

Allianz Research | 25 Luglio 2024

# Il Vietnam punta al premio di economia di mercato

## Executive summary

Ludovic Subran  
Chief Economist

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

Maxime Darmet  
Senior Economist

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

Pablo Espinosa Uriel  
Investment Strategist

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

Françoise Huang  
Senior Economist

[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

Yao Lu

Sector Advisor

[yao.lu@allianz-trade.com](mailto:yao.lu@allianz-trade.com)

Luca Moneta  
Senior Economist

[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)

Manfred Stamer  
Senior Economist

[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

Garance Tallon  
Research Assistant

[garance.tallon@allianz-trade.com](mailto:garance.tallon@allianz-trade.com)

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

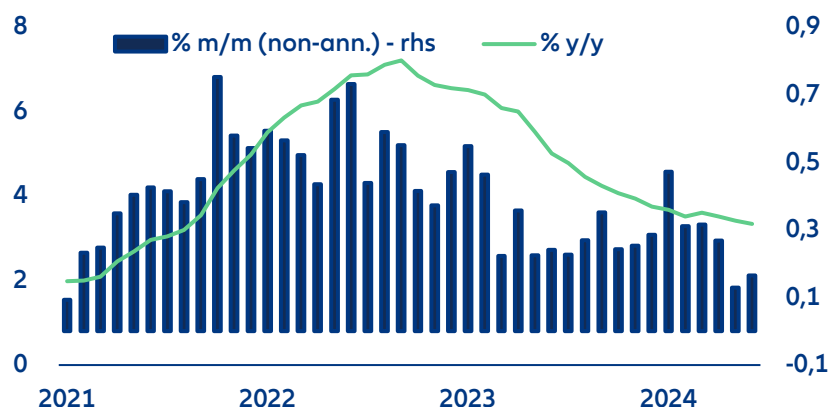
- **Fed americana:** Il 30 luglio è probabile che la Fed rimanga ancora una volta in attesa. Ma i dati recenti forniscono segnali incoraggianti sul fatto che l'inflazione si stia finalmente raffreddando: ad esempio, la media trimestrale annualizzata dell'IPC è risultata pari a solo +1,1% a luglio, il livello più basso da prima dell'esplosione dell'inflazione del 2021-2022. Questo dovrebbe convincere la Fed a effettuare il primo taglio dei tassi già a settembre (-25 pb al 5,25%), soprattutto perché il forte PIL del secondo trimestre e il solido slancio che continua nel trimestre in corso non sembrano mettere a rischio la stabilità dei prezzi. Inoltre, la liquidità dovrebbe iniziare a contrarsi presto, attenuando i timori di un riaccendersi dell'inflazione. Tuttavia, ci aspettiamo che la Fed riaffermi un orientamento da falco nelle prossime settimane, dato che i fattori di retroguardia come la politica fiscale inizieranno a svanire. Dopo settembre, prevediamo una pausa durante la riunione di novembre, prima di allentare nuovamente la pressione a dicembre (-0,25 pb al 5%).
- **Prospettive a medio termine ampiamente positive per le valute EM.** Le valute dei Paesi emergenti si sono notevolmente deprezzate a causa dei ritardi nei tagli dei tassi da parte della Fed e della limitata propensione degli investitori, esacerbata da fattori regionali e locali come il calendario politico e le preoccupazioni fiscali. Tuttavia, le prospettive a medio termine rimangono ampiamente positive, grazie alla solida crescita economica e al rallentamento dell'inflazione. I rischi per la bilancia dei pagamenti (BoP) sono complessivamente diminuiti dall'inizio dell'anno, nonostante la volatilità ciclica di alcuni mercati. Tuttavia, l'allentamento monetario asincrono e i fattori politici esterni rimangono rischi significativi per la stabilità della bilancia dei pagamenti degli EM, con Argentina, Egitto, Ghana, Nigeria, Tunisia e Turchia ancora a rischio di crisi. Il miglioramento delle prospettive a medio termine e i recenti movimenti di mercato rappresentano punti di ingresso interessanti per gli asset finanziari degli EM, in particolare per le obbligazioni in valuta locale degli stessi, tenendo presente l'importanza dei fattori locali. Prevediamo che gli spread sovrani in valuta forte raggiungano i 220 pb entro fine anno e che i rendimenti in valuta locale raggiungano il 6,3% e il 6% rispettivamente entro la fine del 2024 e del 2025.
- **Vietnam: Occhi puntati sul premio "economia di mercato".** Il 26 luglio è probabile che gli Stati Uniti riconoscano ufficialmente il Vietnam come "economia di mercato", un fiore all'occhiello a lungo richiesto dalla crescente potenza esportatrice del Sud-est asiatico. Ciò consentirebbe agli esportatori vietnamiti di utilizzare i propri numeri durante le procedure antidumping, anche se l'impatto diretto immediato sarà probabilmente limitato (aliquote tariffarie più basse per beni equivalenti allo 0,7% del PIL). Il Vietnam è attualmente il 23° esportatore al mondo e l'estensione delle tendenze osservate dal 2017 potrebbe portarlo al 10°

posto nel 20. Le relazioni commerciali con gli Stati Uniti sono in piena espansione: Gli Stati Uniti rappresentano oggi circa il 30% delle esportazioni vietnamite, rispetto a meno del 20% di un decennio fa, e il Vietnam rappresenta oggi quasi il 4% delle importazioni statunitensi, rispetto a circa l'1% di un decennio fa. Tuttavia, la crescente dipendenza dalle importazioni dalla Cina e il rischio di un inasprimento della politica commerciale in seguito alle elezioni statunitensi potrebbero ancora frenare i progressi del Vietnam nel lungo periodo.

