

Allianz Research | 16 Gennaio 2025

I mercati obbligazionari statunitensi si preparano all'inaugurazione, momento Reeves nel Regno Unito (il sequel) e la Cina aggiorna il mix di politiche per contrastare potenziali dazi

Ludovic Subran
Chief Investment Officer e Chief
Economist
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Responsabile della Ricerca
Economica
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Economista senior
maxime.darmet@allianz-trade.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist
bjoern.griesbach@allianz.com

Françoise Huang
Economista senior
francoise.huang@allianz-trade.com

Yao Lu
Stratega degli investimenti
yao.lu@allianz.com

In sintesi

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

Stati Uniti: il mercato obbligazionario si prepara all'insediamento di Trump I rendimenti statunitensi a 10 anni sono saliti a 60 pb dai minimi di dicembre (20 pb da inizio anno) prima di ritirarsi dopo un dato sull'inflazione più debole del previsto questa settimana. Il precedente sell-off è stato guidato da una posizione da falco della Fed, dai prezzi del petrolio, dai dati economici rialzisti e da fattori tecnici. Riteniamo che i mercati stiano attualmente scontando un tasso terminale eccessivamente elevato per la Fed (circa il 4,0%) da un punto di vista fondamentale e stiano potenzialmente sottovalutando l'incombente pressione politica sulla Fed per abbassare i tassi. Continuiamo a ritenere che la Fed effettuerà un altro taglio dei tassi quest'anno e altri due nel 2026, portando il tasso terminale al 3,5%. Ciò dovrebbe far scendere i rendimenti a lungo termine verso il 4% nel corso dell'anno. Tuttavia, la volatilità persisterà con il flusso di notizie, poiché è probabile che l'amministrazione Trump attui rapidamente molte delle sue promesse elettorali subito dopo l'insediamento della prossima settimana.

Regno Unito: non si ripete il momento Truss Il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni del Regno Unito è salito fino a 30 punti base quest'anno, superando il 4,9%, il livello più alto dal 2008, prima di arretrare a causa dei dati più bassi sull'inflazione. Tuttavia, il recente sell-off non deve essere confuso con il "momento Truss" del 2022, poiché questa volta l'entità è significativamente inferiore e il funzionamento del mercato non è in gioco. Invece, i mercati hanno scontato un periodo di reflazione e di conseguenza solo altri due tagli da parte della Banca d'Inghilterra (BoE), rispetto alle aspettative di almeno quattro appena un mese fa. Prevediamo che le forze della stagflazione diminuiranno nel corso dell'anno a causa dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e della politica fiscale più restrittiva (almeno 5 miliardi di sterline di risparmi aggiuntivi). È probabile che la BoE tagli il tasso bancario di 25 punti base il mese prossimo e che tagli in una riunione su due fino al terzo trimestre del 2025. Con ciò, i rendimenti britannici a 10 anni dovrebbero stabilizzarsi e persino scendere verso il 4% nel corso del 2025.

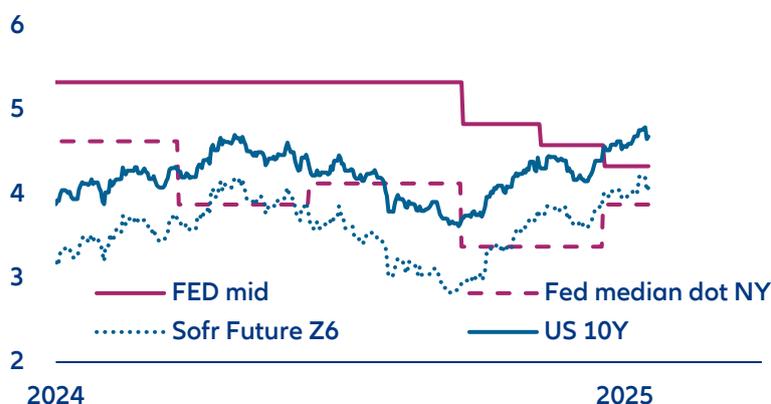
Cina: commercio, scambio L'attività economica è migliorata nel 4° trimestre e la crescita del PIL nel 2024 dovrebbe raggiungere l'obiettivo di "circa il 5%". L'anticipazione in vista di una nuova guerra commerciale sta stimolando le esportazioni e dovrebbe rimanere un vento favorevole fino a quando i dazi non saranno aumentati. Con la fiducia delle imprese private ancora bassa, i pochi segnali positivi della domanda interna sono interamente il risultato dell'allentamento della politica monetaria da settembre, che deve continuare quest'anno per risollevarne il sentiment. Nel frattempo, i mercati azionari hanno avuto il peggior inizio d'anno degli ultimi nove anni. Ci aspettiamo di più da una politica fiscale "molto proattiva", con un'ulteriore attenzione ai consumatori attraverso l'espansione del sistema di permuta, il sostegno al reddito

delle famiglie e il rafforzamento della rete di sicurezza sociale. Ma alla fine, l'intensità e la scala saranno una funzione di risposta a quanto il commercio diminuirà a causa dell'aumento delle tariffe. I dettagli saranno svelati solo all'inizio di marzo. Sul fronte monetario, nel brevissimo termine, la PBOC probabilmente si concentrerà maggiormente sull'attenuazione del percorso del tasso USDCNY e dei rendimenti sovrani. Prevediamo il prossimo taglio dei tassi di riferimento solo nel 2° trimestre. Nel complesso, prevediamo una crescita del PIL del +4,6% nel 2025.

