

Allianz Research

# Un atterraggio lento per la Cina

Cosa osservare: Picco dei tassi di riferimento della BCE, aumento dei prezzi dell'energia nel 4° trimestre e aziende che risentono del calo della domanda.

7 Settembre 2023

## Cosa guardare

Ludovic Subran

Chief Economist

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ana Boata

Head of Economic Research

[Ana.boata@allianz-](mailto:Ana.boata@allianz-trade.com)

[trade.com](mailto:Ana.boata@allianz-trade.com)

Pablo Espinosa Uriel

Investment Strategist

[pablo.espinosa-](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)

[urriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urriel@allianz.com)

Roberta Fortes

Senior Economist

[roberta.fortes@allianz-](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

[trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

Björn Griesbach

Senior Investment Strategist

[bjorn.griesbach@allianz.com](mailto:bjorn.griesbach@allianz.com)

Ano Kuhanathan

Head of Corporate Research

[ano.kuhanathan@allianz-](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

[trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

Maria Latorre

B2B Sector Advisor

[maria.latorre@allianz-](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

[trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

Maxime Lemerle

Lead Analyst for Insolvency

Research

[maxime.lemerle@allianz-](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

[trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

Nikhil Sebastian

Data Analyst

[nikhil.sebastian@allianz-](mailto:nikhil.sebastian@allianz-trade.com)

[trade.com](mailto:nikhil.sebastian@allianz-trade.com)

- **Riunione del Consiglio direttivo della BCE:** ancora un rialzo o una pausa da falco?
- **Prospettive energetiche:** nessuna crisi imminente, ma prezzi più alti e più a lungo.
- **Ritorno a scuola per le imprese** - il rallentamento della domanda sta colpendo più rapidamente delle condizioni di finanziamento più rigide sia negli USA che nell'UE

## In evidenza - Un atterraggio lento per la Cina

- **Il consumatore cinese è al centro delle misure di sostegno pubblico, ma la ricostruzione della fiducia richiederà tempo.** Entro la fine dell'anno sono probabili altre misure di sostegno per stimolare l'occupazione (ad esempio, tagli alle aliquote societarie, in particolare per le PMI). Le elargizioni in denaro o i tagli alle aliquote IVA non sono ancora l'opzione preferita, ma restano probabili.
- **Il mercato immobiliare dovrebbe stabilizzarsi su livelli bassi.** Si prevede che ulteriori misure di alleggerimento normativo consentiranno agli acquirenti di seconde case di diventare acquirenti di prime case in un maggior numero di città di primo livello. Insieme a ulteriori tagli dei tassi e alla riduzione del coefficiente minimo di acconto per gli acquirenti di prime e seconde case, ciò dovrebbe contribuire a ridurre la carenza di alloggi e a migliorare la fiducia. Per quanto riguarda le infrastrutture, si prevede che le quote annuali saranno completamente utilizzate entro la fine di settembre e si dovrebbe annunciare una spesa aggiuntiva per evitare un fiscal cliff nel quarto trimestre (0,5% del PIL dalle quote inutilizzate del 2022).
- **La Cina continuerà a esportare deflazione, poiché permane una sovraccapacità nel settore manifatturiero.** Ciò ha spinto le aziende cinesi in un ciclo di deflazione dei prezzi delle esportazioni e ha ridotto in media di -1pp l'inflazione a/a negli Stati Uniti e nell'Eurozona da giugno.
- **Nonostante le recenti misure di allentamento, l'orientamento della politica monetaria è ancora troppo restrittivo.** I recenti tagli ai tassi sui prestiti e sui depositi esistenti potrebbero liberare circa +0,3pp di crescita grazie all'aumento della spesa dei consumatori, ma l'impulso negativo al credito sta costando -0,8pp in termini di crescita annuale del PIL. Pertanto, ci aspettiamo altri due tagli dei tassi su larga scala (incluso il RRR sui depositi in valuta) prima della fine dell'anno.

- **Sebbene l'attività e i mercati dei capitali abbiano probabilmente toccato il fondo, ci aspettiamo una crescita lenta in futuro, a causa degli aggiustamenti strutturali di lunga durata.** Abbiamo tagliato la nostra previsione di crescita del PIL a +5,3% nel 2023. Le principali economie hanno ridotto l'esposizione dopo la pandemia (in media -0,1pp per -1pp sulla crescita delle importazioni) contro oltre -0,5pp per Cile, Indonesia, Thailandia e Malesia. Prevediamo un USDCNY intorno a 7,2 fino a fine anno, rendimenti sovrani a 10 anni al 2,7% quest'anno e al 3% l'anno prossimo e un +5% circa nell'azionario fino a fine anno, seguito da una lieve performance nel 2024.

## Riunione del Consiglio direttivo della BCE - ancora un rialzo o una pausa da falco?

In vista della prossima riunione del Consiglio direttivo del 14 settembre, i responsabili politici della BCE sono alle prese con un panorama economico sempre più complesso. Mentre l'inflazione è ancora inaccettabilmente alta, una serie di indicatori anticipatori segnalano un aumento della probabilità di un rallentamento economico più marcato (Figura 1). L'Economic Sentiment Indicator (ESI) ha registrato la performance più debole dalla crisi dell'Eurozona, escluso il periodo della pandemia. Nel frattempo, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) si è attestato su livelli inferiori alla soglia espansiva di 50 sia per il settore manifatturiero che per quello dei servizi. Sul fronte finanziario, l'indagine sui prestiti bancari (Bank Lending Survey, BLS) indica la più rapida contrazione della domanda di credito dall'inizio delle registrazioni nel 2003, un quadro che si accompagna a un netto calo degli aggregati monetari e dei prestiti bancari (M1: -9,5% a/a). Isabel Schnabel, membro influente e solitamente molto falco del comitato esecutivo della BCE, la scorsa settimana ha ammesso che "i nuovi prestiti sono diminuiti bruscamente" a causa dell'aumento dei tassi di interesse e che "l'attività e il volume degli ordini nel settore manifatturiero sono scesi bruscamente a livelli tipicamente visti solo in profonde recessioni". Sebbene il mercato del lavoro rappresenti ancora un contrasto sconcertante, con il tasso di disoccupazione che rimane ai minimi storici, come l'inflazione i dati sono indicatori ritardati e potrebbero facilmente oscillare in territori meno favorevoli. Un'altra dimensione inquietante è la "compressione del reddito reale" che le famiglie europee stanno vivendo. L'inflazione ha superato in modo significativo la crescita dei salari nominali, causando una perdita di reddito reale di circa il 4%. Ciò suggerisce che i consumi delle famiglie, la componente più importante del PIL, potrebbero subire un colpo significativo nel breve termine se i consumatori modificano i loro comportamenti di spesa..