## Fed americana: Svegliatemi quando finisce settembre

È probabile che la Fed rimanga ferma alla prossima riunione del 30 luglio, ma le crescenti pressioni disinflazionistiche dovrebbero convincere il comitato a effettuare il primo taglio dei tassi a settembre. Da giugno i dati sull'inflazione sono stati molto incoraggianti. La media trimestrale annualizzata dell'IPC si è attestata a luglio a solo +1,1%, il livello più basso da prima dell'esplosione dell'inflazione del 2021-2022. Inoltre, la misura della media troncata dell'IPC della Federal Reserve di Cleveland - che esclude dal paniere dell'IPC le voci con il 16% di variazioni di prezzo più alte e più basse - è tornata alla norma pre-pandemia su base mensile sia a maggio che a giugno (Figura 1). Inoltre, un'inflazione più morbida sta diventando più evidente anche nei prezzi dei servizi, che sono aumentati solo del +0,2% m/m a maggio e del +0,1% a giugno. Se questa situazione dovesse continuare nei prossimi mesi, l'inflazione CPI dei servizi su base annua scenderà rapidamente a +3,4% a dicembre, dal +5,0% di giugno. Infine, il rapporto sul PIL del 2° trimestre 2024 ha mostrato che il deflatore del PIL è rallentato più del previsto a +2,3% annuo dopo il +3,1% del 1° trimestre 2024. Tuttavia, ciò non sarà sufficiente a convincere pienamente i funzionari del FOMC che l'inflazione è cambiata definitivamente, quindi non ci aspettiamo un taglio dei tassi alla riunione di luglio della prossima settimana. Tuttavia, è probabile che i dati CPI e PCE di luglio e agosto (la misura preferita dalla Fed per l'inflazione) confermino la tendenza alla disinflazione, sostenuta da indagini come il PMI composito sui prezzi degli input (Figura 2). I dati CPI e PCE saranno pubblicati in agosto e settembre, prima della riunione del 17-18 settembre. I recenti commenti dei funzionari del FOMC, che riconoscono i progressi dell'inflazione, rafforzano ulteriormente l'ipotesi di un taglio a settembre<sup>1</sup>.

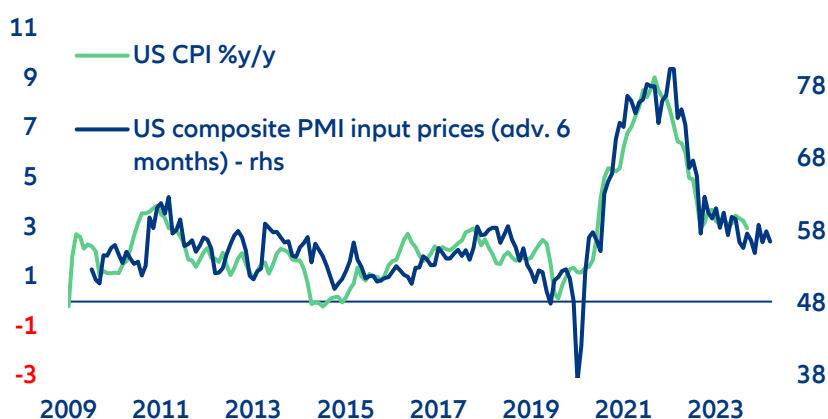
Figura 1: Inflazione IPC media troncata



Fonti: Spazio di lavoro LSEG, Allianz Research

<sup>1</sup> Il presidente della Fed di New York, John Williams, ha osservato che i dati sull'inflazione del secondo trimestre sono "più vicini alla tendenza disinflazionistica che stiamo cercando". Ha aggiunto che "si tratta di segnali positivi", anche se vorrebbe vedere altri dati per avere maggiore fiducia "che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso il 2%".

Figura 2: Inflazione IPC e indagine PMI composita sui prezzi degli input

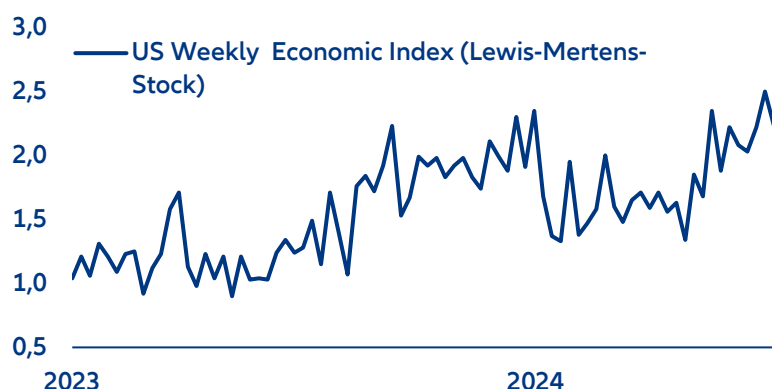


Fonti: Spazio di lavoro LSEG, Allianz Research

**Tuttavia, i forti dati sul PIL del 2° trimestre 2024 (+2,8% trimestrale annualizzato) e le prove di un solido slancio nel 3° trimestre 2024 indurranno la Fed a fare una pausa a novembre, prima di allentare nuovamente la presa a dicembre.** I dati pubblicati questa settimana hanno mostrato che l'economia statunitense rimane solida. Inoltre, l'indice economico settimanale dell'attività economica (una misura che rappresenta il PIL a una frequenza più elevata), disponibile nelle prime due settimane di luglio, indica che lo slancio economico è rimasto forte, e addirittura ha accelerato, all'inizio del trimestre in corso (Figura 3). Non ci aspettiamo che questo impedisca alla Fed di procedere a un primo taglio dei tassi a settembre (-25 pb al 5,25%), poiché per ora la crescita elevata non sembra mettere a rischio la stabilità dei prezzi. Inoltre, come abbiamo evidenziato in una precedente ricerca<sup>2</sup>, le condizioni finanziarie attualmente allentate, che sostengono la domanda aggregata e sono state il fattore principale che ha mantenuto l'inflazione troppo alta nel primo semestre del 2024, dovrebbero iniziare a restringersi all'inizio del 2025. Ciò è dovuto al fatto che l'inasprimento quantitativo, ossia la riduzione dei titoli detenuti nel bilancio della Fed, dovrebbe iniziare a drenare la liquidità tra non molto. Anche la politica fiscale sta diventando meno favorevole. La Fed è consapevole del rischio di un atterraggio duro dell'economia se inizia ad allentare la politica troppo tardi, mentre i fattori di sostegno si stanno affievolendo. Allo stesso tempo, deve anche bilanciare il rischio di un allentamento troppo precoce e di riaccendere le pressioni inflazionistiche. In questo contesto, ci aspettiamo che la Fed mantenga i tassi fermi nella riunione di novembre, prima di procedere a un altro taglio dei tassi di 25 pb a dicembre (al 5%).

