

Allianz Research | 23 Gennaio 2025

La strategia economica di Trump, banche centrali divergenti e surplus commerciale scivoloso della Cina nell'anno del serpente

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

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

Guillaume Déjean
Consulente di settore
guillaume.dejean@allianz-trade.com

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

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

Luca Moneta
Economista senior
luca.moneta@allianz-trade.com

In sintesi

Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

La strategia economica di Trump Il presidente Trump ha firmato una raffica di ordini esecutivi nel suo primo giorno come nuovo presidente degli Stati Uniti, tra cui il ritiro dagli accordi di Parigi e dall'OMS. Ma il giro di vite sull'immigrazione illegale e legale è in cima all'agenda. Prevediamo che il numero di espulsioni all'anno raggiungerà le 500.000, il che potrebbe bloccare la crescita della popolazione negli Stati Uniti, spingendo la crescita potenziale dell'economia al di sotto del +2% entro il 2026. Il presidente probabilmente annuncerà aumenti dei dazi il 1° febbraio contro la Cina e potenzialmente contro l'UE, il Messico e il Canada. Sono stati inoltre firmati ordini esecutivi per aumentare la produzione di petrolio e gas e svelare politiche ecologiche, in particolare per i veicoli elettrici. Nel complesso, alcune politiche potrebbero essere incoerenti tra loro, come il mantenimento di una crescita elevata e la riduzione dell'inflazione. In definitiva, il successo della Trumponomics dipenderà principalmente dalla capacità dell'amministrazione di ridurre sostanzialmente il deficit pubblico, il che porterebbe a una riduzione dell'inflazione e dei tassi di interesse.

Banche centrali: semaforo rosso, semaforo verde I prossimi giorni saranno ricchi di decisioni delle banche centrali, ma non tutti stanno andando nella stessa direzione. La Banca del Giappone sarà sul blocco di partenza venerdì, probabilmente aumentando il suo tasso di riferimento di 25 punti base allo 0,50%. La riunione della Fed seguirà il 29 gennaio e ci aspettiamo una pausa nel suo ciclo di allentamento (obiettivo del tasso dei Fed Funds nel 4,25-4,5%) dopo tre tagli consecutivi dei tassi alla fine del 2024 a causa delle persistenti pressioni inflazionistiche core. Con le politiche che probabilmente manterranno l'inflazione al di sopra dell'obiettivo e le pressioni politiche sulla Fed per favorire la crescita, vediamo ancora poco spazio per ulteriori diminuzioni quest'anno. Ci aspettiamo ancora un ultimo taglio dei tassi di 25 punti base a marzo, che manterrà il tasso dei Fed Funds al 4-4,25% per il resto dell'anno. Al contrario, la BCE (30 gennaio) è destinata a continuare il suo ciclo di allentamento quest'anno, abbassando nuovamente il tasso sui depositi di 25 punti base al 2,75% a causa del persistere dei venti contrari dell'economia. Prevediamo tagli di 25 pb in ciascuna delle prossime riunioni, raggiungendo un tasso terminale del 2,0% entro giugno 2025. Infine, è probabile che la Banca d'Inghilterra tagli il tasso bancario di 25 punti base il 6 febbraio e che tagli il tasso bancario in una riunione su due fino al terzo trimestre del 2025, per bilanciare la debole attività economica e l'inflazione persistente.

Cina: un surplus commerciale scivoloso nell'anno del serpente La Cina ha chiuso l'anno del dragone con un surplus commerciale di quasi 1 trilione di dollari, sostenuto dalle esportazioni verso gli Stati Uniti alla fine dell'anno in vista dell'incombente guerra commerciale. Ma l'anno

del serpente sarà più scivoloso, con il presidente Trump che avverte di fissare dazi del 10% contro la Cina già dal 1° febbraio. Sebbene manchino ancora dettagli, stimiamo che le perdite delle esportazioni cinesi oscillerebbero tra i 22 e i 57 miliardi di dollari nel periodo 2025-2026 in uno scenario di guerra commerciale contenuta. L'indebolimento dei prezzi all'esportazione e della valuta potrebbe in parte mitigare l'impatto, anche se questa volta ci aspettiamo un deprezzamento più lieve del CNY (2,6% nel 2025 rispetto al 10% nel 2018) poiché le autorità cinesi temono gli effetti sulla fiducia e il rischio di fuga di capitali. È improbabile che il tasso USD/CNY superi 7,50 nel 2025.