Figura 1: Indicatori economici anticipatori dell'Eurozona (Z-scores) e PIL

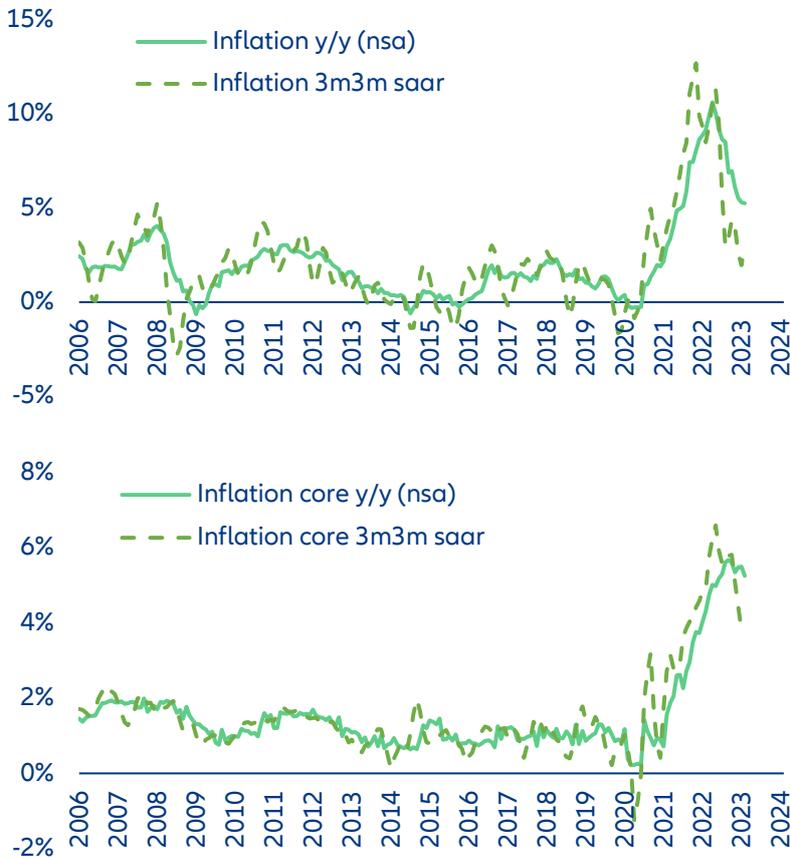


Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: i tassi di crescita estremi del PIL durante la pandemia del 2020 non sono visualizzati a causa dei limiti di scala.

**Un'analisi sequenziale dei dati sull'inflazione, rispetto al confronto su base annua, rivela una traiettoria discendente un po' più rapida.** Nonostante una sgradita riaccelerazione della componente energetica in agosto, l'ultimo tasso di inflazione 3m/3m annualizzato e destagionalizzato si è attestato al 3,0% (core: 3,9%) rispetto al tasso ufficiale del 5,3% a/a (core: 5,3%, Figura 2). Anche l'inflazione dei servizi si è ridotta rispetto al picco di luglio, portando sollievo ai responsabili politici. La disinflazione in corso coincide con un cambiamento significativo nella strategia di comunicazione della BCE. Mentre a giugno l'attenzione era ancora rivolta ai rischi di un'inflazione persistente ed elevata, da allora il tono si è orientato verso i rischi di una contrazione economica. Nel suo intervento al simposio economico di Jackson Hole, la presidente della BCE Christine Lagarde ha sottolineato l'attuale incertezza economica. Ha inoltre evidenziato la sfida che i banchieri centrali devono affrontare con shock dal lato dell'offerta come la pandemia di Covid-19, la

guerra in Ucraina e il cambiamento climatico. Tuttavia, ha ribadito la necessità di mantenere "i tassi d'interesse a livelli sufficientemente restrittivi" per raggiungere l'obiettivo di inflazione a medio termine del 2%, senza tuttavia indicare dove si trovi questo livello.

Figura 2: Inflazione (core) dell'Eurozona su base annuale e sequenziale



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

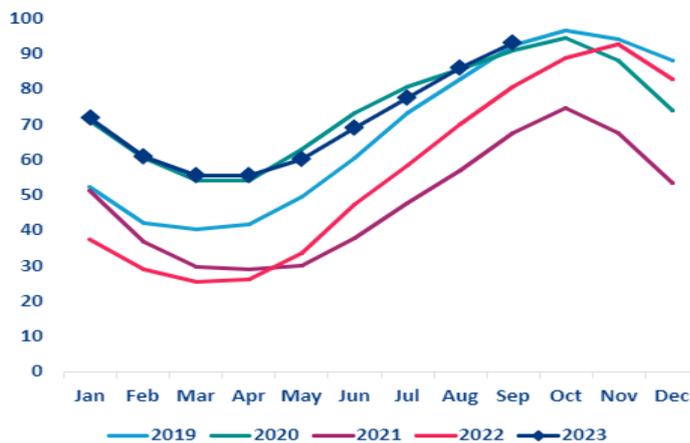
**Anche se continuiamo a prevedere che la BCE attuerà un ultimo rialzo di 25 punti percentuali per arrivare a un tasso massimo del 4% (tasso di deposito), c'è un rischio crescente che i responsabili politici possano optare per una pausa da falco la prossima settimana.** A giugno, la Lagarde aveva mantenuto aperte le opzioni, affermando che le decisioni future sarebbero dipese dai dati in arrivo e dalle nuove proiezioni macroeconomiche. Data la traiettoria deludente dei principali indicatori di crescita economica e la disinflazione lenta ma in atto, è ora molto probabile che il Consiglio direttivo opti per una pausa da falco. In questo caso, è probabile che la comunicazione sottolinei la necessità di mantenere i tassi di interesse a livelli elevati per un periodo prolungato, pur mantenendo l'opzione di ulteriori aumenti dei tassi se giustificati. Indipendentemente dalla decisione, la riunione si preannuncia come un evento cruciale, in quanto verranno presentate anche le nuove proiezioni dello staff, che offriranno indicazioni sulle prospettive economiche e di politica monetaria a medio termine..