USA: il mercato obbligazionario si prepara all'insediamento di Trump

Il sell-off di fine anno nei mercati obbligazionari globali è proseguito nel 2025, con i rendimenti statunitensi a 10 anni che sono saliti fino a 60 pb dai minimi di dicembre, prima di ritirarsi a causa di un'inflazione più debole questa settimana. Il sell-off iniziale è stato guidato da una posizione da falco della Fed, dai prezzi del petrolio, dai dati economici rialzisti e da fattori tecnici. Una moltitudine di fattori ha guidato il recente aumento dei rendimenti, a partire da un taglio dei tassi da falco da parte della Federal Reserve a fine dicembre che ha rafforzato il suo impegno a controllare l'inflazione. In particolare, il punto mediano delle aspettative per i tagli della Fed nel 2025 è stato rivisto al rialzo di due gradini, l'inversione più marcata del percorso politico previsto dall'inizio dell'allentamento (Figura 1). I verbali delle riunioni pubblicati a gennaio hanno mostrato che i funzionari della Fed erano preoccupati per le politiche inflazionistiche dell'amministrazione Trump entrante. A conferma di queste preoccupazioni, il presidente eletto Trump ha respinto le notizie secondo cui potrebbe ammorbidire le promesse elettorali in materia di dazi, che sarebbero altamente inflazionistici se pienamente attuate. Ma anche i dati economici hanno sorpreso al rialzo. Un forte rapporto sul mercato del lavoro a gennaio ha ulteriormente contribuito all'impennata dei rendimenti, in quanto indica una forza economica sostenuta anche prima che l'amministrazione statunitense entrante abbia adottato misure favorevoli alle imprese, come tagli fiscali o deregolamentazione. Allo stesso tempo, le aspettative di inflazione al consumo a lungo termine, misurate dall'indagine dell'Università del Michigan, sono salite al 3,3%, il livello più alto dal 2008. Le preoccupazioni inflazionistiche possono anche essere attribuite all'aumento del 14% dei prezzi del petrolio, guidato dalle sanzioni statunitensi più severe contro la Russia, tra cui l'inserimento nella lista nera di 183 petroliere coinvolte nelle esportazioni di energia russa. Infine, l'aumento dei rendimenti è stato influenzato anche dalle dinamiche tecniche dei mercati. Negli Stati Uniti, i dati mostrano che gli investitori attivi hanno recentemente aumentato le loro scommesse contro il calo dei tassi. Questa pressione è cresciuta in modo significativo nelle ultime due settimane, con il raddoppio delle posizioni speculative poiché i trader prevedono ulteriori rialzi dei tassi o ritardi nell'allentamento della politica monetaria.

Figura 1: Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e aspettative delle banche centrali, %



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Note: La mediana della Fed (punto NY) si riferisce alla proiezione mediana dei governatori della Fed per il tasso di riferimento del prossimo anno (2025). Il SOFR Future Z6 è un indicatore di dove i mercati vedono il tasso terminale della Fed (tasso overnight alla fine del 2026).

Tuttavia, questi fattori hanno ampiamente rafforzato le aspettative di una prolungata posizione da falco da parte della Fed, piuttosto che segnalare un effettivo aumento dell'inflazione. Ciò sottolinea la fiducia del mercato nell'indipendenza della Fed e nella sua determinazione a tenere sotto controllo l'inflazione, a qualunque costo. Uno sguardo più attento alla recente impennata dei rendimenti a lungo termine rivela che due terzi possono essere attribuiti a un aumento dei rendimenti reali, mentre solo un terzo è derivato da un aumento della componente di inflazione attesa (break-even) (Tabella 1). Ciò indica che i recenti fattori inflazionistici si traducono in larga misura nelle aspettative di una politica più assertiva della Fed. In particolare, il tasso terminale previsto nell'attuale ciclo di taglio dei tassi è aumentato di un'entità simile a quella del rendimento a 10 anni – circa 60 pb da metà dicembre – il che implica solo un altro taglio dei tassi e un tasso terminale del 4,00-4,25%. Si tratta di un segnale incoraggiante, che suggerisce che i mercati mantengono la fiducia nell'indipendenza della Fed e nel suo impegno a contrastare efficacemente le pressioni inflazionistiche.

Tavola 1 - Andamento del mercato dei capitali da inizio anno e da dicembre 2024, % e pb

	14/01/2025		Delta	
			2025 ytd	since Dec 6 2024
S&P500	5843	%	-0.7%	-4.1%
STOXX600	508	%	0.1%	-2.3%
DAX	8202	%	0.3%	-1.3%
Oil Brent	80	%	7.1%	12.4%
EURUSD	1.03	%	-0.4%	-2.5%
GBPUSD	1.22	%	-2.4%	-4.2%
US 10Y	4.79	bps	22	64
DE 10Y	2.65	bps	29	54
UK 10Y	4.89	bps	32	61
Fed in Dec 2026 exp. (terminal rate)	4.20	bps	23	60
ECB in Dec 2026 exp. (terminal rate)	2.36	bps	29	47
BoE in Dec 2026 exp. (terminal rate)	4.21	bps	35	57
US 10Y inflation expectation (BE)	2.46	bps	12	21
DE 10Y inflation expectation (BE)	1.96	bps	19	22
UK 10Y inflation expectation (BE)	3.64	bps	13	18
US 2y inflation swap (infl. exp.)	2.70	bps	17	16
DE 2y inflation swap (infl. exp.)	2.17	bps	2	8
UK 2y inflation swap (infl. exp.)	4.41	bps	31	55
US swap spread 10y (fiscal austerity exp.)	-47	bps	3	1
DE swap spread 10y (fiscal austerity exp.)	-16	bps	-2	-4
UK swap spread 10y (fiscal austerity exp.)	-54	bps	-4	-7

Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Note: Questa tabella non include la parziale inversione dei tassi di interesse il 15.01.2025 a causa della pubblicazione di dati sull'inflazione più deboli del previsto negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Il sell-off dei rendimenti statunitensi ha spinto al rialzo i tassi globali, ma altri fattori hanno giocato un ruolo in Germania e nel Regno Unito. Poiché i rendimenti statunitensi fungono da ancoraggio per i tassi d'interesse globali, gran parte del movimento al rialzo dell'Europa riflette le dinamiche statunitensi. Tuttavia, anche gli autisti locali hanno contribuito. In Germania, le prospettive di un governo guidato dalla CDU hanno alimentato le speranze di prospettive di crescita più forti, con i partiti che si impegnano a ridurre le tasse per le famiglie, potenziali riduzioni delle imposte sulle società e riduzione della burocrazia. Inoltre, le discussioni sull'allentamento del freno al debito per consentire un maggiore allentamento fiscale hanno guadagnato terreno, riflettendosi in un ulteriore calo degli spread degli swap.

Continuiamo a ritenere che la Fed effettuerà un altro taglio dei tassi quest'anno e altri due nel 2026, portando il tasso terminale al 3,5%. Ciò dovrebbe far scendere i rendimenti a lungo termine verso il 4% nel corso dell'anno, anche se la volatilità persisterà a causa del flusso di notizie provenienti dall'amministrazione statunitense entrante. I mercati stanno attualmente scontando un tasso terminale eccessivamente alto per la Fed. Dati i notevoli disavanzi fiscali, tali rendimenti elevati, in particolare quelli reali, sono insostenibili per la traiettoria del debito. Inoltre, il mercato sta sottovalutando la pressione politica sulla Fed per abbassare i tassi o almeno evitare ulteriori rialzi. Una volta che le aspettative si allineano con il nostro tasso terminale previsto, è probabile che i rendimenti dei titoli di Stato si adeguino di conseguenza al ribasso. Tuttavia, si prevede che una raffica di annunci da parte del presidente entrante Trump manterrà i mercati occupati e volatili mentre digeriscono il flusso di notizie.

Ci si aspetta che il presidente Trump dia risultati rapidi, con ordini esecutivi sull'immigrazione, la spesa federale e la politica di deregolamentazione subito dopo l'insediamento. Il presidente Trump ha segnalato la sua intenzione di attuare rapidamente gli impegni politici fondamentali dopo essere entrato in carica lunedì prossimo. È probabile che le politiche che non richiedono l'approvazione del Congresso vengano emanate per prime. Ci aspettiamo che il presidente Trump firmi ordini esecutivi sull'immigrazione per schierare la Guardia Nazionale e/o l'esercito al confine tra Stati Uniti e Messico e per ordinare la detenzione e la deportazione degli immigrati non autorizzati catturati al confine. Il presidente potrebbe anche attivare l'Alien Enemies Act del 1798 per agire con forza, ma probabilmente si troverebbe di fronte a sfide legali. Tuttavia, per procedere alla deportazione su larga scala, il Presidente dovrà chiedere al Congresso di fornire risorse finanziarie. I repubblicani del Congresso probabilmente approveranno rapidamente nuovi finanziamenti nelle prossime due settimane, anche se l'importo che sarà approvato rimane incerto poiché i falchi repubblicani del deficit vorranno vedere misure di risparmio

compensative altrove. Una possibile cifra sarebbe di circa 30-40 miliardi di dollari di finanziamenti approvati per il 2025. Per quanto riguarda la spesa federale, il presidente Trump e il Dipartimento per l'efficienza del governo, guidato da Elon Musk e Vivek Ramaswamy, probabilmente si muoveranno rapidamente per ridurre i finanziamenti ad alcune agenzie federali (come il Consumer Financial Protection Bureau o l'Environmental Protection Agency degli Stati Uniti) e tagliare le spese "non autorizzate" (cioè le spese non autorizzate dal Congresso per voci come gli aiuti esteri). Tuttavia, queste misure richiederanno almeno alcuni mesi per essere attuate in modo efficace.