<sup>2</sup> Si veda *What to watch* | 14 Giugno 2024 ([allianz.com](http://allianz.com))

Figura 3: Indice economico settimanale (% su base annua)

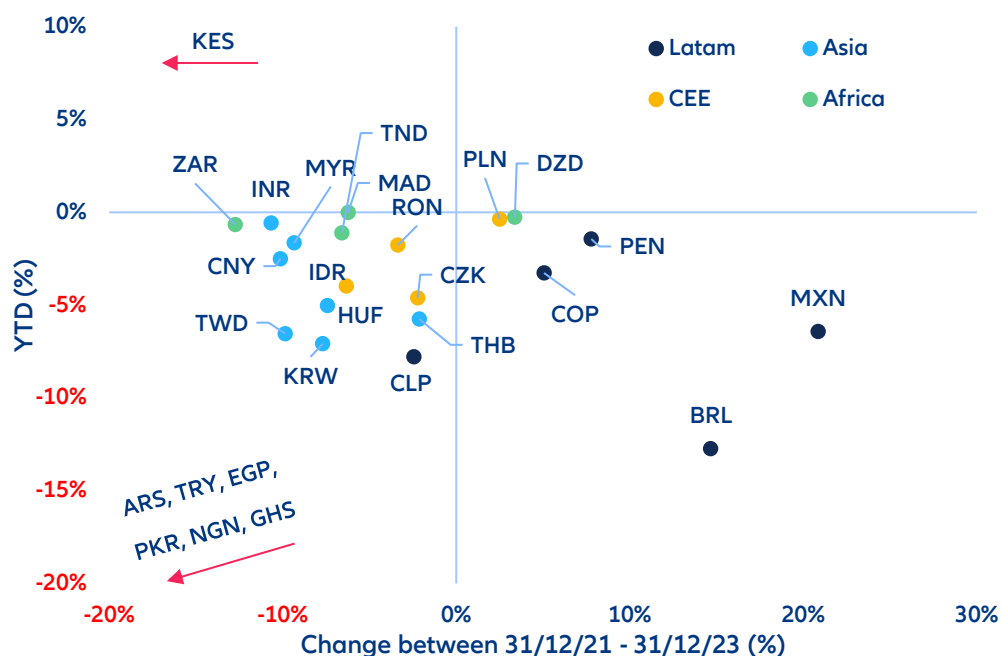


Fonti: FRED database, Allianz Research

## Prospettive a medio termine ampiamente positive per le valute EM

La debolezza delle valute dei mercati emergenti (EM) è riemersa nel primo semestre del 2024 sulla scia dei ritardi nei tagli dei tassi della Fed. La lunga incertezza sul primo taglio dei tassi da parte della Fed ha fatto sì che le valute EM<sup>3</sup> sotto pressione, soprattutto in America Latina, spingessero diverse banche centrali dei Paesi emergenti a invertire la rotta sul proprio allentamento della politica monetaria. Cile, Brasile e Perù hanno iniziato a ridurre i tassi di riferimento già a metà del 2023, quando l'inflazione interna è tornata verso gli obiettivi, ma le loro valute hanno subito un significativo deprezzamento negli ultimi tempi, a causa della riduzione dei differenziali dei tassi di interesse e della minore propensione al rischio da parte degli investitori (Figura 4).

Figura 4: Performance delle valute EM rispetto al dollaro USA

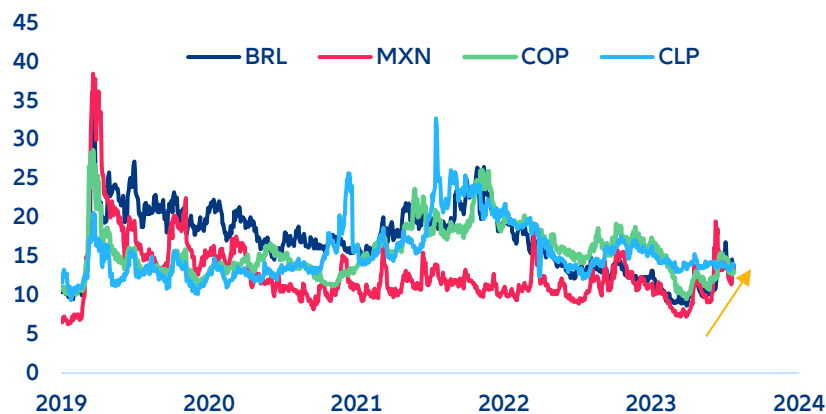


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

<sup>3</sup> Si veda [2024\\_04\\_26\\_what\\_to\\_watch.pdf \(allianz.com\)](#), p.4-5, per la nostra analisi della debolezza delle valute EM in aprile.

**Per le valute dell'America Latina più colpite, sono in gioco anche fattori specifici del Paese, come l'incertezza politica e le preoccupazioni fiscali.** In Brasile e Colombia, l'eccesso di spesa pubblica ha sollevato preoccupazioni tra gli investitori circa la sostenibilità del debito. Il Messico deve affrontare i potenziali impatti negativi delle sue riforme giudiziarie, che aumentano l'incertezza. In Perù, le continue turbolenze politiche stanno destabilizzando la fiducia degli investitori. Inoltre, la sensibilità della regione agli Stati Uniti e la sua esposizione alle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime stanno aggravando la situazione. La volatilità implicita delle valute latinoamericane ad alto rendimento è aumentata notevolmente dopo un 2023 relativamente tranquillo (Figura 5), nonostante la riduzione dei differenziali di tasso rispetto agli Stati Uniti, determinando una condizione sfavorevole per i carry trader. Di conseguenza, l'attrattiva delle valute dei Paesi latino-americani come posizione lunga favorita per il carry trade negli ultimi anni ha subito un'inversione di tendenza, in quanto gli investitori hanno tagliato posizioni consistenti, un importante fattore di deprezzamento.

