

Allianz Research | 07 Marzo 2025

La politica fiscale della Germania, il divario transatlantico persiste negli utili societari e la svolta della Cina rafforzata dagli stimoli

Ludovic Subran
Chief Economist e Chief Investment
Officer

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Responsabile della Ricerca
Economica

ana.boata@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist ed
Eurozone Economist

bioern.griesbach@allianz.com

Jasmin Groeschl
Senior Economist per l'Europa

jasmin.groeschl@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior per l'Asia-Pacifico

francoise.huang@allianz-trade.com

Maria Latorre
Consulente di settore

maria.latorre@allianz-trade.com

Yao Lu
Stratega degli investimenti

yao.lu@allianz.com

In sintesi

Germania: Stringere la cinghia a fare grandi spese? L'Unione e l'SPD hanno proposto un passo coraggioso per creare spazio fiscale, esentando la spesa per la difesa >1% del PIL dal freno all'indebitamento e istituendo un fondo speciale per le infrastrutture da 500 miliardi di euro in dieci anni, segnando un passaggio verso una politica fiscale più accomodante. Se attuato rapidamente, il pacchetto fiscale proposto del +2% del PIL potrebbe far uscire la Germania dalla stagnazione nei prossimi due anni, aumentando potenzialmente il PIL del +0,5% nel 2025, del +2,1% nel 2026 e del +2,4% nel 2027. I rischi includono l'aumento dell'inflazione, mentre il disavanzo potrebbe salire al -3,5% e il debito al 68% del PIL entro il 2027. I mercati hanno reagito con movimenti storici, con il rendimento tedesco a 10 anni che è salito al massimo degli ultimi 30 anni, superando il 2,9%. Questa mossa può essere vista come favorevole alla crescita e non come mossa al rischio di credito, in quanto è stata in gran parte guidata da rendimenti reali più elevati, impennata dei prezzi azionari e un euro più forte. Nel complesso, la proposta è un passo importante nella creazione di flessibilità fiscale, ma la Germania ha ancora urgente bisogno di riforme strutturali in materia di pensioni, decarbonizzazione, mercati del lavoro, tasse e innovazione per garantire la crescita futura.

Stagione degli utili societari del 4° trimestre: il divario transatlantico si allarga Un contesto globale difficile non ha ostacolato la crescita complessiva nel 4° trimestre 2024 (ricavi: +2,6% a/a ed EPS: +10,7%), ma i settori ciclici hanno continuato a faticare (ad es. carta, mezzi di trasporto, tessile). Le aziende statunitensi stanno ancora eclissando il resto del mondo (EPS: +17,1%), spinte dalla forte spesa dei consumatori, dalla rapida adozione della tecnologia e dal forte vantaggio competitivo dei minori costi energetici. Ma la vera sfida è davanti a noi con l'entrata in vigore dei dazi. Le previsioni sugli utili del 1° trimestre 2025 per le società statunitensi sono state ridotte a +8,0% dal +12,8% di dicembre. Nel frattempo, sebbene le società europee siano riuscite a registrare una modesta crescita dei ricavi dopo sei trimestri consecutivi di calo, le proiezioni degli utili per il 1° trimestre 2025 sono state riviste al ribasso a solo +0,9% (rispetto al +7% di un anno fa) a causa dei dazi incombenti e delle crescenti pressioni normative.

Cina: Sull'orlo di una svolta duratura Da metà gennaio, la Cina è diventata il principale mercato azionario con le migliori performance (+13,1% da inizio anno), anche se i mercati onshore e offshore raccontano una storia diversa. Affinché il mercato rialzista duri nel tempo, i fondamentali dovranno recuperare ulteriormente, ma il quadro degli utili rimane debole, in particolare a causa delle crescenti incertezze sui dazi statunitensi e delle crescenti tensioni geopolitiche. In definitiva, le prospettive dipenderanno dal fatto che il pacchetto fiscale di 2,9 trilioni di RMB annunciato durante le due sessioni sia sufficiente a rilanciare la domanda. È

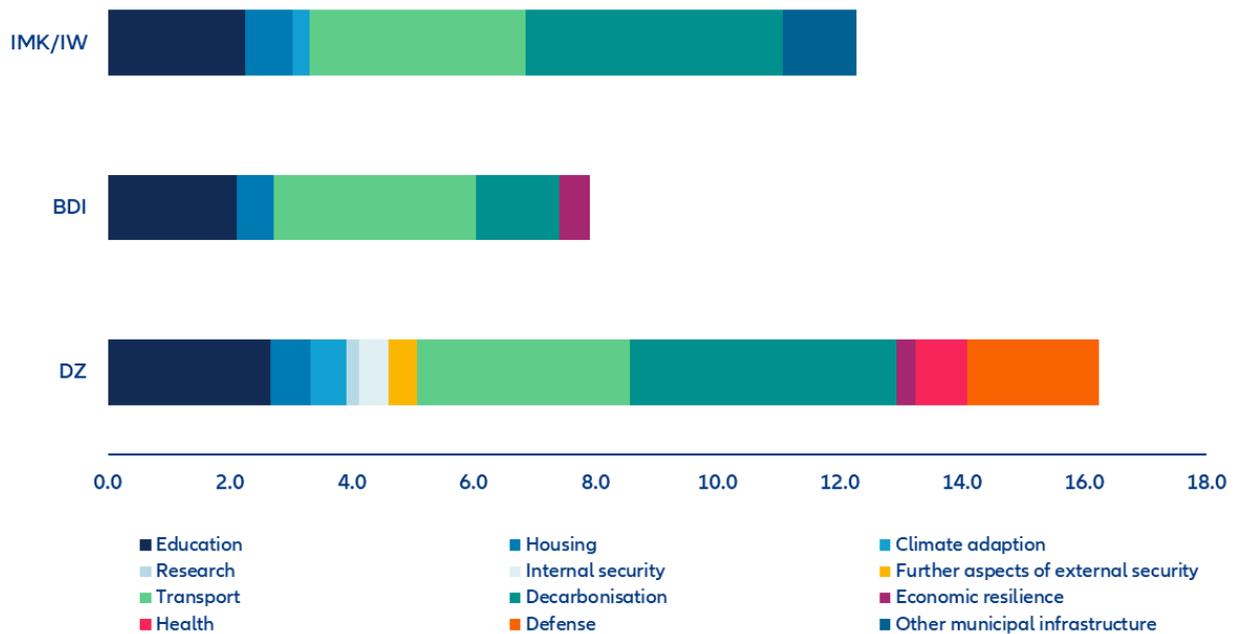
leggermente più piccolo di quanto ci aspettassimo, ma le autorità hanno chiaramente inviato il segnale che ci si può aspettare di più. Stanno emergendo i primi segnali di stabilizzazione dei consumi delle famiglie, ma sono necessari ulteriori stimoli per migliorare efficacemente le prospettive quest'anno. Le autorità cinesi hanno mantenuto invariato l'obiettivo di crescita del PIL per il 2025 a "circa il 5%" e per ora ci aspettiamo un +4,6% nel 2025 e un +4,2% nel 2026, ipotizzando che il policy mix sarà allentato di conseguenza per mitigare l'impatto negativo della guerra commerciale.