Anche gli aumenti dei dazi potrebbero arrivare rapidamente, ma più probabilmente con passi incrementali. Alcune decisioni potrebbero essere prese rapidamente anche in materia di politica industriale. Il presidente Trump potrebbe potenzialmente muoversi molto rapidamente sui sussidi industriali. Anche se ci vorrà tempo (e difficili negoziati al Congresso) per abrogare le politiche di punta di Biden come l'Inflation Reduction Act, il Presidente potrebbe invocare la sua autorità per indirizzare i sussidi industriali a settori strategici senza attendere l'approvazione del Congresso. Ad esempio, il Presidente può utilizzare l'autorità all'interno di programmi o leggi esistenti (ad esempio, il Defence Production Act) per indirizzare sussidi o incentivare la produzione industriale in settori critici come i semiconduttori o l'acciaio. In termini di deregolamentazione, il presidente probabilmente agirà molto rapidamente dopo l'insediamento per invertire i limiti dell'era Biden sui progetti energetici e uscire dagli accordi sul clima di Parigi. Più in generale, potrebbe imitare ciò che ha fatto durante il suo primo mandato emettendo un ordine esecutivo che richiede la cancellazione di due regolamenti per ogni nuovo regolamento. Attraverso ordini esecutivi, il Presidente sospenderà potenzialmente l'applicazione di nuovi regolamenti e avvierà un processo di revisione completo per la rescissione. Quando si tratta di tariffe, l'incertezza è molto alta. Secondo quanto riferito, i principali consiglieri economici del presidente Trump stanno valutando un lento aumento dei dazi per evitare perturbazioni economiche e per mantenere i dazi come merce di scambio nei futuri negoziati con i partner commerciali. A breve termine, lo scenario più probabile è che il presidente Trump annunci aumenti tariffari mirati su alcuni settori strategici come l'acciaio, l'alluminio e l'automotive, ma non si possono escludere forti aumenti dei dazi su un paniere più ampio di prodotti. Canada, Messico, Cina e UE (quest'ultima per l'automotive) potrebbero essere gli obiettivi primari.

Regno Unito: non c'è ancora un altro momento Truss

Il Regno Unito ha guidato l'impennata dei rendimenti globali nel 2025, alimentata dai timori di reflazione, da una posizione più aggressiva delle banche centrali e dai disavanzi fiscali, anche se si è leggermente ritirato a causa di un'inflazione inferiore alle attese. Nelle prime due settimane dell'anno, il rendimento dei titoli di Stato britannici a 10 anni è salito di oltre 30 punti base, raggiungendo il 4,9%, il livello più alto dal 2008. Parte di questa mossa è stata invertita con i dati sull'inflazione più deboli negli Stati Uniti e nel Regno Unito questa settimana. Inizialmente i mercati scontavano un aumento significativo delle aspettative di inflazione a breve termine, trainato dagli annunci di politica fiscale e di conseguenza da un allentamento delle banche centrali inferiore alle attese precedenti, fino a circa due tagli da parte della Banca d'Inghilterra (BoE), rispetto alle aspettative di almeno quattro tagli appena un mese fa. I rendimenti a lungo termine sono stati trainati al rialzo principalmente dalla componente del rendimento reale, dimostrando la fiducia del mercato nella capacità della banca centrale di gestire i rischi di inflazione nel lungo periodo. Ma i timori di una banca centrale aggressiva sono stati esacerbati dagli incombenti disavanzi fiscali. Preoccupati per una maggiore offerta di obbligazioni in futuro, gli spread swap sono scesi significativamente di più rispetto agli Stati Uniti o alla Germania nelle ultime settimane (Tabella 1). Questa dinamica suggerisce che, nonostante le tendenze globali più ampie, il Regno Unito rimane vulnerabile alle pressioni fiscali, rafforzando l'importanza di una gestione disciplinata delle politiche per stabilizzare il mercato obbligazionario e alleviare le preoccupazioni degli investitori.

Ma questa non è una ripetizione del "momento Truss" del 2022. A quel tempo, i rendimenti sono aumentati di 100 pb in soli tre giorni, costringendo la Banca d'Inghilterra a intervenire per prevenire disfunzioni di mercato (Figura 2). Al contrario, l'attuale aumento dei rendimenti è molto meno grave e non vi è alcuna indicazione di rischi immediati per la stabilità del mercato. Inoltre, l'ultimo aumento dei rendimenti è in parte guidato da fattori globali, tra cui un forte aumento dei rendimenti e dei prezzi del petrolio negli Stati Uniti. Ciò significa che una parte sostanziale del recente sell-off nel Regno Unito deriva da sviluppi al di fuori del controllo del governo.

Figura 2: 10 rendimenti dei titoli di Stato nel Regno Unito e negli Stati Uniti, evidenziando il "momento Truss" nel 2022, %



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

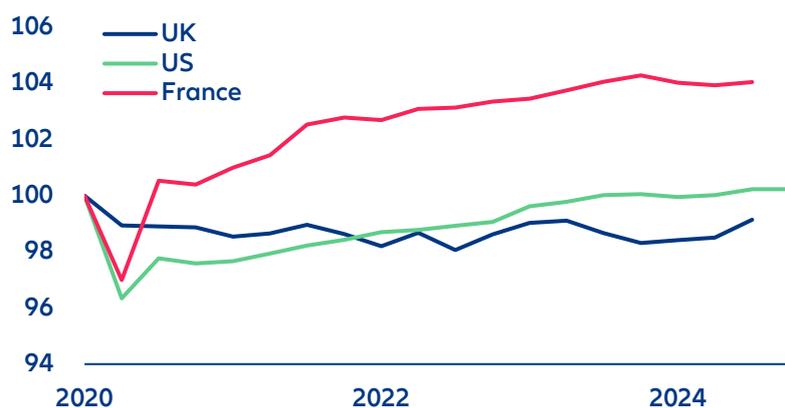
Nel frattempo, la Banca d'Inghilterra deve fare i conti con la stagflazione: la brutta combinazione di inflazione appiccicosa e un'economia debole. Con il 4,75%, il tasso bancario della BoE è ora il più alto di tutte le principali economie sviluppate: il tasso di riferimento della Fed statunitense si attesta al 4,5% (il limite superiore dei Federal Fed Funds), quello della BCE è al 3% (tasso sui depositi) e quello della RBA australiana è al 4,35% (tasso di cassa). La BoE ha iniziato un ciclo di allentamento superficiale nell'agosto 2024, ma da allora ha tagliato il tasso bancario solo di 25 punti base due volte, nonostante un'economia debole: il PIL del Regno Unito è cresciuto di un misero +0,1% t/t nel 3° trimestre 2024 ed è probabile che si sia appiattito nel 4° trimestre 2024. Ciononostante, la vischiosità dell'inflazione fa sì che i mercati si aspettino che il tasso bancario scenda solo al 4,25% entro l'inizio del 2026, ovvero solo 50 pb di ulteriori tagli dei tassi sono scontati su un orizzonte di 12 mesi.