Figura 5: Volatilità implicita di valute EM selezionate



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

**La volatilità valutaria è visibile anche in altre regioni, dalle svalutazioni in Africa alla continua sottoperformance delle principali valute asiatiche.** Le svalutazioni di due delle più importanti valute africane, la sterlina egiziana e la naira nigeriana, nel 1° trimestre (la quarta e la seconda di questo tipo per ciascun Paese dal 2022) hanno destato allarme in un momento in cui diversi mercati africani stavano tornando sui mercati obbligazionari internazionali. Allo stesso tempo, le valute asiatiche hanno continuato a sottoperformare nel 2024, poiché le pressioni finanziarie sulle principali valute della regione (CNY, JPY) hanno pesato sul sentiment di una regione che tipicamente soffre di più in queste situazioni a causa dei suoi rendimenti più bassi. Anche l'Europa dell'Est, che aveva iniziato a normalizzarsi rispetto a tassi politici elevati, ha dovuto affrontare pressioni sul dollaro USA. Tuttavia, il primo taglio dei tassi da parte della BCE ha dato un po' di sollievo, anche se ha agito prima della Fed, favorendo le valute che dipendono maggiormente dai tassi in euro. La Lira turca, uno dei casi più idiosincratici della regione, ha continuato a deprezzarsi, ma la riduzione della volatilità e il ritorno all'ortodossia della banca centrale hanno portato a un miglioramento del sentiment degli investitori.<sup>4</sup>

**Tuttavia, in prospettiva, le previsioni per le valute EM rimangono ampiamente positive in tutte le regioni.** Gli sviluppi politici interni in paesi come Brasile, India, Messico e Sudafrica hanno contribuito ad aumentare la volatilità. Tuttavia, la crescita economica rimane solida e superiore a quella delle economie ad alto reddito. L'impatto sulla crescita della polycrisi 2019-2022 si è in gran parte attenuato in tutti gli EM, nonostante i LatAm-5 e il Sudafrica faticino a tenere il passo con gli altri grandi EM, con una crescita del PIL rispettivamente del +2% e del +1,4% prevista per il 2024. L'inflazione è in gran parte diminuita e lo spread con le economie ad alto reddito si è ridotto. È probabile che i tassi di interesse rimangano su una traiettoria discendente, con Cile, Colombia, Repubblica Ceca e Ungheria che hanno ancora tagliato i tassi nell'ultimo mese. Ciò va di pari passo con il riassorbimento degli squilibri

<sup>4</sup> Ciò si è riflesso anche nei recenti aggiornamenti del rating sovrano da parte di S&P e Moody's, nonché nei significativi afflussi di capitale a breve termine degli ultimi mesi, grazie agli alti tassi di interesse. Questi afflussi, tuttavia, rendono il Paese vulnerabile alle improvvise oscillazioni del sentiment degli investitori.

delle partite correnti (Ungheria e Colombia) e con il miglioramento del mercato azionario e dell'inflazione (Cile e Repubblica Ceca), oltre che con l'andamento positivo dei prezzi del rame, a vantaggio dei Paesi andini.

**L'allentamento monetario asincrono nei mercati emergenti continuerà a rappresentare la minaccia più significativa, con le preoccupazioni fiscali che aggiungono pressioni per un ulteriore allentamento.** In America Latina, ad esempio, il Messico ha ancora molto spazio per ridurre i tassi d'interesse, mentre il Brasile ne ha meno. I tassi di interesse reali e i differenziali di inflazione rispetto agli Stati Uniti sia in Messico che in Brasile sono ampiamente positivi rispetto alla media di 15 anni, il che implica che i differenziali di tasso potrebbero ridursi ulteriormente. Mentre il Messico deve affrontare maggiori rischi esterni in vista delle elezioni presidenziali statunitensi, il Brasile potrebbe subire un colpo più diretto al suo rating creditizio per motivi interni. MXN20 per USD rimane una sorta di soglia psicologica per distinguere tra le correzioni cicliche e il peggioramento della situazione. Con la riduzione dei tassi d'interesse da parte della Fed, il Messico tornerà molto probabilmente in gioco. Il Brasile non ha lo stesso margine di manovra e qualsiasi taglio quest'anno potrebbe comportare più rischi che benefici. Allo stesso tempo, le banche centrali devono affrontare ulteriori pressioni politiche per portare avanti l'allentamento monetario, dato che le preoccupazioni fiscali e l'aumento del costo del debito iniziano a farsi sentire.