Germania: Stringere la cinghia per fare grandi spese?

I probabili partner della coalizione tedesca, l'Unione e l'SPD, hanno proposto una mossa coraggiosa per creare spazio fiscale per la difesa e le infrastrutture. Con le azioni della nuova amministrazione statunitense che sollevano preoccupazioni per il continuo sostegno all'Ucraina nella guerra contro la Russia, l'Europa, e in particolare la Germania, è ora più vulnerabile. In questo contesto, i probabili partner di coalizione della Germania, l'Unione e l'SPD, hanno proposto una mossa coraggiosa per creare lo spazio fiscale per aumentare la spesa per la difesa. Comporta l'esenzione degli importi superiori all'1% del PIL dal freno all'indebitamento, il che significa che non ci sarà alcun limite di prestito per finanziare gli aumenti della spesa per la difesa, e l'esenzione sarà a tempo indeterminato. L'aumento della spesa per la difesa dall'attuale livello del 2,1% al 3% del PIL aggiungerebbe 40 miliardi di euro di spesa finanziata dal debito, stimolando potenzialmente la crescita dello 0,5-1,4% all'anno. Inoltre, le parti prevedono di istituire un fondo speciale per le infrastrutture finanziato in disavanzo del valore di 500 miliardi di euro in dieci anni (circa il 12% del PIL), con 100 miliardi di euro destinati agli stati federali. Questo fondo sarebbe inoltre esente dal freno all'indebitamento e potrebbe contribuire per l'1,1-1,7% alla crescita aggiuntiva all'anno. Per assicurarsi il sostegno del Consiglio federale, i 16 Stati federali sarebbero autorizzati a gestire disavanzi fino allo 0,35% del PIL (15,4 miliardi di euro all'anno) invece di essere tenuti a pareggiare i loro bilanci.

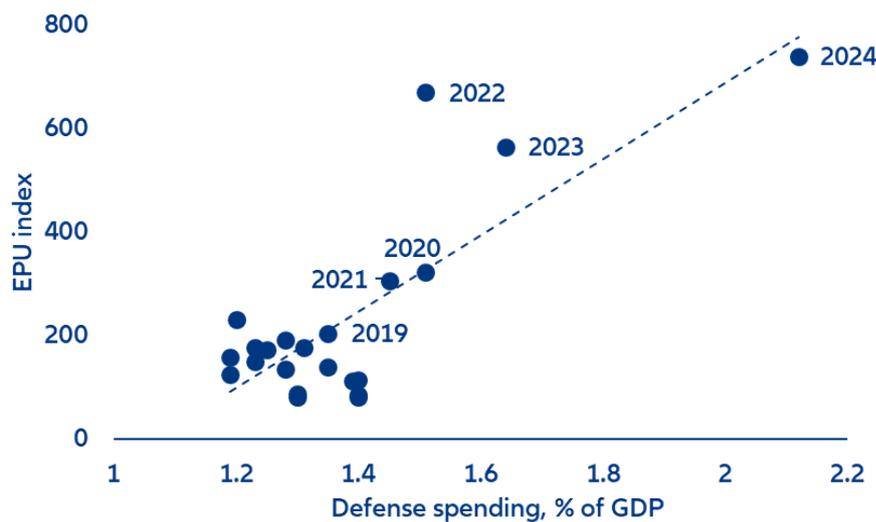
La Germania è sotto pressione a causa di anni di ritardi nelle riforme e degli attuali cambiamenti nelle dinamiche geopolitiche. Alle prese con sfide sia cicliche che strutturali, la Germania deve far fronte a notevoli esigenze di finanziamento, in particolare per la decarbonizzazione (4,4% del PIL nei prossimi cinque anni, Figura 1), le infrastrutture di trasporto (3,5%), l'istruzione (2,7%) e la difesa (2,2%). A queste sfide si aggiunge la minaccia di una guerra commerciale con gli Stati Uniti, che danneggerebbe il settore manifatturiero tedesco, in particolare quello automobilistico, già in difficoltà. In questo contesto, la necessità di aumentare la spesa per la difesa in un contesto di accresciuta incertezza economica e politica (Figura 2) ha esercitato un'ulteriore pressione sull'economia già in difficoltà. Allo stesso tempo, il freno all'indebitamento limita la capacità di indebitamento della Germania, limitando la sua capacità di affrontare la recessione economica, investire nella difesa e rivedere le sue infrastrutture obsolete. A questo proposito, l'esenzione della spesa per la difesa dal freno all'indebitamento è un passo importante nella creazione di flessibilità fiscale e segnala un cambiamento significativo verso l'allentamento della politica fiscale. Inoltre, sarà istituita una commissione di esperti che proporrà riforme a lungo termine del freno all'indebitamento tedesco, volte a incoraggiare maggiori investimenti. Annunciato ancor prima della formazione del nuovo governo, questo importante cambiamento di politica evidenzia che tutte le parti coinvolte riconoscono la gravità della situazione in Europa e sono pronte ad agire con decisione.

Figura 1 - Stime del fabbisogno di finanziamento pubblico, % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, Dezernat Zukunft, BDI, IMK/IW, Allianz Research

Figura 2: Spesa per la difesa e incertezza della politica economica, in % del PIL e indice