Il Regno Unito è più a rischio di danni dal lato dell'offerta rispetto ai suoi omologhi, il che lo rende vulnerabile alla stagflazione e ai tassi più elevati. Diversi fattori possono alimentare l'inflazione, tra cui i prezzi del petrolio (e delle materie prime), i prezzi delle importazioni non legate alle materie prime, le perturbazioni della catena di approvvigionamento, le aspettative di inflazione e l'equilibrio tra domanda e offerta nell'economia (misurato dall'output gap o dal rapporto tra posti vacanti e disoccupati sul mercato del lavoro). Sul lato positivo del Regno Unito, le aspettative di inflazione¹ sono diminuite rapidamente negli ultimi due anni, attestandosi intorno alla media di lungo periodo nel 4° trimestre 2024. Ciò significa che la BoE non ha perso credibilità durante e dopo l'impennata dell'inflazione del 2022-23: il settore privato si aspetta ancora che l'inflazione torni alla sua media di lungo periodo in un periodo relativamente breve. Tuttavia, il Regno Unito sta ancora soffrendo più dei suoi omologhi di due grandi shock dell'offerta: il forte aumento dei prezzi dell'energia e la minore partecipazione al lavoro. Tra il 2° trimestre 2020 e il 3° trimestre 2024, i prezzi dell'energia (misurati dall'indice dei prezzi alla produzione²) sono stati moltiplicati per 2,6 nel Regno Unito, contro 2 in Francia e 1,6 negli Stati Uniti. Allo stesso tempo, il tasso di partecipazione al mercato del lavoro è diminuito rispetto ai livelli pre-pandemia, mentre è leggermente aumentato negli Stati Uniti ed è aumentato in Francia (Figura 3). La combinazione di prezzi elevati dell'energia e poche persone nel mercato del lavoro nel Regno Unito ha contribuito a mantenere elevate pressioni sui prezzi e sui salari. L'inflazione dei servizi si è attestata al +4,4% a/a a dicembre 2024 (dal +5% di novembre), mentre la crescita media degli utili (media mobile a tre mesi) è salita al +5,1% a ottobre (da +4,4%).

¹ Esaminiamo l'indagine aziendale della BoE sulle aspettative di inflazione a 12 mesi.

² Per il Regno Unito calcoliamo un proxy del PPI principale dell'energia (non disponibile) utilizzando un mix di prezzi di gas, elettricità e carburante.

Figura 3: Tasso di partecipazione al lavoro (2020-1° trimestre = 100)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

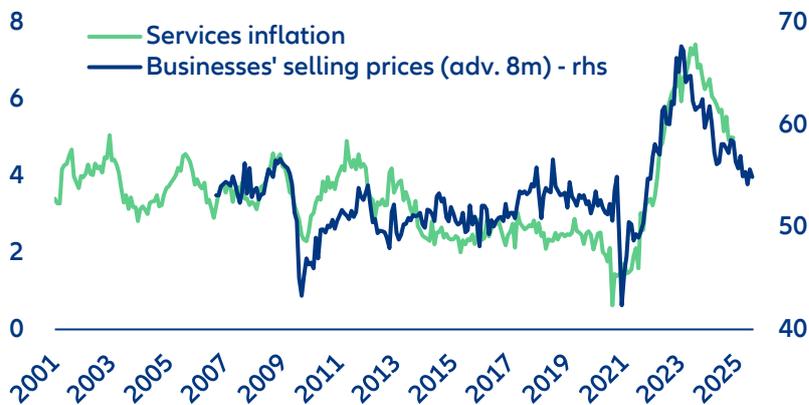
Nota: tasso di partecipazione = numero di persone in età lavorativa che lavorano o cercano attivamente un lavoro in percentuale del totale delle persone in età lavorativa.