## Prospettive energetiche: nessuna crisi imminente, ma prezzi più alti più a lungo

**Con l'obiettivo del 90% già raggiunto - ben prima della scadenza del 1° novembre - è probabile che l'Europa arrivi all'inverno 2023-2024 con lo stoccaggio di gas pieno.** L'UE è riuscita a ridurre in modo significativo la sua dipendenza dal gas russo, che oggi rappresenta meno del 20% delle importazioni totali (rispetto al 41% di prima della guerra). Le importazioni di gas naturale liquefatto (GNL) da fornitori

alternativi (soprattutto dagli Stati Uniti) hanno registrato un netto aumento, con l'Europa che ha importato oltre il 20% in più di GNL rispetto all'anno precedente. Al di là di questi spostamenti dell'offerta, una combinazione di fattori ha giocato a favore dell'Europa. Le temperature invernali più miti del 2022-2023, notevolmente inferiori alla media del decennio, hanno contribuito in modo significativo a ridurre il consumo energetico del continente. Questo, unito a diffuse iniziative di risparmio energetico, ha fatto sì che l'Europa consumasse molto meno del previsto: La domanda di gas è stata del 13% inferiore alla media nel primo trimestre del 2023.

Figura 3: Livello di stoccaggio di gas nell'UE (%)



Fonti: AGSI, Allianz Research

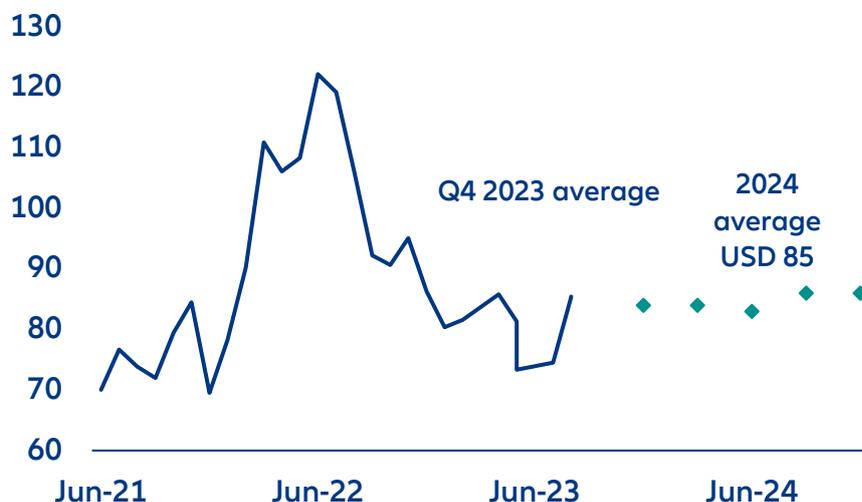
**Tuttavia, il panorama energetico europeo rimane pieno di incertezze.** Mentre i risparmi ottenuti dalle aziende dovrebbero essere sostenibili, la maggior parte dei risparmi delle famiglie è dovuta agli effetti meteorologici, che potrebbero rappresentare un rischio in futuro. Un inverno più rigido potrebbe ancora mettere a dura prova le riserve energetiche del continente. Se un inverno rigido è accompagnato da scarse prestazioni delle fonti di energia rinnovabile (solare ed eolica), la domanda potrebbe superare l'offerta, con conseguente esaurimento dei livelli di stoccaggio nella prossima primavera e potenziali tensioni sui prezzi dell'energia per le famiglie e le imprese europee. In effetti, i prezzi del gas naturale, che hanno goduto di una relativa stabilità per la maggior parte del 2023, sono suscettibili di volatilità. Prevediamo che nel quarto trimestre del 2023 i prezzi del gas naturale saranno in media di 45 euro/MWh (rispetto agli attuali 35 euro/MWh).

Un'altra fonte di incertezza per il gas europeo è il potenziale impatto della ripresa cinese. Nel 2022, essendo il Paese sottoposto a una rigida politica di zero Covid, la domanda di energia e di GNL da parte della Cina è rimasta contenuta. In questo contesto, la ripresa della crescita cinese, più morbida del previsto, rappresenta un sollievo per i prezzi del gas. Tuttavia, nel lungo periodo, l'Europa dovrà affrontare una maggiore concorrenza con la Cina. Con la spinta del paese a passare dal carbone a fonti energetiche più pulite, il GNL si posiziona come alternativa preferita. Di conseguenza, l'Europa si troverà a competere con la Cina non solo sui prezzi, ma anche sulla disponibilità delle forniture. L'intensificarsi della concorrenza potrebbe mettere a dura prova la sicurezza energetica dell'Europa, soprattutto in periodi di tensioni sulle forniture, sottolineando l'urgenza di diversificare le fonti energetiche e di ridurre la dipendenza dalle importazioni di GNL.

**La forte presa dell'OPEC+ significa che il petrolio rimarrà costoso.** I recenti sviluppi del mercato petrolifero globale hanno segnalato una stretta dell'offerta, con i due principali attori Arabia Saudita e Russia che hanno esteso i loro tagli volontari alla produzione. Martedì l'Arabia Saudita ha annunciato di aver prolungato il taglio di 1 milione di barili al giorno (bpd) fino alla fine del 2023, una mossa che sottolinea la determinazione del Paese ad aumentare i prezzi. Anche la Russia ha deciso di estendere i suoi tagli alle esportazioni di petrolio di 300.000 bpd fino alla fine dell'anno. Queste decisioni, prese in un contesto di

mercati volatili, hanno spinto i prezzi del Brent al di sopra della soglia dei 90 USD/bbl per la prima volta dal novembre 2022. Prevediamo che i prezzi del Brent si attesteranno in media a 84 USD/bbl nel quarto trimestre del 2023, a causa di un contesto macroeconomico morbido, e prevediamo un prezzo medio di 85 USD/bbl nel 2024, dato che l'offerta dovrebbe rimanere limitata il prossimo anno.