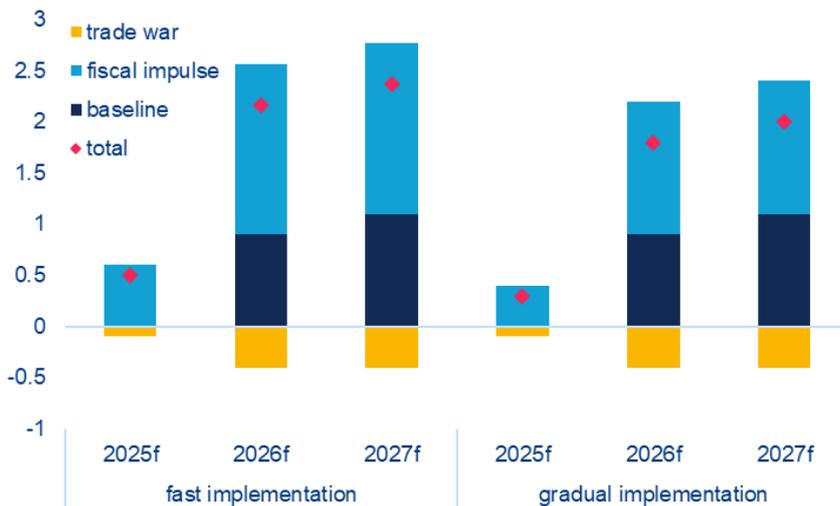


Fonti: NATO, LSEG Datastream, Allianz Research

A seconda della rapidità con cui verrà attuato, il pacchetto proposto potrebbe far uscire la Germania dalla stagnazione nei prossimi due anni. Per calcolare l'impatto, abbiamo applicato il limite inferiore dei moltiplicatori per le infrastrutture e la difesa, poiché l'aumento delle infrastrutture richiederà tempo e la spesa per la difesa tende ad avere un impatto modesto, con una parte dei fondi destinata alle attrezzature importate piuttosto che alla produzione interna. Ipotizzando una rapida attuazione di un ulteriore 2 % del PIL finanziato dalla spesa pubblica

finanziata dal debito¹, il PIL potrebbe aumentare del +0,5 % nel 2025 (da una base di stagnazione), del +2,1 % nel 2026 (da +0,9 %) e del +2,4 % nel 2027 (da +1,1 %). Al contrario, con un approccio di attuazione graduale, la crescita sarebbe del +0,3% nel 2025, del +1,8% nel 2026 e del +2,1% nel 2027 (figura 3). I piani prevedibili probabilmente aumentano un altro rischio: l'inflazione. Se la domanda gonfiata dal debito incontra i vincoli di capacità che limitano la crescita della produzione, c'è un rischio maggiore di una crescita dei salari e di un'inflazione più forte. Nello scenario di rapida attuazione, i disavanzi aumenterebbero in modo significativo, passando dal -2,1% nel 2024 a circa il -3,5% entro il 2027, mentre il rapporto debito/PIL salirebbe costantemente al 68%. Con un'attuazione graduale, i disavanzi si stabilizzerebbero intorno al -3% entro il 2027, con un rapporto debito/PIL che raggiungerebbe il 66%. Tuttavia, c'è poco rischio che la Germania violi le regole della Commissione europea, poiché la presidente von der Leyen ha proposto di attivare una clausola di salvaguardia nel quadro fiscale dell'UE per far fronte a una maggiore spesa per la difesa. È probabile che la Commissione consideri favorevolmente anche gli investimenti infrastrutturali supplementari.

Figura 3: Crescita al rialzo grazie a una maggiore spesa fiscale, a/a in %



Fonti: LSEG Datastream, NATO, Oxford Economics, IfW Kiel, Council of Economic Experts, Allianz Research

Infatti, il "Piano ReArm Europe", recentemente annunciato, propone diverse azioni per aumentare la spesa per la difesa in tutti gli Stati membri dell'UE. In primo luogo, verrà attivata la clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità e crescita, che consentirà di aumentare la spesa per la difesa senza far scattare sanzioni, liberando potenzialmente 650 miliardi di euro. Un nuovo strumento di prestito da 150 miliardi di euro sosterrà l'acquisizione congiunta di capacità di difesa, rafforzando la difesa dell'Europa e aiutando l'Ucraina. Il bilancio dell'UE sarà indirizzato anche agli investimenti nella difesa, con incentivi per gli Stati membri ad aumentare la spesa. Infine, il capitale privato sarà mobilitato attraverso l'Unione del risparmio e degli investimenti e la Banca europea per gli investimenti.

Tuttavia, il tempo scarseggia e la Germania ha ancora urgente bisogno di riforme strutturali più ampie. Sebbene le cifre proposte sembrano sostanziali, la tempistica è stretta e ci sono diversi avvertimenti. Per garantire la maggioranza dei due terzi richiesta per gli emendamenti costituzionali, la CDU/CSU e l'SPD mirano a far approvare la proposta dal parlamento uscente entro le prossime due settimane. Perché ciò avvenga, devono coinvolgere i Verdi. Oltre alla tempistica stretta, non è stato fissato alcun importo specifico per la spesa aggiuntiva per la difesa, che l'anno scorso era di circa il 2,1% del PIL. Inoltre, una parte della spesa per le infrastrutture finanziata dal nuovo fondo potrebbe sovrapporsi ai piani esistenti, il che significa che la spesa effettiva potrebbe essere inferiore all'intero 1,2% all'anno consentito dal fondo speciale. Gran parte del denaro potrebbe in realtà essere reindirizzato verso progetti già pianificati piuttosto che verso nuovi progetti e i governi locali potrebbero dover affrontare sfide per aumentare rapidamente la spesa per le infrastrutture. Al fine di evitare un arretrato, il Fondo speciale per le

¹ La spesa per la difesa raggiunge il 3% del PIL e la spesa per le infrastrutture inizia a materializzarsi dal 2026. Teniamo conto anche del 25% di dazi reciproci sull'alluminio e sull'auto dagli Stati Uniti (impatto Germania: -0,1% nel 2025, -0,4% sia nel 2026 che nel 2027).

infrastrutture deve essere accompagnato da un'accelerazione del processo di approvazione. Per rendere l'economia tedesca più resiliente, la coalizione deve anche portare avanti riforme strutturali più ampie, affrontando i forti venti contrari della demografia, della decarbonizzazione e della deglobalizzazione. Ciò richiederà un'azione sulla spesa sociale, sulle pensioni, sugli incentivi del mercato del lavoro, sulle riforme fiscali, sull'innovazione e soprattutto sullo sviluppo di un modello economico tedesco orientato al futuro.