Tuttavia, riteniamo che le forze stagflazionistiche si attenueranno entro il 3° trimestre 2025 a causa dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e della politica fiscale (almeno 5 miliardi di sterline di risparmi aggiuntivi). Prevediamo che l'inflazione aumenterà e rimarrà elevata nella prima metà del 2025. Ofwat ha annunciato il mese scorso che la bolletta media dell'acqua aumenterà del +23,5% m/m ad aprile. Inoltre, in risposta ai recenti aumenti dei prezzi del gas all'ingrosso, è probabile che il tetto massimo dei prezzi delle utility Ofgem aumenterà ad aprile del +3,5% (+2% precedente) e diminuirà del -1% a luglio (-2% precedente). Tuttavia, in questo contesto, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e la politica di bilancio più restrittiva nel 2025 manterranno debole la crescita del PIL. L'economia del Regno Unito è cresciuta a malapena su base sequenziale dalla metà del 2024, a causa dell'indebolimento della fiducia a seguito del bilancio di ottobre e, esternamente, a causa dell'indebolimento del settore industriale europeo. L'elevato livello dei rendimenti dei Gilt manterrà probabilmente debole l'attività di edilizia residenziale e il fatturato nella prima metà del 2025. Inoltre, gli alti costi di finanziamento per il governo, ma soprattutto una crescita inferiore a quella prevista dall'OBR, hanno messo la Cancelliera sulla buona strada per infrangere la sua regola fiscale quest'anno. Ciò significa che probabilmente sarà costretta a svelare ulteriori aumenti delle tasse e/o restrizioni alla spesa nell'aggiornamento fiscale di marzo dell'OBR, o potenzialmente anche prima. Lasciare che i prestiti aumentino troppo sarebbe una ricetta per ulteriori aumenti del rendimento dei Gilt, e la Cancelliera ha ribadito di essere "assolutamente impegnata a rispettare le regole fiscali". Ci aspettiamo che riduca alcune delle sue ambizioni di aumentare la spesa per gli aiuti e la difesa all'estero e di ridurre ulteriormente la spesa dei dipartimenti non protetti, ma che mantenga maggiori finanziamenti per il servizio sanitario nazionale e le infrastrutture, che sono impegni fondamentali nella piattaforma del governo (rinneare questo non sarebbe politicamente accettabile). Non si possono escludere ulteriori aumenti delle tasse. Nel complesso, la politica fiscale potrebbe passare da moderatamente restrittiva (0,2 punti percentuali del PIL) nel 2025 a restrittiva (0,4/0,5 punti percentuali del PIL, ossia potrebbero essere annunciati 5 miliardi di sterline di risparmi aggiuntivi).

Prevediamo che la BoE taglierà il tasso bancario di 25 punti base il mese prossimo e che taglierà il tasso bancario in una riunione su due fino al 3° trimestre 2025. Di conseguenza, i rendimenti britannici a 10 anni dovrebbero stabilizzarsi e persino diminuire nel corso dell'anno verso il 4%. I dati suggeriscono già che l'inflazione core e la crescita dei salari diminuiranno nei prossimi sei-12 mesi. Ad esempio, un'indagine sui prezzi di vendita delle imprese indica un calo dell'inflazione dei servizi (Figura 4), mentre le imprese prevedono che la liquidazione mediana delle retribuzioni per i prossimi 12 mesi sia diminuita in modo sostanziale. In questo contesto, anche se abbiamo posticipato alcuni tagli dei tassi della BoE alla fine dell'anno, prevediamo comunque un tasso bancario più basso rispetto al mercato entro la fine del 2025. Ci aspettiamo ancora che la BoE tagli il tasso bancario di 25 pb alla prossima riunione di febbraio, per poi tagliarlo in una riunione su due nel terzo trimestre. Ci aspettiamo poi tagli dei tassi consecutivi di 25 pb nelle riunioni di novembre e dicembre. Nel complesso, il tasso bancario dovrebbe raggiungere il 3,5% entro dicembre 2025, in linea con le nostre aspettative di un'inflazione complessiva ancora elevata (tra il 2,5% e il 3%) fino alla fine dell'estate, ma l'inflazione di fondo si indebolirà notevolmente a partire

dalla primavera. Ciò darà alla BoE la certezza che le pressioni inflazionistiche sottostanti si stiano attenuando e che sia necessario fare di più per compensare il freno all'economia dovuto alle condizioni finanziarie e alla politica fiscale restrittive. In questo contesto, ci aspettiamo che i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni scendano dai livelli attualmente elevati verso l'intervallo del 4,0-4,5% non appena i mercati sconteranno una posizione più accomodante della banca centrale in un contesto di allentamento delle aspettative di inflazione.

Figura 4: Inflazione dei servizi e prezzi di vendita delle imprese.



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Cina

Il cambiamento di politica monetaria della Cina dalla fine di settembre ha portato a un miglioramento dell'attività economica nel 4° trimestre e al probabile raggiungimento dell'obiettivo di crescita di "circa il 5%" per il 2024. Il PIL dovrebbe essere cresciuto del +5,1% a/a nel quarto trimestre dello scorso anno (dopo il +4,6% del trimestre precedente), consentendo alla crescita dell'intero anno di raggiungere il +4,9%. I recenti dati pubblicati suggeriscono che l'economia cinese ha chiuso il 2024 con una nota relativamente buona (Figura 5), con i sondaggi PMI nei settori dei servizi e delle costruzioni in aumento a dicembre e i PMI manifatturieri che rimangono in territorio di espansione. Questi ultimi sono stati probabilmente sostenuti dalle esportazioni, che a dicembre sono cresciute di un forte +10,7% a/a (dopo il +6,7% del mese precedente). L'anticipazione in vista di una probabile nuova guerra commerciale nel corso dell'anno è probabilmente in gioco e dovrebbe rimanere un vento favorevole nei prossimi mesi, prima che vengano implementate aliquote tariffarie più elevate. A livello interno, l'andamento della domanda in Cina è ancora disomogeneo, con vendite al dettaglio disomogenee, primi segnali positivi nelle vendite di abitazioni, edilizia abitativa ancora in flessione e investimenti privati in generale ancora in rallentamento. Con la fiducia ancora bassa nel settore privato, gli scarsi sviluppi positivi della domanda interna sono probabilmente interamente il risultato del sostegno politico dalla fine di settembre, che deve essere ulteriormente esteso quest'anno per risollevare il sentiment.