Figura 4: Previsioni sul prezzo del petrolio

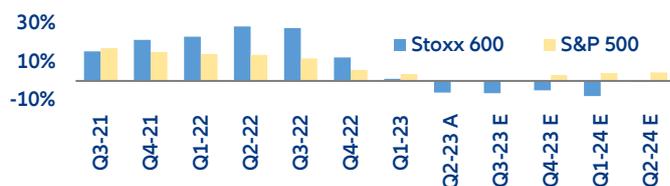


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

## Ritorno a scuola per le imprese: il rallentamento della domanda è più rapido del restringimento delle condizioni di finanziamento sia negli USA che nell'UE

La stagione degli utili del secondo trimestre ha confermato che le aziende risentono del calo della domanda e dei costi di produzione ancora elevati: I ricavi globali sono scesi in media del **-1,9% a/a**, con **tutte le regioni che hanno registrato una contrazione per la prima volta dal 2020**. I ricavi negli Stati Uniti sono scesi del **-0,3% a/a**, anche se vale la pena notare che le società dello S&P 500 hanno evitato la recessione, con un fatturato in crescita del **+0,5% a/a**, grazie al contributo positivo del settore finanziario (**+11,3% a/a**). Al contrario, dopo aver mostrato una certa resistenza nella stagione degli utili del 1° trimestre, le società europee sono entrate in territorio negativo. Sebbene non tutte le società dello Stoxx 600 abbiano pubblicato i loro risultati, si prevede che le vendite delle aziende dell'indice scendano del **-6,0% a/a**, in gran parte appesantite dal settore energetico. Escludendo l'energia, i ricavi dovrebbero aumentare del **+0,6%**. Nel frattempo, gli utili globali sono scesi in media del **-1,2% a/a**, con le società di entrambe le sponde dell'Atlantico che hanno registrato un calo degli utili per azione (**-2,9% a/a** per lo S&P 500 e **-5,0% a/a** per lo Stoxx 600). I trasporti marittimi (**-77%** su base annua), la carta e le foreste (**-52%** su base annua), i prodotti chimici (**-51%** su base annua) e i metalli e l'industria mineraria (**-45%** su base annua) hanno registrato le maggiori contrazioni, a causa del calo della domanda, dei prezzi e dei costi di produzione ancora elevati.

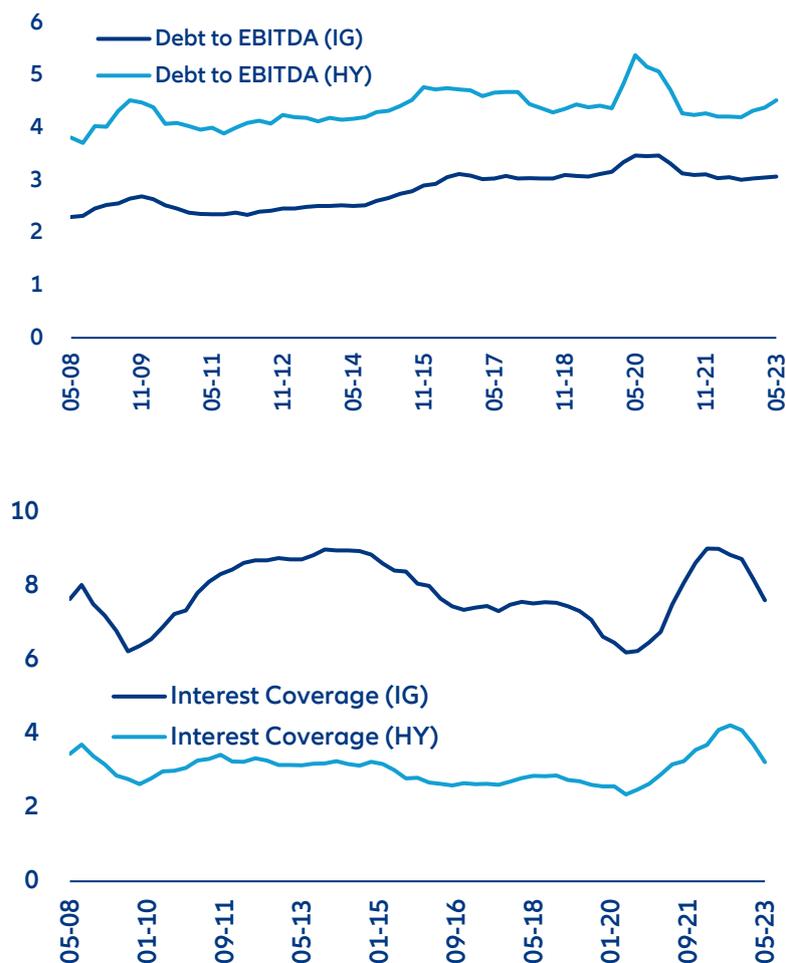
Figura 5: Crescita trimestrale dei ricavi (a/a) per le aziende in Europa e negli Stati Uniti



Sources: Refinitiv IBES, Allianz Research

**Il pieno effetto dell'aumento dei tassi di interesse si profila ancora nei prossimi trimestri.** Ciò colpirà in particolare le società ad alto rendimento che hanno aumentato la leva finanziaria dal quarto trimestre del 2022 (Figura 6) e potrebbe innescare potenziali declassamenti del rating. Ciò aumenterà ulteriormente la pressione, in quanto i rating più bassi comportano costi di finanziamento e rifinanziamento ancora più elevati. Le società hanno ancora una capacità di copertura degli interessi superiore ai livelli pre-pandemia (2017-2019), ma il rapporto si è visibilmente ridotto sia per i segmenti high-yield che per quelli investment-grade. Date le fosche prospettive economiche che minacciano la generazione di utili nel secondo semestre del 2023, non ci aspettiamo che questa tendenza al ribasso si inverta nel breve periodo.

Figura 6: Rapporto medio tra debito ed EBITDA (primo) e copertura degli interessi (secondo)

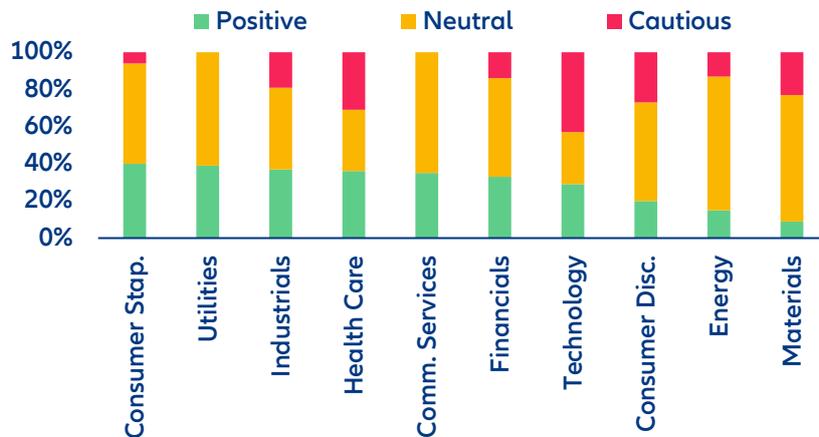


Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

**In prospettiva, il terzo trimestre dovrebbe essere misto e particolarmente negativo per l'Europa.** Negli ultimi 30 giorni, le aspettative sugli utili del terzo trimestre sono cambiate del -1,0% a livello globale, con l'Eurozona che ha subito la maggiore revisione al ribasso (-8,0%), seguita dall'Europa nel suo complesso<sup>1</sup> (-6,0%) e dai mercati emergenti (-2,6%). Gli Stati Uniti, invece, hanno registrato una leggera revisione al rialzo (+3,5%), suggerendo che forse il peggio è passato per le aziende americane. Circa il 52% delle società europee ha fornito una guidance neutrale per la seconda metà del 2023, ma questo rappresenta un passo indietro rispetto all'ottimismo dei trimestri precedenti. I settori con il più alto rapporto tra downgrade e upgrade delle guidance sono i materiali (2,6), la tecnologia (1,5) e i beni di consumo discrezionali (1,4), il che non sorprende in un contesto di incertezza economica.

