024) e i prezzi dei beni di consumo si sono contratti in media del -0,3% annuo nel 2023 e del -0,4% annuo nei primi cinque mesi del 2024. Se si considerano i settori che hanno registrato i maggiori cali nei tassi di utilizzo della capacità produttiva negli ultimi anni, la deflazione è visibile nei prezzi al consumo degli elettrodomestici (-0,5% a/a in media nei primi cinque mesi del 2024), delle apparecchiature per le comunicazioni (-2,3% a/a) e dei veicoli (-4,9% a/a). In seguito al calo della domanda globale dello scorso anno, anche i prezzi all'esportazione hanno subito una forte flessione (-8,2% a/a in media nella seconda metà del 2023). Tuttavia, dalla fine dell'anno scorso sono aumentati (Figura 10), rompendo la consueta correlazione con i prezzi alla produzione nazionali. Ciò suggerisce che le imprese cinesi potrebbero utilizzare i mercati esteri per compensare i margini più bassi del mercato interno.

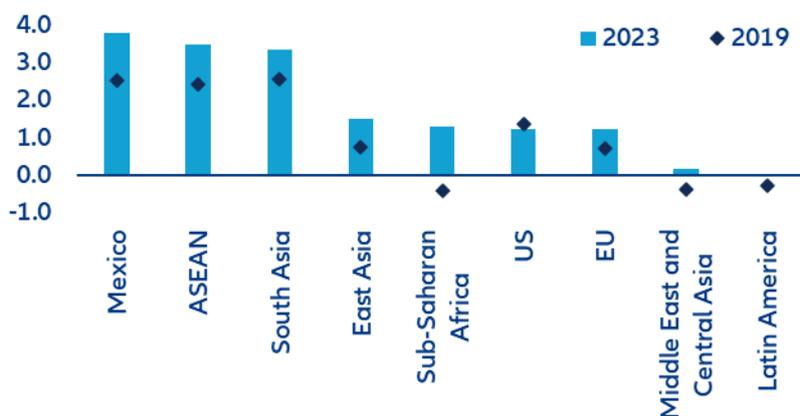
Figura 10: Indici dei prezzi in Cina, gennaio 2019 = 100



Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

In questo contesto, il surplus commerciale della Cina è destinato a crescere ulteriormente, soprattutto con le economie emergenti. La domanda interna ancora debole e l'aumento della capacità produttiva della Cina, insieme al sostegno del governo, alla competitività dei costi, all'elevata efficienza produttiva e all'innovazione, fanno sì che il surplus industriale trovi spazio nei mercati esteri. La quota di mercato globale delle esportazioni cinesi¹⁴ è passata dal 17,8% dell'era pre-pandemia (media 2015-2019) al 20% in media tra il 2021 e il 2023 e nei primi mesi del 2024. Le economie emergenti rappresentano più della metà delle esportazioni cinesi (55,6% in media tra il 2015 e il 2019 contro il 56,3% nei primi mesi del 2024). L'attenzione verso questi mercati è particolarmente evidente nel settore dei veicoli elettrici (EV). Con una guerra dei prezzi sempre più aspra nel mercato interno che erode la redditività dei produttori di veicoli elettrici, l'esplorazione di opportunità all'estero è diventata una priorità per molti. Poiché l'Europa e gli Stati Uniti, due dei maggiori mercati mondiali di veicoli elettrici dopo la Cina, stanno imponendo barriere commerciali contro i veicoli elettrici cinesi, molti produttori cinesi di veicoli elettrici stanno rivolgendo la loro attenzione ai Paesi in via di sviluppo, soprattutto nel Sud-Est asiatico e in Sud America. Sebbene i mercati dei veicoli elettrici in queste regioni non siano così grandi, stanno crescendo rapidamente grazie a un massiccio sostegno da parte dei governi e, cosa più importante, sono più favorevoli alle esportazioni cinesi. In Thailandia, il più grande mercato EV del sud-est asiatico, quattro dei cinque marchi e modelli EV più venduti nel 2023 provengono dalla Cina. Anche altri Paesi del Sud-Est asiatico hanno visto una partecipazione significativa dei produttori cinesi di veicoli elettrici. Ad esempio, BYD ha raggiunto una significativa penetrazione nel mercato, raggiungendo il primo posto nelle vendite di veicoli elettrici a Singapore, in Thailandia e in Malesia. Di conseguenza, e in concomitanza con le importazioni ancora deboli, la bilancia commerciale della Cina con le economie emergenti è aumentata rapidamente negli ultimi anni (Figura 11).

Figura 11: Saldo commerciale della Cina con i partner, in % del PIL dei partner



Fonti: ITC, LSEG Datastream, Allianz Research

L'aumento degli investimenti cinesi all'estero potrebbe contribuire a mitigare l'eccedenza commerciale, ma potrebbe subire delle resistenze geopolitiche. L'aumento degli investimenti in uscita potrebbe spostare parte della capacità produttiva cinese all'estero, condividendo al contempo conoscenze e tecnologie, fornendo un'ulteriore fonte di capitale e contribuendo allo sviluppo di capacità produttive in altri Paesi. Ci sono segnali di aumento degli investimenti cinesi in uscita: tra aprile 2023 e marzo 2024, sono stati annunciati almeno 41 progetti cinesi di produzione e logistica in Messico (contro i meno di 20 dell'anno precedente) e almeno 39 in Vietnam (contro i meno di 10 dell'anno precedente). Nel settore dei veicoli elettrici in Sud America, Messico e Brasile sono le principali destinazioni degli investimenti cinesi nel settore automobilistico, ciascuno per ragioni diverse. Ad esempio, dall'inizio di quest'anno, almeno tre grandi produttori cinesi di veicoli elettrici si sono impegnati a investire in Brasile per sfruttare il pacchetto verde da 19 miliardi di dollari del governo brasiliano. Nel frattempo, gli investimenti cinesi in Messico sono cresciuti soprattutto come mossa strategica per aggirare le tariffe e le restrizioni statunitensi. L'anno scorso sono stati registrati in Messico 33 fornitori cinesi di auto, 18 dei quali esportavano negli Stati Uniti. Nel complesso, l'aumento degli investimenti cinesi all'estero potrebbe essere una soluzione vantaggiosa per tutti nel

¹⁴ Dei primi 25 esportatori mondiali

lungo periodo, come ha dimostrato l'esperienza del Giappone negli anni Ottanta. Tuttavia, mentre ciò sta già avvenendo e probabilmente aumenterà nelle economie emergenti, gli investimenti cinesi si scontreranno con le resistenze geopolitiche degli Stati Uniti e dell'Europa occidentale.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

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 potrebbero differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, 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 dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione,

e (xi) fattori generali di concorrenza, 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, tranne che per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

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