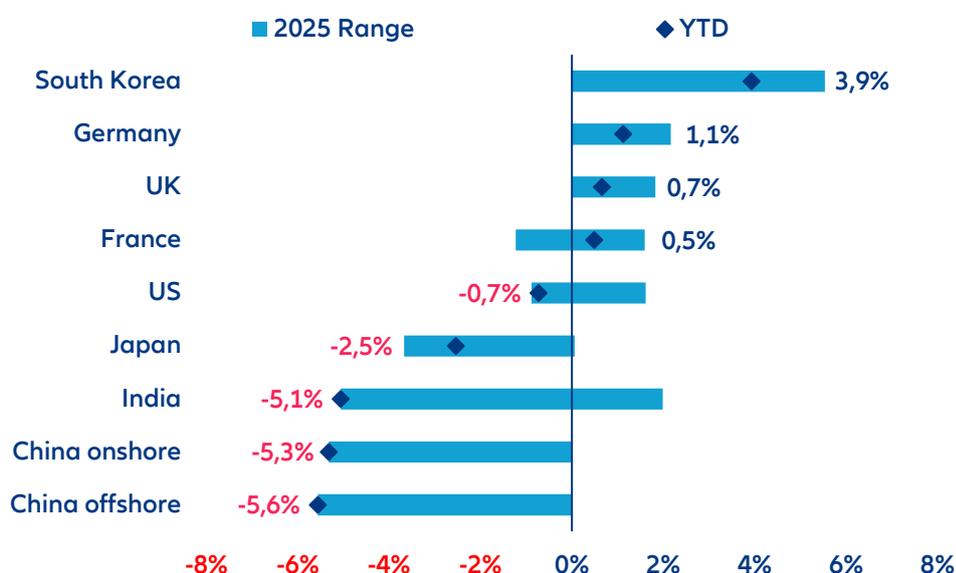
Figura 5: Crescita del PIL cinese (%a/a) e PMI composito dell'Ufficio nazionale di statistica



Fonti: fonti nazionali, LSEG Datastream, Allianz Research

In un contesto di scarsa fiducia e basse pressioni sui prezzi, i mercati azionari hanno avuto il peggior inizio d'anno degli ultimi nove anni. I benchmark onshore e offshore sono scesi del -5,3% e del -5,6% nei primi nove giorni di negoziazione del 2025, sottoperformando i concorrenti globali (Figura 6). La tendenza al ribasso persiste dall'inizio di ottobre dello scorso anno, poiché le aspettative accumulate dagli investitori sono state minate dai continui ritardi e dalla mancanza di dettagli sugli stimoli governativi. Prevediamo un altro anno di bassa crescita degli utili a causa delle persistenti pressioni deflazionistiche interne. Mentre il governo si è impegnato a sostenere maggiormente i consumatori, il mercato immobiliare, che costituisce una parte significativa del patrimonio delle famiglie cinesi, mostra limitati segnali di ripresa (con i prezzi complessivi che continuano a diminuire e i livelli del patrimonio immobiliare che rimangono elevati), pesando così sui consumi delle famiglie. Le pressioni al deprezzamento del renminbi, con l'incombere di una nuova ondata di dazi statunitensi, potrebbero intaccare ulteriormente la fiducia dei consumatori. Nel frattempo, è probabile che persistano i problemi di eccesso di offerta, a causa dell'intensa concorrenza interna, del freno delle tensioni geopolitiche sulle esportazioni e della continua attenzione del governo sugli investimenti manifatturieri. Prevediamo un aumento molto moderato dell'inflazione all'1% nel 2025 dopo lo 0,2% dei due anni precedenti. Nonostante le valutazioni relativamente interessanti rispetto alle medie storiche e ai concorrenti globali, i fondamentali deboli rimangono una preoccupazione fondamentale per la performance dell'azionario cinese.

Figura 6: Performance azionaria globale nei primi nove giorni di negoziazione del 2025



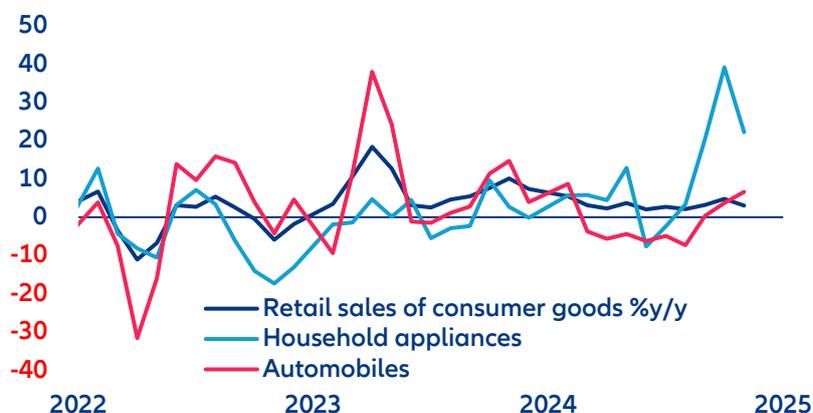
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: dati al 13 gennaio 2025; La performance del mercato è rappresentata dai rendimenti totali dei seguenti benchmark: S&P 500 per gli Stati Uniti, FTSE 100 per il Regno Unito, DAX per la Germania, CAC 40 per la Francia, CSI 300 per la Cina onshore, Hang Seng Index per la Cina offshore, TOPIX per il Giappone, Nifty 50 per l'India e KOSPI per la Corea del Sud.