<sup>1</sup> Eurozona-15 + resto d'Europa

Figura 7: Europa - Distribuzione delle guidance aziendali (2023 FY) per settore, condivise nel corso della stagione degli utili del Q2



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

**Allo stesso tempo, le scorte elevate e l'alto fabbisogno di capitale circolante (WCR) potrebbero costringere le aziende a ridurre il debito, gli investimenti, lo sviluppo di nuove attività o la ricerca e sviluppo.** Secondo i bilanci pubblicati per il 2° trimestre 2023\*, il calo delle scorte tradizionalmente registrato nel secondo trimestre dell'anno non è riuscito a compensare le tendenze dei trimestri precedenti (Stati Uniti) o non si è verificato (Europa), segno di un eccesso di scorte che riflette almeno in parte vendite meno vivaci del previsto. Complessivamente, le scorte rimangono al di sopra dei livelli dell'anno precedente negli Stati Uniti (+2 giorni su base annua a partire dal secondo trimestre) e in Europa (+3 giorni su base annua). Negli Stati Uniti, nonostante il calo del secondo trimestre (-2 giorni q/q, rispetto ai -2 giorni della media 2008-2022), la maggior parte dei settori (16 su 21) ha registrato scorte più elevate rispetto all'anno precedente, in particolare computer/telecomunicazioni, prodotti chimici e mezzi di trasporto. In Europa, le scorte sono rimaste stabili in termini trimestrali e globali (+0,4 giorni q/q contro un calo di 1 giorno q/q per la media 2008-2022), ma la maggior parte dei settori (15 su 21) ha registrato un aumento delle scorte nel confronto annuale, con i maggiori incrementi nell'elettronica, nella chimica e nella carta. Allo stesso tempo, i ritardi medi di pagamento si sono ridotti negli Stati Uniti e in Europa per la maggior parte dei settori su base annua e sequenziale. Tuttavia, l'accelerazione dei pagamenti è stata più marcata dal lato dei fornitori che da quello dei clienti, cosicché l'effetto netto è rimasto positivo (+1,8 giorni a/a e +0,3 rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa occidentale). Di conseguenza, ha contribuito ad aumentare il WCR, soprattutto per le apparecchiature domestiche negli Stati Uniti e in Europa, nonché per i servizi B2B e i mezzi di trasporto (Stati Uniti) e per i servizi B2C e il settore automobilistico (Europa occidentale).

Figura 8: Variazione di DSO, DPO, scorte e WCR, per settore, T2 2023

	QUARTERLY CHANGE (q/q)								ANNUAL CHANGE (y/y)							
	US				Western Europe				US				Western Europe			
	DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR
Agrifood	-2	-1	-3	-4	0	0	0	0	1	3	3	1	-2	-3	-2	-1
Automotive	-1	-2	-3	-1	0	0	-2	-2	-1	-2	0	1	-1	-5	-1	2
Chemicals	-1	-3	-3	-2	0	0	3	3	-1	0	7	5	0	-3	7	10
Computers & Telecom	0	-1	1	1	-1	-1	2	2	2	-1	13	15	-1	1	7	5
Construction	-4	-2	-3	-5	0	0	-2	-1	1	1	3	3	0	0	4	4
Electronics	-3	-4	-6	-5	2	3	3	2	-3	-3	2	2	0	-1	13	15
Energy	2	3	4	3	4	3	1	2	-3	-2	3	2	0	2	0	-2
Household Equipment	-1	-2	-9	-9	0	-1	2	2	-2	-6	-6	-2	0	-4	-1	4
Machinery & Equipment	-2	-2	-4	-5	-1	-2	-1	0	-1	-4	1	3	-2	-4	1	3
Metals	-2	-1	0	-2	-2	0	-1	-3	-2	-2	2	2	-4	-3	4	3
Paper	-1	-2	0	1	0	0	4	5	-2	0	3	0	-2	0	7	5
Pharmaceuticals	-3	-3	-3	-3	-1	0	2	2	-1	-1	1	1	-5	-3	4	2
Retail	0	2	1	-2	0	-1	-2	-1	0	-3	-2	0	0	-1	1	2
Services - Financials	0	0	-2	-1	-7	-6	-5	-6	-1	-2	3	4	-5	-5	0	0
Hotels/restaurants/tourism	-1	-1	0	0	-3	-1	2	0	0	-2	-1	1	-3	-3	1	0
Other B2B services	-1	-4	-3	0	0	1	1	0	0	-4	1	5	-3	-5	2	4
Other B2C services	-2	-2	-1	-2	-1	-4	-1	2	-4	-2	-1	-2	2	-1	0	4
Software & IT services	-1	-1	1	0	0	-1	-2	-1	1	1	-2	-2	0	0	-2	-2
Textiles	-1	8	3	-6	0	4	4	0	-2	-4	4	6	-2	-4	4	7
Transport	-1	0	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-3	1	2	-2	-4	-1	-2	-4
Transport Equipment	1	-3	3	7	-4	-4	-12	-12	1	-4	6	12	-7	-9	-6	-4
All sectors	-1	-1	-2	-2	1	1	0	1	-1	-2	2	3	-1	-2	3	3

(\*) sulla base dei bilanci del 2° trimestre 2023 delle imprese che hanno rilasciato una versione estesa e dettagliata (ossia risultati operativi/finanziari + bilanci) al 1° settembre (1.560 imprese negli Stati Uniti e 990 in Europa occidentale, su 12.700 imprese a livello globale) e utilizzando campioni cilindrici per ogni confronto di periodo