Il copione della Trumponomics

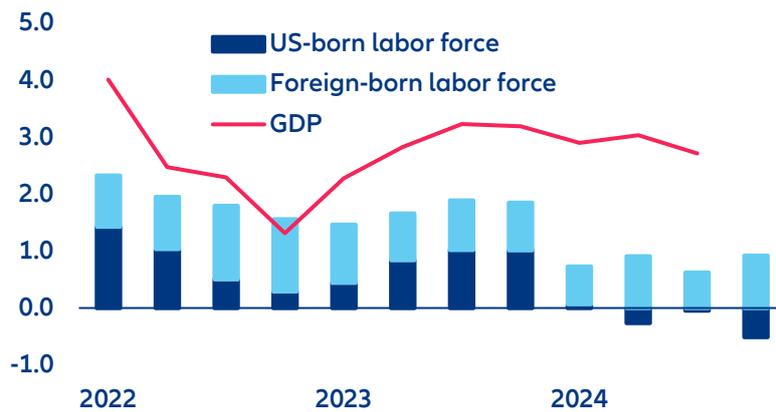
La priorità assoluta della nuova amministrazione Trump è la repressione dell'immigrazione (non autorizzata e legale). Prevediamo che le deportazioni raggiungeranno le 500.000 all'anno, il che potrebbe bloccare la crescita della popolazione statunitense (0,2%), spingendo la crescita potenziale dell'economia al di sotto del +2%. Il presidente Trump ha firmato una raffica di ordini esecutivi nel suo primo giorno come nuovo presidente degli Stati Uniti, tra cui il ritiro dagli accordi di Parigi e dall'OMS. Ma un rapido giro di vite sull'immigrazione non autorizzata e legale è in cima all'agenda del presidente, con circa 10 ordini esecutivi, tra cui la dichiarazione di un'emergenza nazionale al confine, l'ulteriore limitazione delle richieste di asilo al confine, l'obbligo per i richiedenti asilo di rimanere in Messico mentre le loro richieste vengono esaminate, la fine del diritto alla cittadinanza per diritto di nascita, la ripresa della costruzione del muro di confine e l'invio di truppe al confine. A breve termine, gli afflussi di immigrazione al confine probabilmente diminuiranno drasticamente, anche se stavano già diminuendo in modo significativo dalla firma di un ordine esecutivo da parte dell'ex presidente Biden nel giugno 2024. Tuttavia, le deportazioni di immigrati privi di documenti da altre parti degli Stati Uniti ("deportazioni interne") sono state meno di 50.000 all'anno dal 2021, in calo rispetto ai livelli record registrati durante l'amministrazione Obama (250.000 all'anno). Sotto la nuova amministrazione Trump, ci aspettiamo che le deportazioni all'interno aumentino bruscamente fino a 500.000 all'anno. L'obiettivo di 1 milione di dollari lanciato da diversi membri dell'amministrazione Trump sembra molto difficile da raggiungere, dati gli ostacoli logistici e amministrativi. Se l'amministrazione Trump procederà con politiche più severe sull'immigrazione legale nei prossimi mesi, la crescita della popolazione statunitense potrebbe rallentare da 3,4 milioni dell'anno scorso a 1,5 milioni di quest'anno, e quasi 0,5 milioni entro il 2027 (Tabella 1). Ciò peserebbe in modo significativo sulla crescita della forza lavoro, che negli ultimi anni è stata alimentata quasi interamente da persone nate all'estero, mentre la crescita delle persone nate negli Stati Uniti si è arrestata (Figura 1). La crescita della forza lavoro è uno dei due fattori chiave della crescita del PIL insieme alla crescita della produttività. In questo contesto, nell'ambito di politiche di immigrazione molto più restrittive, è probabile che la crescita potenziale degli Stati Uniti scenda al di sotto del +2% entro il 2026.

Tabella 1: Previsioni di crescita della popolazione negli Stati Uniti sotto il presidente Trump

q4/q4, millions	2023	2024	2025	2026	2027
Legal immigration	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5
Net unauthorized ex interior removals	2.5	2.0	0.5	0.1	0.0
Interior removals	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5
Net foreign-born	3.4	2.8	0.9	0.2	0.0
Natural change	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Net total change	4.0	3.4	1.5	0.8	0.6
Net (% y/y)	1.2	1.0	0.4	0.2	0.2
If interior removals rise to one million:					
Net foreign-born	3.4	2.8	0.9	-0.4	-0.5
Net total change	4.0	3.4	1.5	0.2	0.1
Net (% y/y)	1.2	1.0	0.4	0.1	0.0

Fonti: Capital Economics, BLS, DHS, Allianz Research

Figura 1: Crescita del PIL e della forza lavoro negli Stati Uniti (% su base annua)