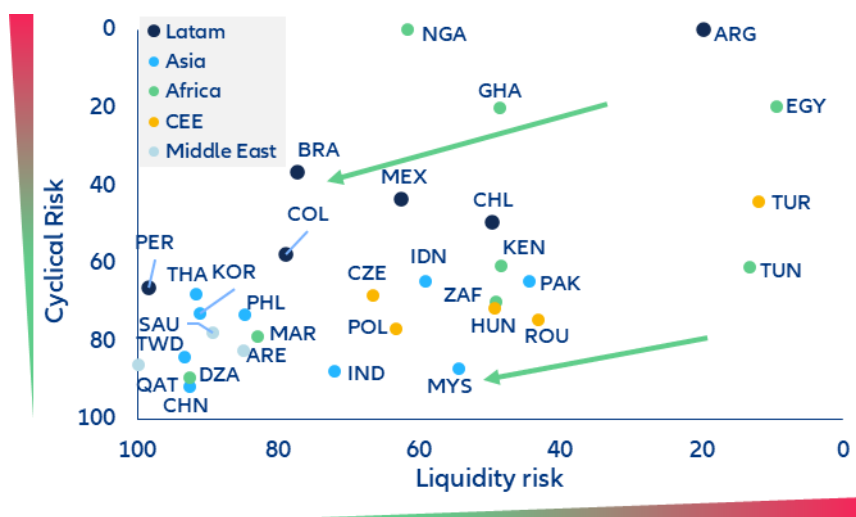
**In secondo luogo, i rischi politici esterni nel quarto trimestre potrebbero gettare un'ombra sugli sviluppi macroeconomici positivi.** Alcune valute EM, come il rand sudafricano (ZAR) e il won sudcoreano (KRW), sono particolarmente sensibili alle tensioni commerciali e al sentimento di rischio globale. Allo stesso tempo, anche le condizioni di crescita e di mercato della Cina giocano un ruolo significativo e occorre considerare la trasmissione della politica monetaria di Pechino a Taiwan, Thailandia e Malesia. Anche i Paesi dell'America Latina potrebbero subire delle ricadute esterne dopo le elezioni statunitensi, soprattutto se la nuova amministrazione attuerà cambiamenti politici significativi. Inoltre, le valute dei PECO potrebbero essere sensibili a qualsiasi cambiamento percepito nelle relazioni commerciali tra gli Stati Uniti e l'Eurozona in caso di dazi generalizzati, nonché a ulteriori preoccupazioni legate alla Russia e all'Ucraina.

**I rischi per la bilancia dei pagamenti nei principali Paesi emergenti si sono ulteriormente moderati dall'inizio dell'anno, nonostante la volatilità ciclica di alcuni mercati.** Tuttavia, Argentina, Egitto, Ghana, Nigeria, Tunisia e Turchia rimangono vulnerabili. Il rischio congiunturale è aumentato in Brasile, Messico, Perù, Indonesia e Arabia Saudita, riflettendosi in un marcato indebolimento delle valute e in cattive performance dei mercati azionari. Tuttavia, il rischio complessivo della bilancia dei pagamenti (BoP) è rimasto moderato in questi mercati (Figura 7). Il rischio ciclico è aumentato anche in Egitto e Ghana per le stesse ragioni, contribuendo a un ulteriore incremento del rischio di BoP.<sup>5</sup> D'altro canto, il rischio ciclico è diminuito in Cile, Sudafrica, Kenya e Pakistan grazie a valute più stabili, inflazione più bassa, tassi di riferimento reali più elevati e/o mercati azionari in miglioramento, attenuando le precedenti pressioni sulla BoP in questi mercati. In Kenya e Pakistan, questa attenuazione è stata sostenuta anche da una diminuzione del rischio di liquidità, soprattutto grazie alla moderazione della crescita del credito. In Tunisia, invece, la riduzione del rischio ciclico è stata controbilanciata dall'aumento del rischio di liquidità dovuto alla crescita del credito. Inoltre, il rischio ciclico è migliorato in Algeria, Cina, Repubblica Ceca, Malesia e Thailandia, paesi che già in precedenza presentavano un rischio di BoP moderato. Nel frattempo, il rischio di liquidità e quindi il rischio di BoP complessivo sono migliorati in Ungheria, grazie al continuo riequilibrio dell'ampio deficit delle partite correnti. Altrove, il rischio di liquidità non ha subito variazioni significative nella prima metà del 2024, confermando il sostanziale miglioramento rispetto al 2023, grazie al riassorbimento di ampi disavanzi delle partite correnti, all'aumento delle riserve valutarie e al rallentamento della crescita del credito. Il riequilibrio è stato sostenuto da politiche monetarie più restrittive, che hanno contribuito a ridurre l'inflazione e la volatilità delle valute.

---

<sup>5</sup> Si veda [What to watch 8 February 2024](#), p.2-4, per la nostra analisi dei rischi di BoP all'inizio dell'anno e della performance nel 2023.

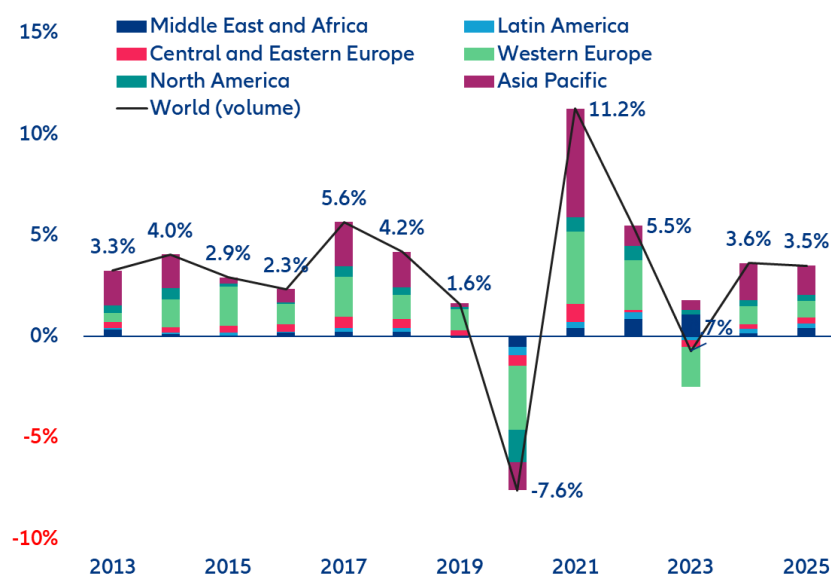
Figura 7: Rischi per la bilancia dei pagamenti nei principali paesi emergenti (al luglio 2024)



Fonti: EIU, LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: i punteggi relativi al rischio di liquidità e ciclico includono indicatori economici (saldo delle partite correnti, riserve valutarie, pagamenti del debito estero in scadenza) ma anche dati di mercato ad alta frequenza (tassi di cambio, spread) per identificare le vulnerabilità strutturali e di breve termine. Ogni variabile riceve un punteggio da 0 a 100 (0=peggiore) che viene successivamente combinato. Di conseguenza, l'angolo in alto a destra identifica le economie più vulnerabili.