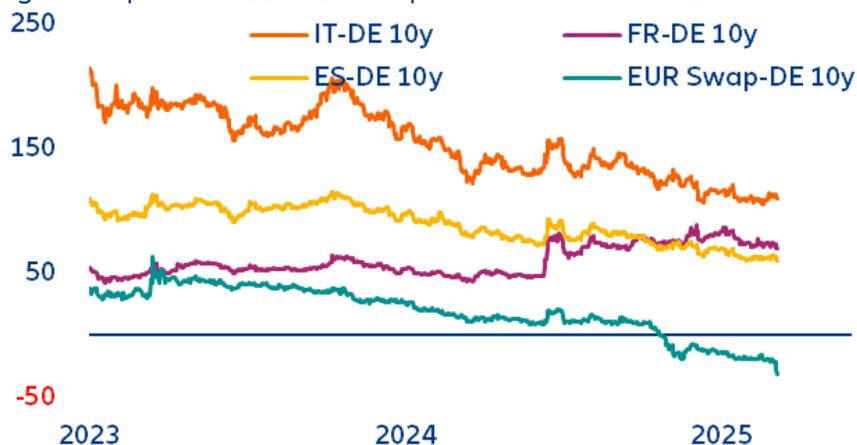
I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni sono aumentati di 30 punti base il primo giorno, il più grande movimento giornaliero dagli anni '90. Ci aspettiamo un'elevata volatilità nelle prossime settimane, poiché qualsiasi segnale che la proposta non passi attraverso il parlamento porterà a enormi oscillazioni. Con il proseguimento del sell-off, il rendimento di riferimento tedesco ha superato a un certo punto il 2,9% (+41 pb dall'annuncio), il livello più alto dal 2023, quando l'inflazione nell'Eurozona ha raggiunto le due cifre (Figura 4). Nonostante l'aumento dei rendimenti dei Bund, gli investitori hanno considerato la mossa positiva per la crescita piuttosto che per il credito, in contrasto con le turbolenze del mercato britannico nel 2022. L'euro ha toccato un massimo di tre mesi contro il dollaro e ha superato 1,08, mentre le azioni tedesche sono salite (Dax +3,4%), con le società di infrastrutture e difesa che hanno guidato i guadagni. Inoltre, il 63% dell'andamento dei tassi (26 pb) è stato trainato da rendimenti reali più elevati e solo in misura minore dalle aspettative di inflazione di breakeven (37% / 15 pb). Gli spread swap si sono fortemente ridotti, riflettendo un premio a termine più elevato rispetto al percorso atteso dalla politica monetaria della banca centrale in un contesto di offerta aggiuntiva di obbligazioni (Figura 5). Anche la curva dei rendimenti tedesca si è fortemente irripidita. Allo stesso tempo, il sell-off dei bund tedeschi si è esteso anche ad altri mercati, anche se in misura minore, causando un restringimento degli spread dell'Eurozona (misurato rispetto al rendimento tedesco a 10 anni). In particolare, tuttavia, i rendimenti statunitensi non si sono mossi quasi mai nel confronto, portando così a un calo storico dello spread USA-DE a 10 anni (Figura 4). Il nostro modello di fair value prevede un aumento del rendimento del Bund di circa 40 pb rispetto ai livelli precedenti. Da questo punto di vista, molto è già prezzato ora. Inoltre, si prevede che la volatilità rimarrà elevata nelle prossime settimane, poiché qualsiasi segnale di mancata approvazione di questa proposta in parlamento porterà a enormi oscillazioni. Detto questo, rimaniamo cautamente ottimisti sulla duration.

Figura 4: Rendimenti a 10 anni, %



Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

Figura 5: Spread dell'Eurozona rispetto alla Germania a 10 anni

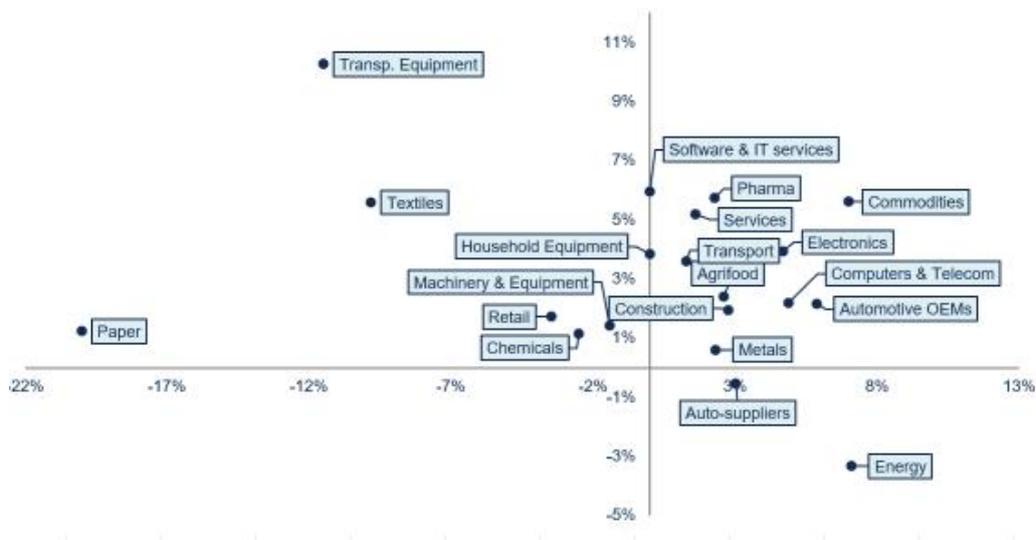


Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

Stagione degli utili del 4° trimestre: il divario transatlantico si allarga

Il difficile contesto economico globale non ha ostacolato la crescita complessiva degli utili, ma i settori ciclici hanno continuato a faticare. La stagione degli utili del Q4 è ben avviata, con circa il 75% delle società quotate che ha già riportato i propri risultati finanziari. I ricavi stanno mostrando una crescita modesta, essendo aumentati del +2,6% a/a nel Q4, poiché sia i volumi che gli aumenti dei prezzi rimangono limitati. Tuttavia, gli utili sono aumentati in media del +10,7% poiché le aziende continuano a implementare misure e strategie di riduzione dei costi per preservare la liquidità e ottimizzare le operazioni. Anche l'adozione di servizi di intelligenza artificiale, machine learning e cloud computing sta giocando un ruolo importante. Come mostrato nella Figura 6, il software e i servizi IT, insieme ai computer e alle telecomunicazioni, stanno beneficiando dell'aumento della domanda, in particolare l'industria dei semiconduttori, che fornisce i chip ad alte prestazioni utilizzati nei data center, nei processori di intelligenza artificiale e nell'infrastruttura cloud. Mentre altri settori, come quello farmaceutico, elettronico e dei trasporti, hanno registrato utili robusti, i settori altamente ciclici continuano a lottare con una domanda debole e costi di produzione ancora elevati. Inoltre, le tensioni geopolitiche continuano ad aggravare il già complesso contesto economico, deteriorando le prospettive di ripresa per settori come la carta (EPS: -20% a/a), i mezzi di trasporto (-11,5%), il tessile (-9,8%), il retail (-3,5%), la chimica (-2,5%) e i macchinari (-1,4%), che hanno sottoperformato per circa dieci trimestri consecutivi.