Saranno attuati ulteriori allentamenti fiscali, si spera incentrati sui consumatori, ma la portata sarà una funzione di risposta agli shock esterni. Le autorità cinesi sono state attive nel fornire sostegno politico dallo scorso settembre, anche se non sono state all'altezza delle aspettative del mercato. Gli ultimi annunci di gennaio forniscono indizi su come l'allentamento fiscale prenderà forma quest'anno. Nel 2025 la politica di bilancio sarà "molto proattiva" (come da linguaggio ufficiale, rispetto a quella "proattiva" precedente), attraverso un obiettivo di disavanzo ufficiale ampliato (probabilmente vicino al 4% del PIL rispetto al 3% del 2024) e quote per l'emissione di titoli di Stato (ad esempio, 2-3 trilioni di RMB di obbligazioni speciali del governo centrale a lunghissimo termine, rispetto a 1 trilione di RMB nel 2024). I numeri precisi saranno svelati solo alle "Due Sessioni" all'inizio di marzo. In cima alla lista di controllo ci sarà il modo in cui l'allentamento fiscale sosterrà i consumi privati interni. Le autorità hanno già annunciato che il programma di permuta dei consumatori dello scorso anno sarà prorogato e ampliato fino al 2025. Il sistema ha avuto successo nel sostenere le vendite al dettaglio di elettrodomestici e automobili, ma non è riuscito a ribaltare completamente in meglio la fiducia dei consumatori (figura 7). Sono necessarie ulteriori misure per

sostenere il reddito delle famiglie e rafforzare la rete di sicurezza sociale. In ultima analisi, l'intensità e la portata dell'allentamento fiscale dipenderanno dall'entità dei prossimi colpi alla crescita, in particolare derivanti dalla rinnovata guerra commerciale con gli Stati Uniti.

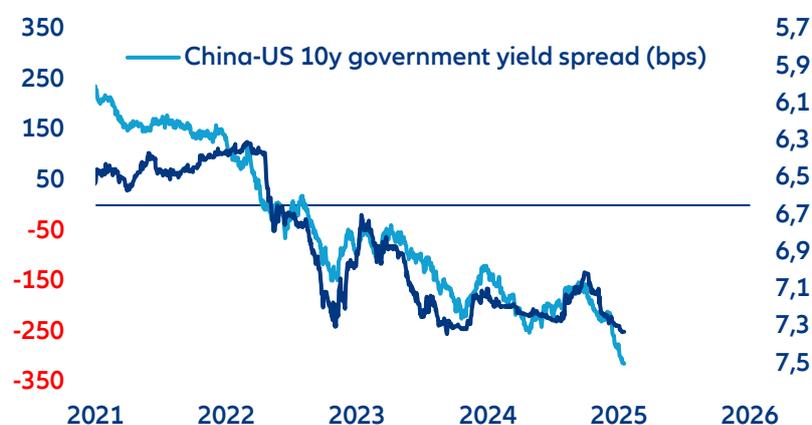
Figura 7 - Vendite al dettaglio in Cina (%/a) – totale dei beni di consumo e delle categorie interessate dal sistema di permuta dei consumatori nel 2024



Fonti: fonti nazionali, LSEG Datastream, Allianz Research

Politica monetaria: equilibrio tra allentamento e stabilità del forex. I cambiamenti attesi nelle politiche statunitensi (sia interne che esterne) stanno già avendo un impatto sulla Cina attraverso il canale valutario: il CNY si è deprezzato del 3% rispetto all'USD nell'ottobre-novembre dello scorso anno e il tasso onshore USDCNY ha superato il livello di 7,3 all'inizio del 2025 dopo due settimane di resistenza. L'attuale periodo di debolezza monetaria è anche il risultato delle politiche interne della Cina. In effetti, il 9 dicembre 2024 l'orientamento della politica monetaria è stato spostato da "prudente" a "moderatamente accomodante" (l'ultima volta che ciò è accaduto nel novembre 2008), alimentando le aspettative del mercato di imminenti ampi tagli dei tassi. Lo spread tra i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni cinesi e statunitensi ha superato i -300 pb a gennaio, raggiungendo livelli minimi storici (si veda la Figura 8). Mentre una valuta più debole è in teoria di supporto per le esportazioni, i politici cinesi staranno attenti all'impatto sui flussi finanziari e sulla fiducia interna. In una conferenza stampa di questa settimana, pur ribadendo che la politica monetaria è "moderatamente accomodante", la PBOC ha anche richiamato l'attenzione sull'importanza della stabilità del forex. Ciò suggerisce che, nel brevissimo termine, i responsabili politici potrebbero essere più concentrati sull'agevolare il percorso del tasso USDCNY piuttosto che effettuare tagli dei tassi di riferimento: ci aspettiamo la prossima mossa di questo tipo solo nel secondo trimestre di quest'anno (-10 pb rispetto al tasso di reverse repo a sette giorni).

Figura 8: Spread dei rendimenti governativi (pb) a 10 anni tra Cina e Stati Uniti e tasso USDCNY onshore



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

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.