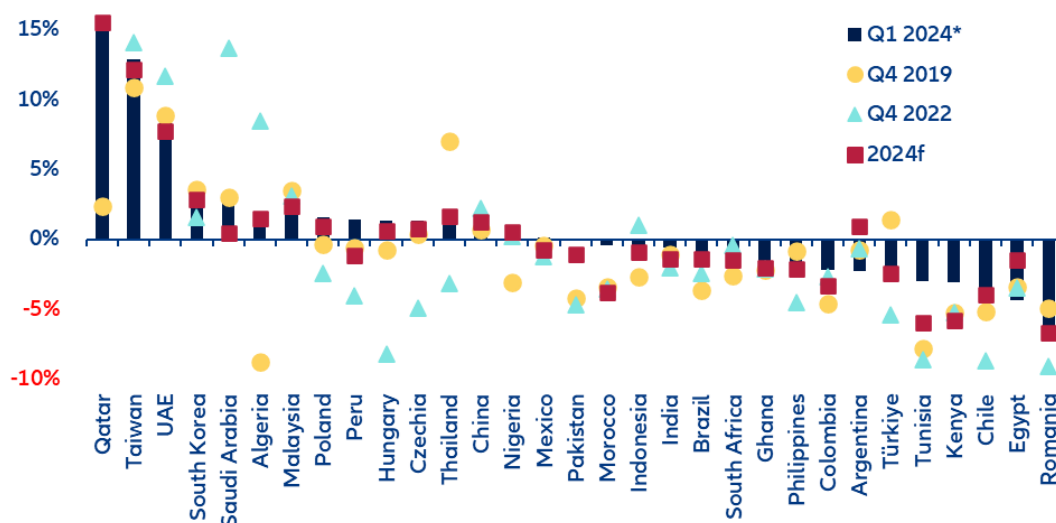
**In prospettiva, ci aspettiamo che i saldi delle partite correnti rimangano sotto controllo nella maggior parte dei principali Paesi emergenti nel 2024-2025.** Prevediamo che il consolidamento fiscale si accompagnerà a una politica monetaria sempre prudente per tenere sotto controllo le vulnerabilità esterne, in particolare nella maggior parte dell'Asia emergente, in Repubblica Ceca, Ungheria, Brasile, Cile e Perù. Inoltre, prevediamo che la crescita delle esportazioni globali e regionali torni o rimanga in territorio positivo in tutte le principali regioni EM nel 2024-2025 (Figura 8). Di conseguenza, ci aspettiamo che i disavanzi annuali delle partite correnti rimangano in linea di massima sotto controllo, con solo alcuni grandi Paesi emergenti che quest'anno registreranno ammanchi elevati, in particolare Romania (-6,7% del PIL), Tunisia (-6%) e Kenya (-5,8%), cfr. grafico 9.

Figura 8: Crescita delle esportazioni a livello globale e regionale (volume)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 9: Saldo delle partite correnti dei principali mercati emergenti (% del PIL)



Fonti: FMI, LSEG Datastream, Allianz Research

**Il miglioramento delle prospettive a medio termine, unito al recente aggiustamento del mercato, presenta un punto di ingresso più interessante per gli asset EM rispetto alle condizioni osservate alla fine dello scorso anno e all'inizio di quest'anno.** Con la riduzione delle pressioni valutarie e la recente impennata dei rendimenti, le obbligazioni EM, in particolare quelle in valuta locale, sono ben posizionate per beneficiare dell'imminente normalizzazione monetaria. Pur rimanendo cauti di fronte alle minacce esistenti, come la riduzione delle propaggini della crescita di Stati Uniti e Cina e l'aumento del costo del debito esistente, le nostre prospettive per il reddito fisso EM rimangono costruttive, tenendo conto della crescente importanza dei fattori locali e della selettività in seguito alla normalizzazione di alcuni importanti fattori esterni come la politica monetaria della Fed. Prevediamo che gli spread sovrani in valuta forte raggiungano i 220 pb entro la fine dell'anno, indicando un leggero ampliamento rispetto ai livelli attuali, ma seguendo una traiettoria discendente fino al 2025. I rendimenti delle valute forti e locali dovrebbero diminuire gradualmente, fino a raggiungere il 6,3% e il 6% rispettivamente alla fine del 2024 e del 2025.

## Vietnam: occhi puntati sul premio "economia di mercato"

**Il 26 luglio, gli Stati Uniti probabilmente riconosceranno ufficialmente il Vietnam come "economia di mercato", un fiore all'occhiello a lungo richiesto dalla crescente potenza esportatrice del Sud-est asiatico.** Gli Stati Uniti considerano il Vietnam una delle 12 economie "non di mercato", insieme a Russia e Cina, a cui impongono dazi antidumping più elevati a causa della percezione di un maggiore coinvolgimento dello Stato nell'economia<sup>6</sup>. Dopo la visita del Presidente Biden ad Hanoi nel settembre 2023 e la firma di un nuovo partenariato strategico globale tra i due Paesi, gli Stati Uniti hanno avviato un'indagine per rivalutare lo status del Vietnam sulla base di sei criteri: la convertibilità della moneta, la libera contrattazione dei salari, gli investimenti stranieri, la proprietà dei mezzi di produzione da parte del governo, l'allocazione delle risorse e la determinazione dei prezzi e altri fattori. Sulla base di diversi indicatori che misurano questi criteri, riteniamo che ci siano motivi sufficienti perché gli Stati Uniti riconoscano il Vietnam come economia di mercato, in linea con i 72 Paesi che già lo fanno, tra cui Regno Unito, Canada, Australia e Giappone. Tuttavia, al di là delle motivazioni economiche, questa decisione ha anche diverse considerazioni (geo)politiche (come i legami commerciali con la Cina).

<sup>6</sup> La distinzione è nata in seguito alla fine dell'URSS e alla successiva adesione dei paesi ex comunisti all'Organizzazione Mondiale del Commercio.