Figura 6: Tassi di crescita dei ricavi (asse Y) e degli utili (asse X) nel 4° trimestre (a/a), mediana per settore selezionato



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Le aziende statunitensi hanno continuato a eclissare il resto del mondo... Gli Stati Uniti hanno la più alta percentuale di aziende che superano le aspettative di fatturato e utili (rispettivamente 64% e 62%), mentre il resto del mondo ha appena superato le stime in media. In effetti, la forte spesa dei consumatori sta indubbiamente mantenendo l'attività industriale in crescita, portando le aziende statunitensi a registrare il più alto livello di crescita dei ricavi nel quarto trimestre (+5,0% a/a rispetto a +2,6% a livello mondiale). Parallelamente, i prezzi dell'energia più bassi (i prezzi del gas naturale negli Stati Uniti sono un quarto di quelli in Europa) rimangono un forte vantaggio competitivo, dando un'ulteriore spinta agli utili statunitensi (+17,1% a/a). Anche l'indice S&P 500 ha fatto eco a questa forte performance, riportando il più alto tasso di crescita dell'EPS in tre anni (+17% a/a, Figura 7), particolarmente sostenuto dal settore bancario, che non solo ha ampiamente superato le stime, ma ha anche offerto indicazioni incoraggianti per i prossimi trimestri.

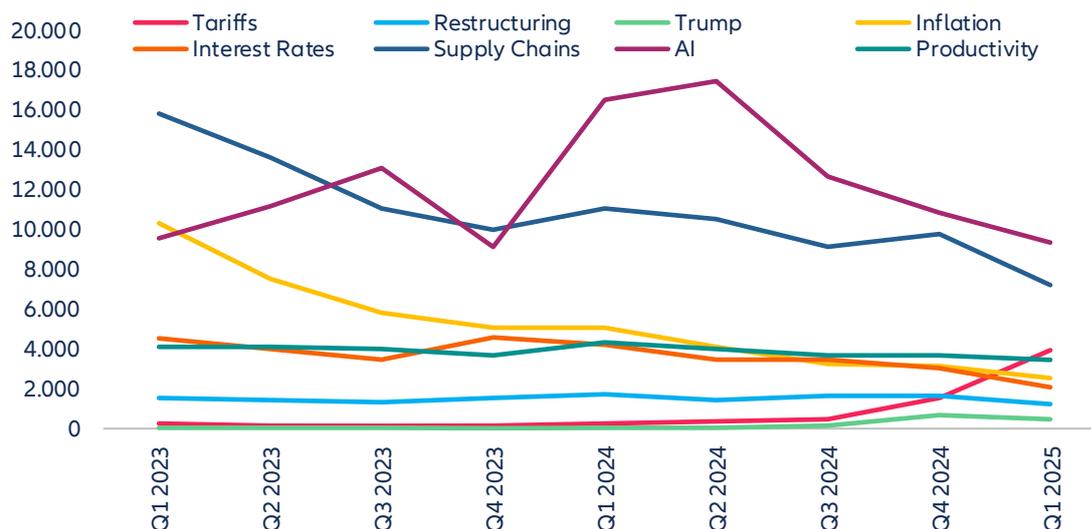
Figura 7: Tasso di crescita dei ricavi e degli utili (a/a) per trimestre, indice S&P 500



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

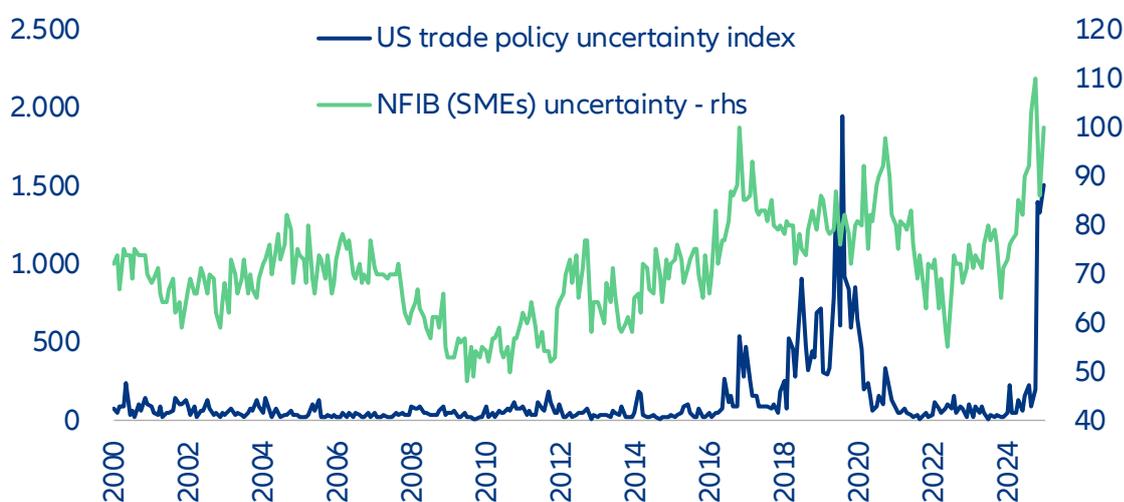
Ma la vera sfida è davanti... A partire da questo trimestre, le aziende americane dovrebbero iniziare a sentire l'impatto dei dazi commerciali di nuova attuazione sulle merci importate da Cina, Messico e Canada, che sicuramente metteranno sotto pressione i margini. In effetti, le catene di approvvigionamento internazionali diventeranno più costose, soprattutto in settori come i macchinari tecnologici, le automobili e i prodotti farmaceutici, che dipendono fortemente dalle importazioni di merci e sono vitali per l'economia statunitense. Come illustrato nella Figura 8, i dazi stanno rapidamente emergendo come la preoccupazione principale per gli investitori e i CFO, mettendo in ombra l'inflazione e i problemi della catena di approvvigionamento. Con potenziali dazi di ritorsione all'orizzonte, l'incertezza sta aumentando (Figura 9). In media, circa il 35% delle vendite delle aziende statunitensi proviene dai mercati internazionali, con il settore tecnologico che è il più esposto (65%). Di conseguenza, le aspettative sugli utili statunitensi per i prossimi trimestri sono state significativamente riviste al ribasso. Ad esempio, le previsioni sugli utili del 1° trimestre 2025 sono state corrette da una crescita a due cifre prevista del +12,8% a dicembre ad appena il +8,0% di questa settimana, con i settori ciclici che hanno registrato le revisioni al ribasso più sostanziali.