Fonti: Eikon/Refinitiv, Allianz Research

Nel complesso, quasi tre settori su quattro registrano ancora un WCR più alto all'inizio del 3° trimestre rispetto all'anno scorso. Gli Stati Uniti (+3 giorni a/a a livello nazionale) guidano il rimbalzo globale dei WCR per computer/telecomunicazioni, energia, servizi B2B e mezzi di trasporto, mentre i servizi B2C, i software/servizi informatici e le attrezzature per la casa registrano WCR minori. In Europa (+3 giorni a/a), dove il Regno Unito (+8) guida l'aumento regionale del WCR, davanti a Spagna (+7) e Germania (+4), spiccano otto settori: elettronica, chimica, edilizia, apparecchiature per la casa, metalli, carta, servizi B2C e tessile. Nel breve termine, non ci aspettiamo una grande riduzione del WCR, poiché parte dei livelli più elevati di scorte è spiegata da fattori strutturali derivanti dai recenti sviluppi geopolitici e dagli shock della catena di fornitura che hanno spinto le aziende a passare dalla strategia di gestione delle scorte "just-in-time" a quella più costosa "just-in-case" (near/friend shoring).

## Cina - Atterraggio lento

Il consumatore cinese è al centro delle misure di sostegno pubblico annunciate di recente, che dovrebbero affrontare ma non risolvere del tutto la crisi di fiducia. Le prospettive occupazionali sono ai livelli più bassi dall'inizio del 2023 e un giovane su cinque è disoccupato, mentre settori chiave come l'informatica, l'immobiliare e la finanza riducono le prospettive di assunzione. Il mercato immobiliare è stato colpito da tassi di interesse reali vicini al 5%, che hanno limitato le prospettive per i nuovi acquirenti ma hanno anche mantenuto elevato l'onere del debito per quelli esistenti. Di conseguenza, le recenti misure annunciate dalle autorità si concentrano su consumi, alloggi e finanziamenti, anche se sono incrementali e lontane dai bazooka fiscali visti negli anni passati (Figura 9). Dovrebbero evitare un ulteriore peggioramento dell'attività economica, ma non porteranno a una ripresa solida e duratura della crescita. Pertanto, riteniamo probabile che vengano annunciate ulteriori misure di sostegno per stimolare l'occupazione. Alcune di queste misure potrebbero assumere la forma di tagli alle aliquote societarie, in particolare per le PMI. L'elargizione di contanti non è l'opzione preferita per ora, ma dato l'aumento delle pressioni deflazionistiche e le scarse prospettive per i consumi, potrebbe essere attuata alla fine dell'anno se i dati dovessero rimanere al di sotto delle aspettative. Le autorità devono ancora raggiungere l'obiettivo di crescita di "circa il 5%", mentre il tasso di crescita riportato nella prima metà dell'anno è pari al 4,3%.

Figura 9: 50 parole più utilizzate nei piani recenti delle autorità

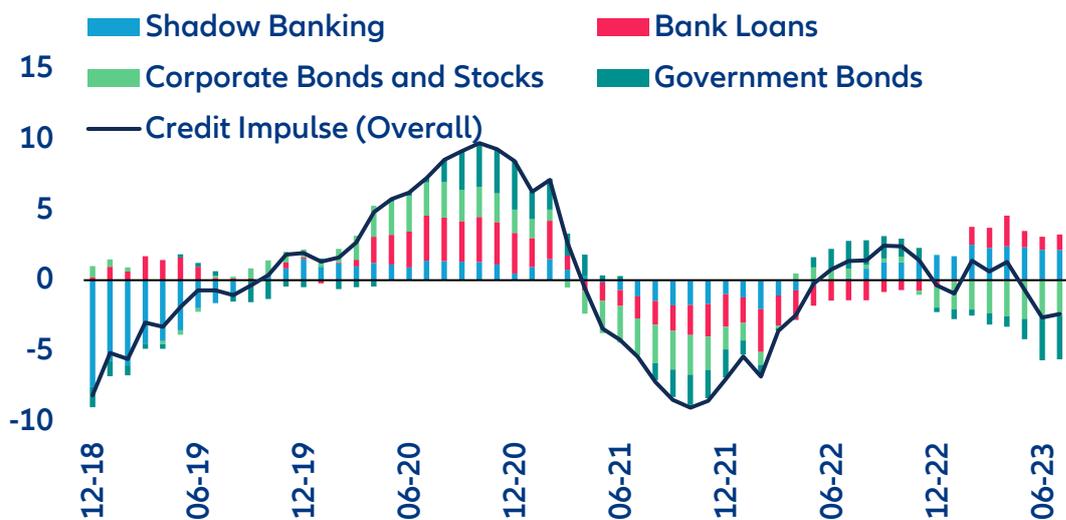


Fonti: documenti ufficiali, Allianz Research

Le autorità si sono mosse con relativa rapidità per affrontare il crollo del mercato immobiliare attraverso ulteriori misure di alleggerimento normativo per consentire agli acquirenti di seconde case di diventare acquirenti di prime case e ridurre la carenza di alloggi. Mentre l'attività edilizia sarà sostenuta dall'accelerazione della spesa per le infrastrutture - l'emissione di obbligazioni da parte degli enti locali è aumentata grazie alle direttive di inizio agosto che imponevano agli enti locali di utilizzare appieno le quote annuali di obbligazioni speciali entro la fine di settembre - le prospettive del settore residenziale rimangono deboli. Una buona notizia viene dal fatto che un maggior numero di città Tier-1/2 può alleggerire ulteriormente i requisiti di acconto minimo oltre alla riduzione ufficiale (per la prima casa al 20%, contro il precedente 20%-35% in media, e per la seconda casa al 30%, contro il precedente 30%-70%, il che consentirà di ridurre la carenza di alloggi. Prevediamo che a settembre-ottobre saranno annunciati ulteriori investimenti infrastrutturali per evitare il fiscal cliff, dato che si prevede che i governi locali avranno speso tutti i proventi delle obbligazioni speciali. Rimane circa lo 0,5% del PIL dalle quote inutilizzate del 2022.