Tabella 1: Criteri statunitensi per lo status di economia di mercato, misurati con indici scelti da Allianz Research

	Indice	Vietnam (ultimo)	Cina (ultimo)	India (ultimo)	Indonesia (ultimo)	Malaysia (ultimo)	Filippine (ultimo)
Convertibilità della valuta	Indice Chinn-Ito <sup>7</sup>	0.42	0.16	0.16	0.42	0.42	0.45
Libera contrattazione dei salari	Livello di conformità nazionale ai diritti del lavoro <sup>8</sup>	9.1	8.9	4.8	2.8	5.6	4.8
Investimenti esteri	Indice di restrittività normativa degli IDE <sup>9</sup>	0.13	0.214	0.207	0.347	0.257	0.374
Proprietà dei mezzi di produzione da parte del governo	Quota di settori con aziende che hanno lo Stato come azionista importante (%)	90	Dati non disponibili	95	85	Dati non disponibili	40
Allocazione delle risorse e determinazione dei prezzi	Rating Allianz Trade Ambiente strutturale per le imprese <sup>10</sup>	4	4	4	4	3	4
Altri fattori	Firma del Partenariato strategico globale tra Stati Uniti e Vietnam nel settembre 2023						

Fonti: Chinn, Menzie D. e Hiro Ito (2006), OIL, OCSE, Banca Mondiale, Allianz Research.

**L'ottenimento dello status comporterebbe aliquote tariffarie più basse per le esportazioni, pari ad appena lo 0,7% del PIL, ma soprattutto fornirebbe una spinta alla fiducia e all'attrattiva del Vietnam.** Lo status di economia non di mercato consente agli Stati Uniti di applicare l'approccio del Paese surrogato nel determinare il margine di dumping, utilizzando il valore di un Paese terzo, considerato un'economia di mercato, per calcolare i costi di produzione. Tuttavia, se il Vietnam venisse riconosciuto come economia di mercato, gli esportatori vietnamiti potrebbero utilizzare i propri dati durante le procedure antidumping. In effetti, ciò comporterebbe aliquote tariffarie più basse per i beni attualmente oggetto di casi di antidumping (cfr. Tabella 2). Per alcuni di questi beni gli Stati Uniti sono un mercato importante, anche se complessivamente rappresentano solo lo 0,7% del PIL del Vietnam. Pertanto, l'effetto diretto immediato dell'ottenimento dello status di economia di mercato sarà probabilmente limitato nel complesso, ma la decisione darà una spinta alla fiducia e all'attrattiva per gli esportatori vietnamiti.

<sup>7</sup> L'indice Chinn-Ito misura il grado di apertura del conto capitale di un Paese. L'indice è compreso tra zero e uno, mentre uno indica una completa apertura del conto capitale.

<sup>8</sup> L'indicatore del livello di conformità nazionale ai diritti del lavoro misura il livello di conformità di un Paese ai diritti fondamentali sul lavoro, alla libertà di associazione e alla contrattazione collettiva. L'indice è compreso tra zero e dieci, e zero indica il massimo livello di conformità.

<sup>9</sup> L'indice misura la restrittività delle norme sugli investimenti diretti esteri di un Paese. L'indice è compreso tra zero e uno, tanto più basso quanto minori sono le restrizioni.

<sup>10</sup> Il rating Allianz Trade Structural Business Environment va da 1 a 6, più basso è, meglio è.

Tabella 2: esportazioni vietnamite nei casi di antidumping con gli USA

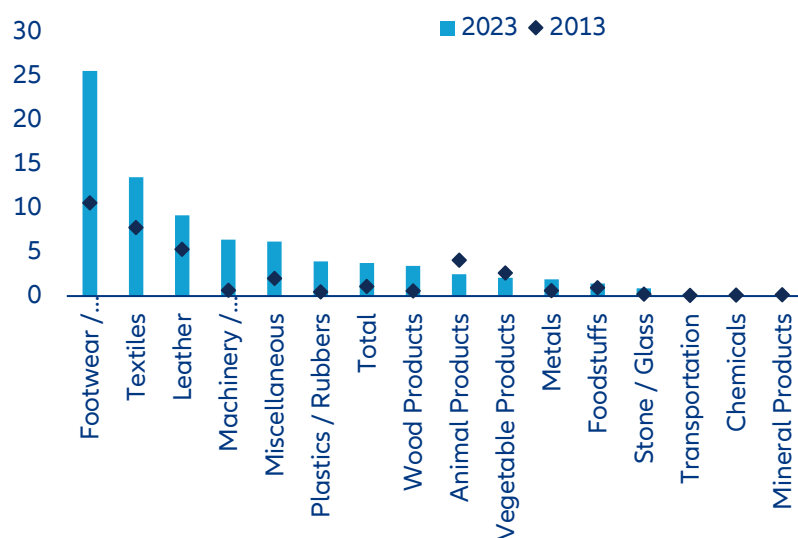
	Esportazioni del Vietnam negli Stati Uniti (2022, milioni di dollari)	come quota delle esportazioni vietnamite del settore	come quota delle importazioni statunitensi nel settore	come quota del PIL del Vietnam
Acciaio	1,179	25%	2.5%	0.29%
Gomma - Pneumatici	1,147	53%	6.4%	0.28%
Sottosettori del tessile	204	10%	4.2%	0.05%
Alluminio	131	41%	8.0%	0.03%
Crostacei	35	12%	4.0%	0.01%
Pesce congelato	34	7%	6.3%	0.01%

Nota: abbiamo utilizzato i codici HS 73 per l'acciaio, 4011 per la gomma - pneumatici, 54 e 56 per i sottosettori del tessile, 7604 per l'alluminio, 0306 per i crostacei e 0303 per il pesce congelato.