Figura 8: Conteggio delle parole di argomenti selezionati presenti nei risultati degli utili societari e nelle riunioni degli investitori negli Stati Uniti



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Figura 9: Indice di incertezza della politica commerciale degli Stati Uniti e indice di incertezza delle NFIB (piccole imprese)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

D'altro canto, le imprese europee avranno vita più dura e più a lungo. Dopo sei trimestri consecutivi di calo dei ricavi, le aziende in Europa hanno finalmente registrato una modesta crescita dei ricavi del +2,4% a/a nel 4° trimestre (Figura 10). Escludendo il settore energetico – il peggior performer della regione – i ricavi sono aumentati del +4,4%. Ciononostante, l'Europa rimane il fanalino di coda, con la Germania che registra ancora una crescita negativa dei ricavi (-0,7%). Permangono discrepanze transatlantiche anche per quanto riguarda gli utili, con proiezioni per la regione costantemente riviste al ribasso. Un anno fa, il consenso del mercato prevedeva una crescita dell'EPS del 1° trimestre 2025 di circa il +7% nel 1° trimestre 2025; Ora, le aspettative sono state corrette a un modesto +0,9%. Le aziende in Europa sono ancora alle prese con la stagnazione economica, gli elevati costi dell'energia, le interruzioni della catena di approvvigionamento e la riduzione della domanda nei principali settori manifatturieri. È probabile che queste sfide siano ulteriormente aggravate dalle crescenti pressioni normative e dall'imminente aumento delle tariffe. Tuttavia, le aziende stanno implementando misure proattive per salvaguardare i flussi di cassa, come investimenti prudenti, ottimizzazione del capitale circolante e riduzione dei

riacquisti di azioni, e stanno anche promuovendo iniziative incentrate sull'aumento della produttività. Inoltre, i grandi piani dell'Europa di spendere di più per la difesa finiranno a beneficio di settori come l'aerospaziale, la produzione di armi, la cantieristica navale, le petroliere, il software, i sistemi elettronici e le tecnologie satellitari.

Figura 10: Tasso di crescita dei ricavi e degli utili (a/a) per trimestre, indice EuroStoxx -600

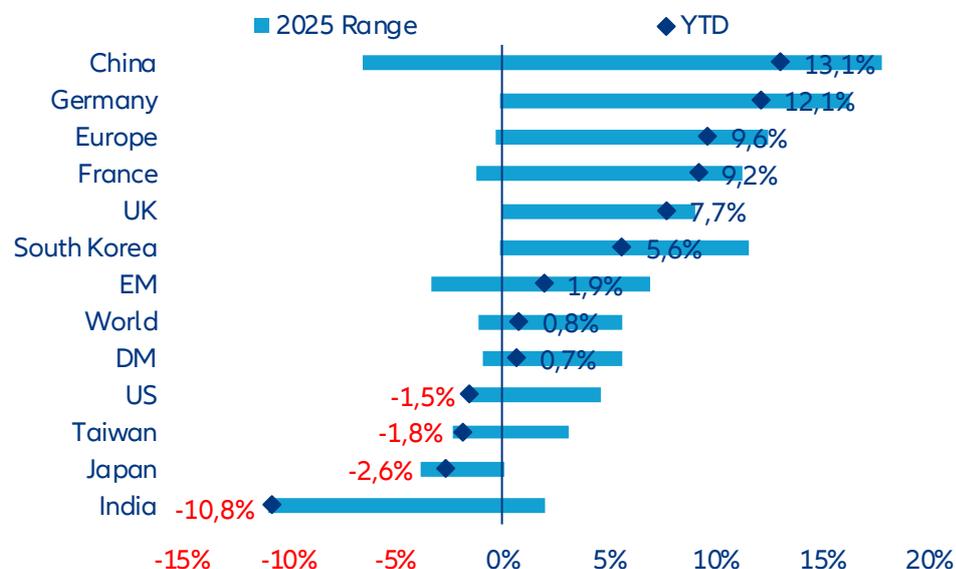


Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Cina: Sull'orlo di una svolta duratura

Il mercato azionario cinese ha sovraperformato i concorrenti globali quest'anno, nonostante le difficili condizioni macroeconomiche. All'inizio dell'anno, con le misure di stimolo inferiori alle aspettative del mercato a causa della persistente debolezza dei consumi interni e dei rischi tariffari, il mercato azionario cinese ha proseguito la sua correzione rispetto al rally di breve durata dello scorso settembre. Tuttavia, i dazi statunitensi più miti del previsto hanno fornito un po' di sollievo, mentre l'inaspettata svolta del modello di intelligenza artificiale efficiente in termini di costi di DeepSeek ha acceso un nuovo ottimismo. Da metà gennaio, le azioni cinesi hanno registrato un forte rimbalzo, salendo del +13,1% da inizio anno (Figura 11) e sovraperformandosi gli Stati Uniti che l'Europa. Hanno anche determinato una rara sovraperformance dei titoli dei mercati emergenti rispetto a quelli dei mercati sviluppati, dato il peso significativo della Cina nell'indice di riferimento.

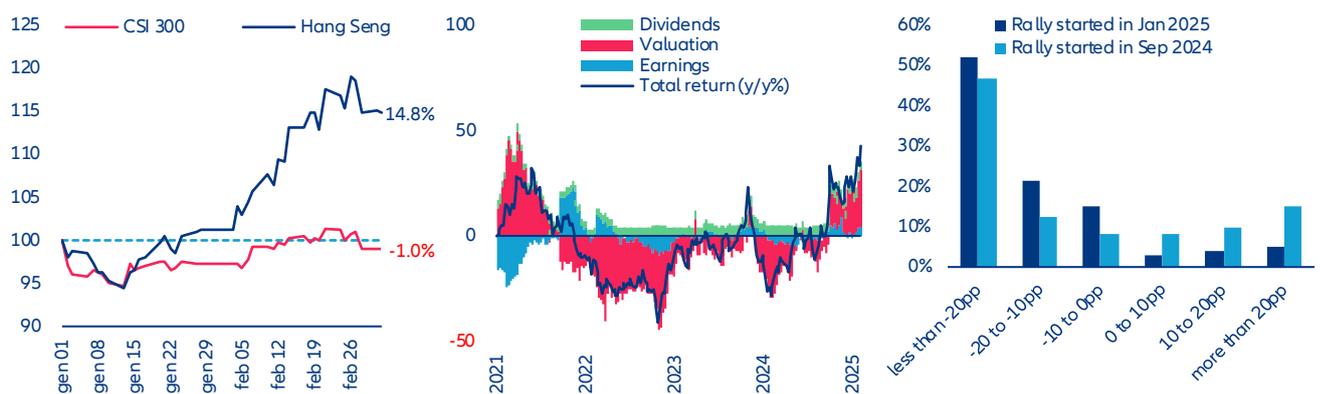
Figura 11: La Cina è il principale mercato azionario globale con le migliori performance da inizio anno



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: dati al 4 marzo 2025.