**L'orientamento monetario è ancora lontano dall'essere restrittivo, con un effetto netto negativo di -0,5 punti percentuali sulla crescita.** Già a giugno avevamo sostenuto che ulteriori tagli dei tassi sarebbero stati probabili ad agosto. La PBoC ha tagliato le linee di credito a medio termine a un anno di 15 pb, il massimo dall'inizio della pandemia, il che dovrebbe sostenere la liquidità complessiva. Il tasso di riferimento per i prestiti a un anno (LPR) è stato abbassato di soli 10 pb, il che dovrebbe sostenere il credito. In effetti, l'impulso al credito costa ancora -0,8 punti percentuali in termini di crescita annuale del PIL, essendo negativo da maggio 2023 (Figura 10). Tutti gli strumenti sono stati utilizzati: A fine agosto, la PBoC ha ridotto il tasso RRR FX dal 6% al 4% nel tentativo di sostenere la valuta. Inoltre, le banche statali potranno ridurre i tassi sui prestiti esistenti e sui depositi, il che dovrebbe liberare circa +0,3pp di crescita attraverso la spesa dei consumatori.

Figura 10: Impulso al credito, % a/a



Fonti: Fonti ufficiali, Refinitiv, Allianz Research

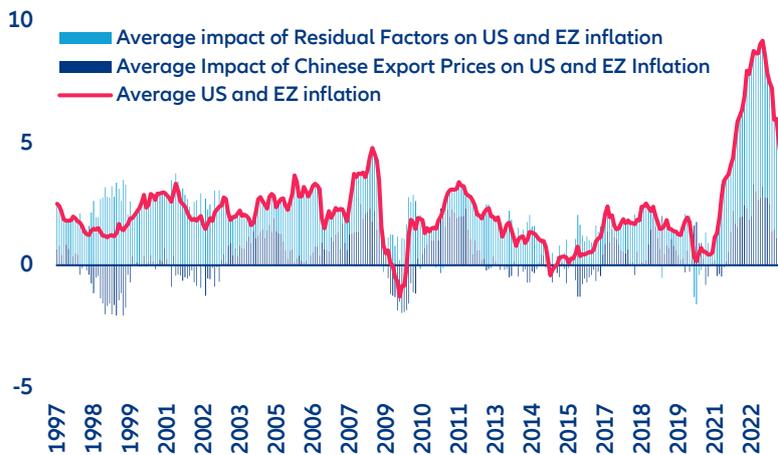
**I problemi economici mettono sotto pressione i mercati dei capitali cinesi.** A causa dei deludenti dati economici, della bassa inflazione e della persistente vulnerabilità degli sviluppatori immobiliari, le obbligazioni sovrane cinesi hanno registrato uno dei rendimenti più bassi degli ultimi 20 anni, con il 10Y attualmente scambiato sotto il 2,7%. Sebbene non riteniamo che i rendimenti scendano sotto il 2,5% quest'anno, i rischi di ribasso rimangono. Prevediamo un rimbalzo dei rendimenti al 3% nel 2024, quando l'inflazione si avvicinerà al 2%.

**Questo contesto di rendimenti relativamente bassi sta contribuendo anche alla pressione al ribasso sullo yuan cinese (CNY), soprattutto perché le principali economie, come gli Stati Uniti, hanno rapidamente aumentato i tassi di interesse negli ultimi 18 mesi.** Ci aspettiamo che il CNY eviti quella che definiamo una soglia di "crisi di fiducia" (sopra 7,32). Infatti, un CNY più basso può contribuire a sostenere la riduzione della sovraccapacità produttiva cinese nel settore manifatturiero, ma un CNY troppo forte potrebbe aumentare i timori del G7 che la Cina possa intraprendere una sorta di guerra valutaria. Pertanto, riteniamo che le autorità vorranno mantenere un CNY "abbastanza basso" per evitare una crisi immobiliare più profonda, in particolare nel contesto dei problemi del mercato immobiliare, ma "abbastanza alto" per evitare l'intensificarsi della rivalità USA-Cina e l'aumento delle misure protezionistiche. Inoltre, restano sul tavolo tagli del tasso di cambio dal 4% al 2% dopo il taglio di -2 punti percentuali di fine agosto, al fine di aumentare la liquidità in valuta onshore, nonché un ulteriore alleggerimento delle misure normative per l'accesso ai mercati dei capitali, in particolare al mercato azionario, dopo la serie di misure annunciate in agosto (tra cui il taglio dell'imposta di bollo sulle transazioni in titoli). La nostra aspettativa di ulteriori emissioni obbligazionarie nel 4° trimestre per evitare il fiscal cliff consentirà inoltre al CNY di rimanere intorno a 7,2/USD entro la fine dell'anno.

**Per il terzo anno consecutivo, i mercati azionari cinesi sono in ritardo rispetto agli altri principali mercati emergenti.** Ma stanno iniziando ad accogliere con favore i molteplici pacchetti di sostegno - in particolare quelli volti a migliorare l'accesso e la trasparenza - dopo i minimi di metà agosto e dopo aver registrato deflussi netti di portafogli esteri per 12,7 miliardi di dollari nelle ultime quattro settimane di agosto, secondo l'IIF. Prevediamo una performance positiva per il benchmark MSCI China (circa +5% da qui a fine anno), in quanto anche i mercati rivalutano con un'analisi più misurata gli ultimi dati - in effetti sia il benchmark on-shore che quello off-shore sono rimbalzati, mostrando alcuni segnali di un cambiamento di sentiment, che in ogni caso dovrà essere corroborato dall'efficacia delle misure. Tuttavia, le prospettive a medio termine rimangono modeste a causa del calo della crescita strutturale e dell'instabilità politica globale..

**Piuttosto che rallentare l'economia globale, la Cina sta esportando deflazione.** I prezzi al consumo e alla produzione hanno registrato una tendenza alla deflazione dall'inizio del 2023. L'indice dei prezzi alla produzione cinese è sceso del -4,4% annuo a luglio, mentre l'inflazione è diventata negativa per la prima volta dall'inizio del 2021. Prevediamo che l'inflazione in Cina sarà in media del +0,4% nel 2023 e del +1,7% nel 2024. Se da un lato questi sviluppi possono essere fonte di preoccupazione a livello nazionale, dall'altro possono portare un po' di sollievo alle economie avanzate. Per quanto riguarda la Cina, scopriamo che in termini a/a, un calo di -1pp dell'IPP determina un calo di -0,9pp dei prezzi all'esportazione due mesi dopo. Un calo di -1pp dei prezzi all'esportazione rallenta l'inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona di -0,2pp nello stesso mese. Pertanto, la Cina continuerà a contribuire negativamente all'inflazione degli Stati Uniti e dell'Eurozona. Da giugno, ha sottratto in media circa -1pp all'inflazione a/a, a fronte di un picco di +3pp a metà del 2022 (grafico 11).