Fonti: Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti, ITC, Allianz Research

**Negli ultimi decenni il Vietnam è diventato uno dei maggiori esportatori al mondo.** Dalla sua adesione all'Organizzazione mondiale del commercio nel 2007, il Vietnam è passato dal 49° posto tra gli esportatori mondiali al 23° nel 2022. Nell'ambito dell'Asia-Pacifico, le esportazioni vietnamite sono ora di dimensioni simili a quelle di Taiwan. Estendendo le tendenze osservate dal 2017, il Vietnam potrebbe diventare il 10° esportatore mondiale nel 2034. Il Vietnam beneficia di una forte competitività dei costi, di un'ampia forza lavoro e di oltre 15 accordi di libero scambio bilaterali o multilaterali in vigore (anche con l'UE). In particolare, il Vietnam è stato in grado di trarre vantaggio dagli sviluppi geopolitici in corso, rappresentando un'alternativa interessante in mezzo alle tensioni tra Stati Uniti e Cina e alla tendenza alla diversificazione della catena di approvvigionamento. Di conseguenza, gli Stati Uniti rappresentano oggi circa il 30% delle esportazioni vietnamite (o il 27% del PIL), rispetto a meno del 20% (12% del PIL) di un decennio fa, e il Vietnam rappresenta oggi quasi il 4% delle importazioni statunitensi, rispetto a circa l'1% di un decennio fa. Più precisamente, nell'ultimo decennio, gli esportatori vietnamiti hanno guadagnato quote di mercato negli Stati Uniti soprattutto nei settori a più basso valore aggiunto, come calzature/copricapi, tessile e cuoio (Figura 10), ma anche, più recentemente, nei settori dei macchinari e dell'elettricità.

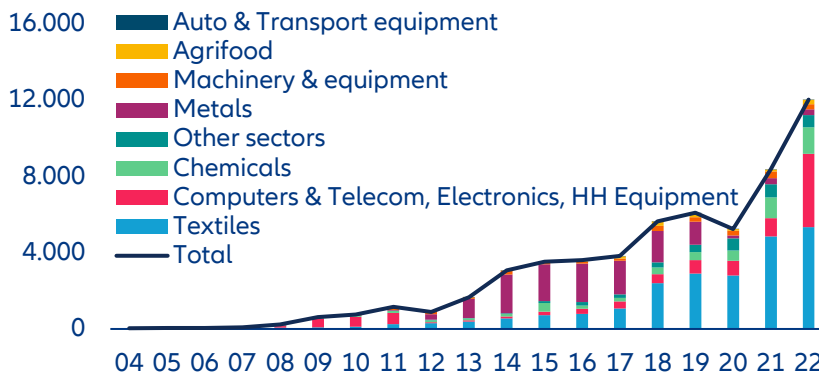
Figura 10: Importazioni statunitensi dal Vietnam per settore, in % delle importazioni statunitensi del settore



Fonti: ITC, Allianz Research

**Allo stesso tempo, la dipendenza del Vietnam dalle importazioni dalla Cina è aumentata.** La Cina rappresenta oggi circa un terzo delle importazioni vietnamite, rispetto a circa un quarto di dieci anni fa. Nel 2022 (ultimi dati disponibili), il 10% delle importazioni vietnamite dalla Cina era una dipendenza critica<sup>11</sup> (rispetto al 3% del 2012). Il 44% di queste dipendenze critiche si trova nel settore tessile e il 32% in quello dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica e delle apparecchiature per la casa (Figura 11). Questa crescente dipendenza potrebbe rappresentare un problema per le relazioni commerciali tra Stati Uniti e Vietnam. Infatti, gli Stati Uniti trattano ancora la Cina come un'economia non di mercato. In questo contesto, la concessione dello status di economia di mercato al Vietnam da parte degli Stati Uniti potrebbe portare gli esportatori cinesi a trasbordare le loro merci in Vietnam per poi esportarle negli Stati Uniti, per evitare di essere colpiti da tariffe statunitensi più elevate. Questo problema è già monitorato dalle autorità statunitensi e potremmo aspettarci un aumento delle controversie sulla regola di origine se il Vietnam dovesse ottenere lo status di economia di mercato.

Figura 11: Dipendenze critiche del Vietnam dalla Cina (milioni di dollari)



Fonti: ITC, Allianz Research

**L'aumento delle tensioni geopolitiche potrebbe rallentare i progressi a lungo termine del Vietnam.** Nell'ultimo decennio, il Vietnam ha cercato di mantenere buone relazioni con tutte le superpotenze firmando partenariati strategici, tra cui quello con gli Stati Uniti e la Cina nel 2023 e quello con la Russia nell'aprile 2024. Ma questo equilibrio potrebbe essere difficile da mantenere nel lungo periodo, considerando le crescenti tensioni geopolitiche a livello regionale e globale (Mar Cinese Meridionale, Stati Uniti-Cina, Stati Uniti-Russia, ecc.). Inoltre, anche se verrà riconosciuta come economia di mercato, l'esito delle elezioni statunitensi del novembre 2024 potrebbe determinare un inasprimento delle relazioni commerciali. Se da un lato l'aumento dei dazi sulla Cina da parte degli Stati Uniti potrebbe potenzialmente avvantaggiare il Vietnam (attraverso la deviazione del commercio e il friendshoring, come si è visto dopo i primi aumenti dei dazi), dall'altro il crescente surplus commerciale del Vietnam con gli Stati Uniti potrebbe renderlo un bersaglio. Il settore elettronico potrebbe essere preso in considerazione, data la sua quota crescente nelle esportazioni vietnamite e il suo potenziale legame con le merci cinesi trasbordate. Sebbene lo status di economia di mercato impedisca l'uso dell'approccio del Paese supplente durante le procedure antidumping, il Vietnam potrebbe comunque essere soggetto all'uso della Sezione 301 della legge commerciale statunitense, che porterebbe a sanzioni commerciali. Tale procedura è già stata utilizzata durante la prima presidenza Trump, in particolare contro la Cina, ma anche in due occasioni contro il Vietnam.

<sup>11</sup> Seguendo la definizione che abbiamo utilizzato nella nostra precedente ricerca, [Globalization 2.0](#) and [China: keeping the dragon awake](#).

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