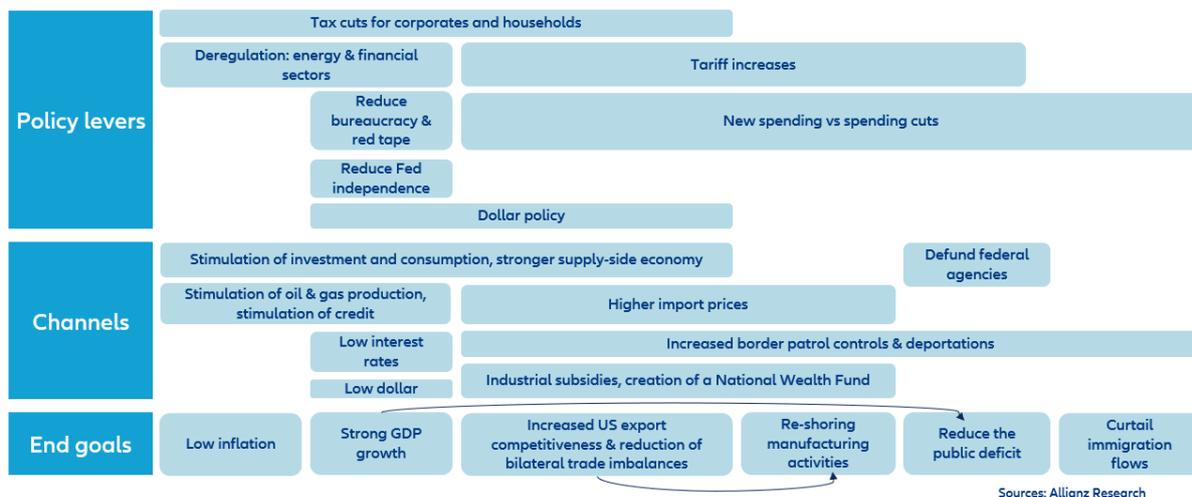
Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Per quanto riguarda la politica commerciale, il presidente annuncerà probabilmente aumenti dei dazi il 1° febbraio contro la Cina e potenzialmente l'UE, il Messico e il Canada, ma la portata delle merci interessate rimane incerta. La Casa Bianca ha pubblicato un memorandum che ordina al Segretario del Commercio di indagare sui "grandi e persistenti deficit commerciali di merci" degli Stati Uniti e di "raccomandare misure appropriate, come le tariffe supplementari globali". Il presidente Trump ha detto che la sua amministrazione sta prendendo in considerazione una tariffa del 10% sui prodotti cinesi entro il 1° febbraio. Per quanto riguarda l'UE, il presidente Trump ha insistito sullo squilibrio delle relazioni commerciali nel settore automobilistico, quindi è probabile che questi beni siano presi di mira con tariffe più elevate. Su Messico e Canada, il presidente Trump sta ancora minacciando di imporre dazi del 25%, ma le sue minacce potrebbero essere attenuate di fronte alla prospettiva di dannose interruzioni della catena di approvvigionamento in Nord America. La creazione di un *External Revenue Service* (ERS) per la riscossione delle ricevute doganali evidenzia che l'amministrazione Trump intende rendere permanenti queste fonti di entrate.