Tuttavia, vi è una divergenza significativa tra i mercati onshore e offshore, con i guadagni del mercato offshore guidati principalmente dall'espansione delle valutazioni e da una manciata di titoli. La forte performance dell'indice MSCI China, che comprende società quotate sia onshore che offshore, è stata in gran parte guidata da società tecnologiche più ponderate. Ma la netta differenza tra i mercati azionari onshore e offshore suggerisce che il mercato più ampio non ne ha beneficiato appieno. Mentre l'indice Hang Seng offshore, ad alto contenuto tecnologico, è salito del +14,8% da inizio anno, il CSI 300 onshore è sceso del -1,0% (Figura 12, a sinistra). Sebbene gli utili si siano recentemente trasformati in un contributo positivo ai rendimenti totali, la valutazione rimane il driver principale, rappresentando circa l'80% dei rendimenti totali (Figura 12, al centro). Inoltre, rispetto al rally dello scorso settembre, quando le aspettative di uno stimolo politico erano viste come un ampio impulso economico, questo rally è stato ancora più concentrato in una manciata di titoli. Solo l'11,6% dei componenti dell'indice ha sovraperformato il benchmark, rispetto al 32,6% dell'ultimo rally, mentre il 52,1% ha sottoperformato il benchmark di oltre 20 punti percentuali (Figura 12, a destra).

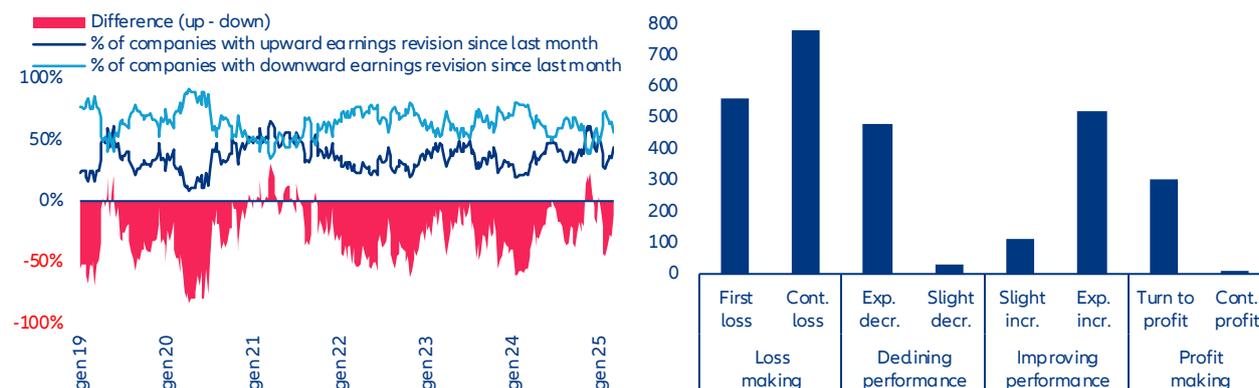
Figura 12: Divergenza significativa tra i mercati onshore e offshore (a sinistra), con i guadagni offshore trainati principalmente dalle valutazioni (al centro) e da una manciata di titoli (a destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: dati al 4 marzo 2025; "Rally iniziato a gennaio 2025" si riferisce al periodo dal 23 gennaio 2025 al 26 febbraio 2025 e "rally iniziato a settembre 2024" si riferisce al periodo compreso tra il 10 luglio 2024 e il 23 settembre 2024

Affinché il mercato rialzista duri nel tempo, i fondamentali dovranno recuperare ulteriormente, ma il quadro degli utili rimane debole per la maggior parte. Dopo diversi trimestri di risultati deludenti, il numero di società con revisioni al ribasso degli utili ha ancora costantemente superato quelle con revisioni al rialzo nel mercato offshore, anche se questo divario si è ridotto nelle ultime settimane (Figura 13, a sinistra). Le prospettive non sono molto migliori nel mercato onshore. Tra le 2.815 società che hanno emesso avvisi sugli utili per la stagione degli utili in corso, leggermente più hanno riportato un miglioramento della performance (22,5%) rispetto al calo della performance (18,2%), mentre il 47,6% ha riportato perdite e solo l'11,2% ha riportato utili (Figura 13, a destra). Sebbene le valutazioni del mercato offshore rimangano tra le più basse a livello globale anche dopo il recente rally e siano ancora al di sotto della media storica, fornendo un certo cuscinetto al ribasso, ulteriori guadagni dipenderanno da una continua ripresa dei fondamentali e dal miglioramento delle questioni strutturali. È probabile che gli investitori cerchino ulteriori prove di una crescita degli utili, in particolare tra le crescenti incertezze sui dazi statunitensi e le crescenti tensioni geopolitiche.

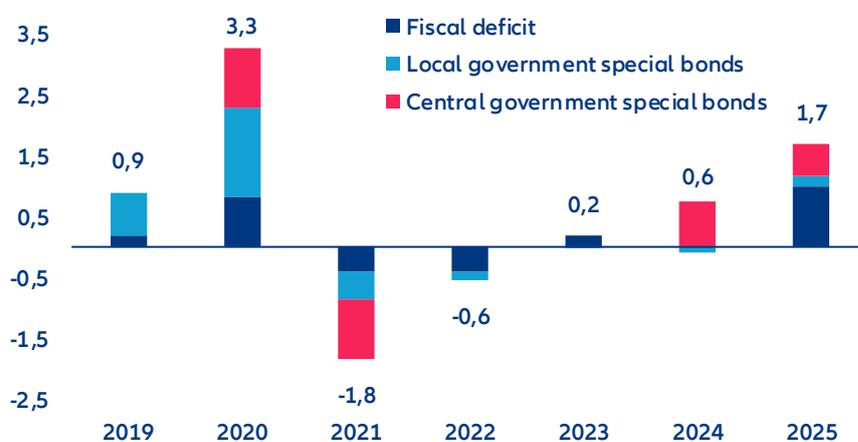
Figura 13: Le revisioni al ribasso degli utili superano ancora di gran lunga quelle al rialzo per le società offshore (a sinistra), mentregli avvertimenti sugli utili continuano a segnalare ulteriori rischi al ribasso nel mercato onshore (a destra)