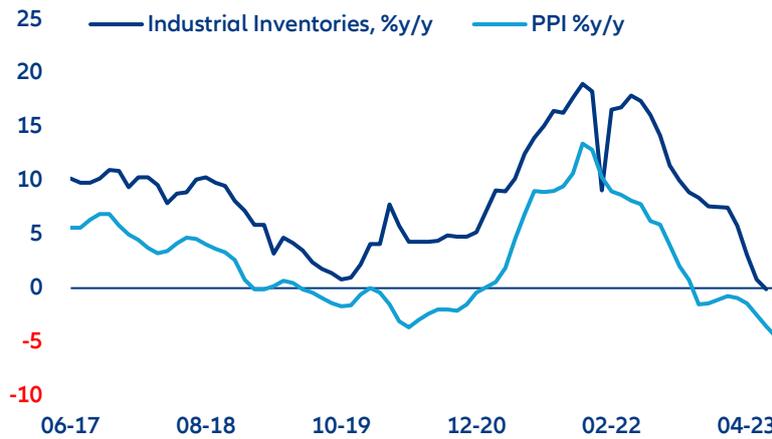
Figura 11: Impatto medio dei prezzi delle esportazioni cinesi sull'inflazione degli Stati Uniti e dell'Eurozona, pp



Fonti: Fonti nazionali, Refinitiv, Allianz Research

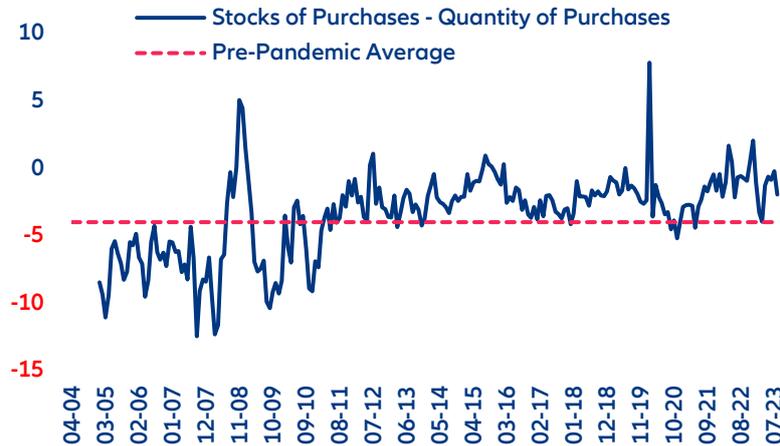
**Con il massiccio processo di destoccaggio nel settore manifatturiero alle spalle, ci aspettiamo una (moderata) ripresa della produzione e dei nuovi ordini in autunno.** La sovraccapacità del settore manifatturiero si sta riducendo (Figura 12), ma riteniamo che sia necessario un ulteriore aggiustamento (Figura 13). Inoltre, le prospettive per la domanda esterna sono meno deteriorate, poiché la crescita dei salari reali sta diventando positiva nelle economie avanzate. Tuttavia, i beni industriali continueranno a risentire delle scarse prospettive di investimento all'estero. Di conseguenza, l'assorbimento delle capacità in eccesso richiederà tempo.

Figura 12: Inventari industriali vs PPI, a/a



Fonti: Fonti nazionali, Bloomberg, Allianz Research

Figura 13: Sovraccapacità nel settore manifatturiero<sup>2</sup>

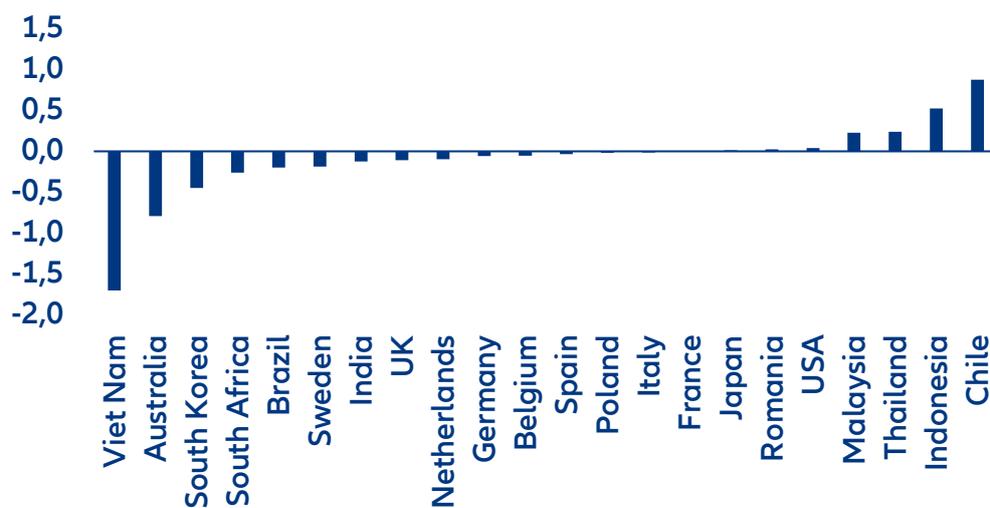


Fonti: Fonti ufficiali, Refinitiv, Allianz Research

**Nel complesso, prevediamo una crescita del PIL del +5,3% nel 2023 (revisione di -0,5pp) e del +4,7% nel 2024.** Nel 2023, la maggior parte della revisione al ribasso deriva dalla minore crescita dei consumi privati, dalla minore crescita degli investimenti e dal rallentamento della crescita delle importazioni. Dopo la pandemia, le principali economie hanno ridotto la loro dipendenza dal consumatore cinese. Osservando l'evoluzione del contributo medio annuo delle importazioni cinesi alla crescita del PIL, si nota che la maggior parte delle economie (in particolare Vietnam, Australia, Corea del Sud, Sudafrica e Brasile) ha ridotto la propria esposizione media annua alla domanda cinese. Tuttavia, il Cile, l'Indonesia, la Thailandia e la Malesia sono ora più dipendenti (Figura 14).

<sup>2</sup> Calcolato come differenza delle medie semplici del sottoindice "scorte di acquisti" e del sottoindice "quantità di acquisti" delle indagini PMI manifatturiere di Caixin e NBS.

Figura 14: Contributo medio annuo alla crescita del PIL da parte delle importazioni cinesi, variazione 2022 vs. 2019, pp (primi 20 mercati di importazione per la Cina e mercati selezionati)



Fonti: ITC, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione della 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 possono 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.

### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo 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.