Sulla deregolamentazione e la politica energetica, il presidente Trump ha ribadito i suoi impegni: aumentare la produzione di petrolio e gas e smantellare le politiche ecologiche. L'agenda della deregolamentazione andrà a vantaggio anche dell'intelligenza artificiale. Il presidente Trump ha dichiarato lo stato di emergenza energetica nazionale per sostenere la produzione di petrolio e gas. Ciò consente un accesso più facile ai permessi di trivellazione e l'annullamento di diversi divieti di trivellazione. Ha inoltre confermato l'intenzione di svelare le politiche ecologiche attuate dal precedente governo Biden, in particolare per quanto riguarda lo sviluppo dell'industria dei veicoli elettrici (EV) sul suolo statunitense e la sospensione del rilascio di permessi eolici sui terreni federali. Per ora, il presidente Trump ha posto fine all'assegnazione dei fondi federali alle stazioni di ricarica per veicoli elettrici, che la precedente amministrazione mirava a raddoppiare entro il 2030 (500.000 rispetto alle 203.000 attuali). Altre politiche chiave attuate da Biden, come la politica di incentivi per l'acquisto e/o il leasing di nuovi veicoli elettrici (fino a USD7500 sovvenzione), ma anche le norme federali applicate per ridurre le emissioni di carbonio (l'Agenzia per la protezione dell'ambiente ha emanato una regola di cordolo di scarico, anche la California ha emanato il proprio obiettivo di avere nuove immatricolazioni al 100% a zero emissioni di carbonio già nel 2035) potrebbero essere eliminate. Con solo l'8% della quota di mercato nel 2024 (in leggero aumento rispetto al 7,9% del 2023), il segmento dei veicoli elettrici negli Stati Uniti è relativamente poco sviluppato e segue quello dell'Europa e della Cina. Il presidente Trump ha anche revocato l'ordine esecutivo "Sviluppo e uso sicuro e affidabile dell'intelligenza artificiale" che era stato messo in atto dall'amministrazione Biden e ha presentato un'iniziativa incentrata sull'intelligenza artificiale chiamata "Stargate" che coinvolgerà diverse aziende tecnologiche. La joint venture investirà inizialmente 100 miliardi di dollari di capitale privato (e fino a 500 miliardi di dollari nei prossimi quattro anni) per finanziare l'infrastruttura di intelligenza artificiale. Il progetto mira a sostenere la "reindustrializzazione degli Stati Uniti", generando 100.000 posti di lavoro, oltre a fornire capacità strategiche per "proteggere la sicurezza nazionale dell'America e dei suoi alleati". Si tratta per lo più di una grande dichiarazione di piani preesistenti, ma evidenzia la crescente attenzione politica sull'IA.

La nuova amministrazione ha obiettivi ambiziosi per stimolare la crescita del PIL e contenere l'inflazione eccessiva, ma alcune politiche potrebbero essere incoerenti tra loro. I tagli fiscali mirano a stimolare gli investimenti e i consumi, che a loro volta sosterranno la crescita del PIL. Allo stesso tempo, gli aumenti tariffari porteranno nuove entrate doganali, contribuendo a finanziare nuovi sussidi industriali e a sostenere la competitività delle esportazioni statunitensi e il re-shoring. La politica del dollaro, sostenuta da diversi consiglieri di Trump e dal vicepresidente Vance durante la campagna elettorale, potrebbe servire allo stesso scopo indebolendo il dollaro rispetto alle valute estere. Infine, il calo dei prezzi dell'energia stimolato dalla deregolamentazione del settore energetico, nonché la spinta dell'economia dal lato dell'offerta attraverso tagli fiscali (aumento dell'offerta di lavoro e degli investimenti) mirano a spingere verso il basso l'inflazione. Tuttavia, diversi obiettivi politici potrebbero diventare incoerenti tra loro. Ad esempio, la pressione sulla Fed affinché riduca i tassi di interesse potrebbe riaccendere le pressioni inflazionistiche. La drastica riduzione dei flussi migratori peserà sulla crescita potenziale del PIL degli Stati Uniti, come evidenziato in precedenza. I tagli fiscali potrebbero stimolare maggiormente la domanda dell'economia (spesa aggregata) piuttosto che il lato dell'offerta, spingendo ancora una volta verso l'alto l'inflazione. La riduzione del disavanzo pubblico sembra anche difficile da raggiungere in assenza di risparmi sostanziali, anche se la crescita si è attestata su un alto +3% annuo, come abbiamo dimostrato in un precedente rapporto¹. È improbabile che l'amministrazione Trump riduca il deficit in modo significativo senza ridurre drasticamente la spesa sociale (e/o aumentare la tassazione). Il defianziamento delle agenzie federali non sarà neanche lontanamente sufficiente per pareggiare il bilancio. Inoltre, le entrate doganali saranno probabilmente ben lungi dall'essere sufficienti a colmare i buchi: se tutti i dazi aggiuntivi andranno alla riduzione del deficit, l'1% del PIL di riduzione del deficit (290 miliardi di dollari) richiederebbe che l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti aumentasse dall'attuale 2,7% al 13%. In questo scenario, la crescita del PIL statunitense ne risentirebbe probabilmente in modo molto negativo, con interruzioni della catena di approvvigionamento ai confini con il Canada e il Messico, che metterebbero in discussione gli obiettivi di una forte crescita del PIL e di una bassa inflazione.

Figura 2: Playbook della Trumponomics



Fonte: Allianz Research. Nota: la riga inferiore riassume gli obiettivi politici dell'amministrazione Trump, mentre la riga superiore mostra le leve politiche che potrebbero essere utilizzate e la riga centrale i canali da cui le leve politiche raggiungono gli obiettivi.