Fonti: LSEG Datastream, WIND, Allianz Research

In definitiva, le prospettive per le aziende dipenderanno dal fatto che l'ultimo pacchetto fiscale del governo cinese di 2,9 trilioni di RMB sia sufficiente a rilanciare la domanda interna, anche se è leggermente inferiore a quanto ci aspettavamo. Nel corso delle due sessioni, il 5 marzo, Pechino ha mantenuto invariato l'obiettivo di crescita del PIL per il 2025 a "circa il 5%". L'obiettivo di inflazione è stato abbassato a "circa il 2%" da "circa il 3%" (con probabili implicazioni politiche limitate in quanto è visto più come un tetto che come un obiettivo). Gli obiettivi relativi al mercato del lavoro sono stati mantenuti invariati, con la creazione di nuovi posti di lavoro urbani superiore a 12 milioni e il tasso di disoccupazione rilevato a "circa il 5,5%". Questi obiettivi sono ampiamente in linea con le aspettative del mercato e con le nostre aspettative, denotando la volontà delle autorità cinesi di fornire ulteriore sostegno alla domanda interna nel 2025, poiché è probabile che l'economia debba affrontare maggiori venti contrari all'esterno. Dal punto di vista fiscale, l'obiettivo di disavanzo di bilancio è stato innalzato al livello record di "circa il 4 %" del PIL nel 2025 (da "circa il 3 %" nel 2024), la quota annuale per le obbligazioni speciali delle amministrazioni locali è stata aumentata a 4,4 trilioni di RMB (da 3,9 trilioni di RMB nel 2024) e quella per le obbligazioni speciali del governo centrale a 1,8 trilioni di RMB (da 1 trilione di RMB nel 2024). Tutto ciò equivale a un pacchetto fiscale del valore di 2,9 trilioni di RMB e a un impulso fiscale di 1,7 punti percentuali del PIL, circa la metà di quello del 2020 (cfr. figura 14). Il pacchetto fiscale è leggermente inferiore a quanto ci aspettavamo e, cosa più importante, nonostante un aggiornamento delle priorità politiche, gli importi assegnati ai consumatori sono inferiori al previsto.

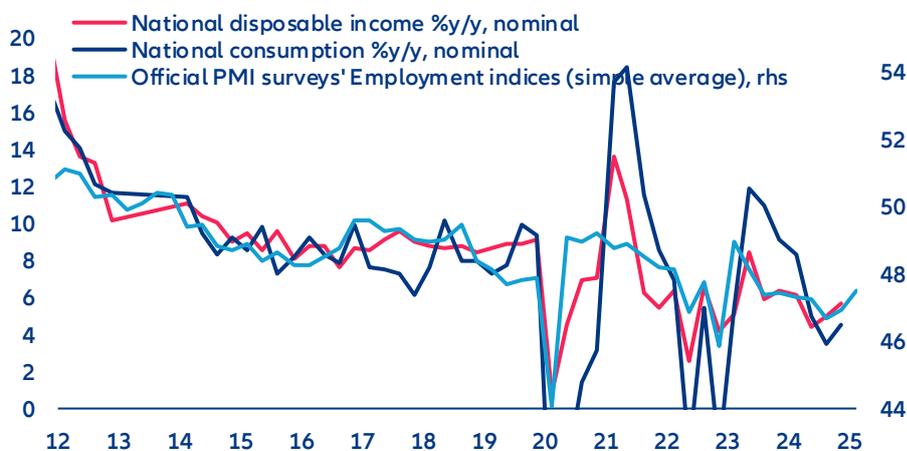
Grafico 14 - Impulso fiscale (pp)



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Ciononostante, il rilancio della domanda interna è diventata la massima priorità politica di quest'anno. Stanno emergendo i primi segnali di stabilizzazione dei consumi delle famiglie, ma sono necessari ulteriori stimoli per migliorare efficacemente le prospettive quest'anno. I finanziamenti per il programma di permuta dei beni di consumo sono stati raddoppiati a 300 miliardi di RMB quest'anno (ma ci aspettavamo almeno 500 miliardi di RMB), i salari per i dipendenti pubblici sono stati aumentati, la pensione di base è stata aumentata e sono stati annunciati anche altri impegni a favore delle famiglie. La strategia sarà probabilmente quella di cercare di ripristinare la fiducia dei consumatori (che è rimasta in stasi dal 2022) attraverso sussidi governativi, migliorando la portata e la protezione del sistema di welfare, sostenendo il reddito delle famiglie e mettendo un tetto ai prezzi delle case. Alcuni di questi canali sembrano dare risultati: le vendite al dettaglio di alcuni tipi di beni (principalmente elettronica di consumo ed elettrodomestici) dovrebbero continuare a sovraperformare, grazie al programma di permuta di beni di consumo, e i prezzi delle abitazioni sembravano aver raggiunto un punto di svolta alla fine dello scorso anno. Di conseguenza, dopo un netto rallentamento nel 2° e 3° trimestre dello scorso anno, il 4° trimestre ha visto miglioramenti del reddito disponibile delle famiglie (+5,6% a/a rispetto a +4,7% in media nel 2° e 3° trimestre) e dei consumi delle famiglie (+4,5% in un anno rispetto a +4,3% in media nel 2° e 3° trimestre). I dati deboli dell'inizio dell'anno suggeriscono che questa ripresa dovrebbe continuare (si veda il grafico 15). I consumi privati reali sono aumentati del +5,1% l'anno scorso, all'incirca in linea con il PIL complessivo (che è aumentato del +5%). Prevediamo che i consumi privati sovraperformeranno quest'anno, con un aumento del +5,2% rispetto alla crescita del PIL del +4,6%, a condizione che il sostegno politico venga intensificato.

Figura 15: Crescita del reddito da cessione nazionale (% nominale a/a) e indici ufficiali dell'occupazione delle indagini PMI



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

La posta in gioco è ancora più alta in mezzo a una rinnovata guerra commerciale con gli Stati Uniti. Il pacchetto fiscale annunciato nelle due sessioni potrebbe non aver tenuto conto dell'ultimo round di aumenti tariffari, ma è stata lasciata la porta aperta per aumentare il sostegno politico. Il 3 marzo gli Stati Uniti hanno aumentato i dazi sulle importazioni provenienti dalla Cina di altri +10 punti percentuali (dopo un primo ciclo il 4 febbraio) e la Cina ha risposto con una combinazione di misure di ritorsione. Vediamo tre canali attraverso i quali la Cina sta rispondendo alla guerra commerciale in corso. In primo luogo, a differenza della guerra commerciale sotto la prima amministrazione Trump, questa volta la rappresaglia della Cina contro gli Stati Uniti è stata minore e le autorità non hanno fatto affidamento sul deprezzamento del CNY per mitigare l'impatto dell'aumento delle tariffe tariffarie. L'obiettivo è probabilmente quello di lasciare spazio per negoziare un accordo con gli Stati Uniti. In secondo luogo, le due sessioni di quest'anno hanno mostrato una formulazione leggermente più forte sull'apertura dell'economia al resto del mondo, con l'obiettivo di stabilizzare il commercio estero e gli investimenti. Infine, a livello nazionale, la strategia è quella di stimolare ulteriormente la tecnologia, l'innovazione e la domanda. A parità di condizioni, stimiamo che l'aumento cumulativo dei dazi statunitensi di +20 punti percentuali da febbraio colpirebbe la crescita del PIL cinese di -0,6 punti percentuali nel periodo 2025-2026. Per il momento manteniamo le nostre previsioni di crescita del PIL al +4,6% nel 2025 e al +4,2% nel 2026, ipotizzando che il policy mix sarà allentato di conseguenza per mitigare l'impatto negativo della guerra commerciale.

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 morbilità, (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.