Nel complesso, il successo della Trumponomics dipenderà principalmente dalla capacità dell'amministrazione Trump di ridurre sostanzialmente il deficit pubblico. Una riduzione ampia e duratura del disavanzo pubblico porterà probabilmente a una riduzione dell'inflazione e dei tassi di interesse. Il dollaro potrebbe anche deprezzarsi, grazie ai tassi di interesse più bassi, contribuendo a sostenere la competitività delle esportazioni statunitensi. Nel frattempo, la riduzione del disavanzo pubblico (così come l'indebolimento del dollaro) probabilmente ridurrà il disavanzo commerciale degli Stati Uniti riducendo la domanda di importazioni. Certo, in questo scenario,

¹ Allianz | Cosa guardare | 28 Novembre 2024

L'amministrazione dovrà probabilmente rinunciare alla sua ipotesi di forte crescita del PIL, almeno nel breve termine.

Banche centrali: semaforo rosso, semaforo verde

I prossimi giorni saranno ricchi di decisioni delle banche centrali, ma non tutti stanno andando nella stessa direzione. La Banca del Giappone sarà sul blocco di partenza venerdì, probabilmente aumentando il suo tasso di riferimento di 25 punti base allo 0,50%. A partire da mercoledì mattina, gli swap indicizzati overnight indicavano una probabilità superiore al 90% di un rialzo dei tassi, rispetto a circa il 40% alla fine di dicembre 2024. L'attenzione non sarà rivolta solo all'immediato rialzo dei tassi, ma anche alle indicazioni della BoJ in merito al futuro inasprimento della politica. L'anno scorso la banca centrale ha effettuato due rialzi dei tassi (+35 pb allo 0,25%) e ne prevediamo altri due quest'anno (+50 pb allo 0,75%) e un altro l'anno prossimo (+25 pb all'1% entro la fine del 2026). Nella sua conferenza stampa di dicembre, il governatore Ueda ha sottolineato che i negoziati salariali annuali e le politiche statunitensi potrebbero svolgere un ruolo fondamentale nel determinare il futuro percorso dei tassi della BoJ. Per quanto riguarda il primo, i dati recenti suggeriscono che la dinamica dei salari rimarrà probabilmente solida quest'anno (un sondaggio della Camera di Commercio e Industria giapponese pubblicato alla fine del 2024 mostra che circa la metà delle PMI intervistate prevede di aumentare i salari) e nel secondo, le politiche statunitensi probabilmente sosterranno la forza dell'USD. Nell'ultima settimana, lo JPY si è apprezzato dell'1,6% rispetto all'USD, poiché i mercati scontano l'imminente rialzo dei tassi di riferimento, ma la debolezza dello JPY rimane una preoccupazione per la BoJ, soprattutto perché potrebbe alimentare le pressioni inflazionistiche. Nel suo Outlook Report che sarà pubblicato venerdì, è probabile che la BoJ riveda al rialzo le proiezioni sull'inflazione. Prevediamo che il valore complessivo si attesterà in media al 2,2% nel 2025 (dopo il probabile 2,7% nel 2024) e all'1,9% nel 2026. La crescita del PIL dovrebbe risalire al +1,2% nel 2025 (dopo il probabile -0,3% nel 2024) e al +1,1% nel 2026.

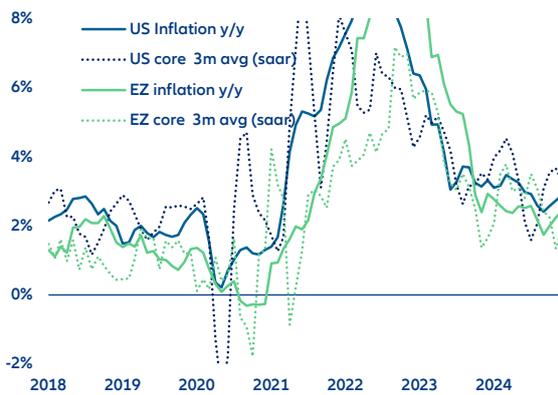
La riunione della Fed seguirà il 29 gennaio e ci aspettiamo una pausa nel suo ciclo di allentamento a causa delle persistenti pressioni inflazionistiche core. È probabile che la Fed mantenga l'obiettivo del tasso sui Fed Funds nel limite del 4,25-4,5% dopo tre tagli consecutivi dei tassi di interesse da settembre a dicembre 2024. Da allora l'attività economica statunitense è rimasta forte, mentre il mercato del lavoro ha smesso di allentarsi. In questo contesto, i progressi della disinflazione sono stati moderati o addirittura si sono invertiti su alcuni parametri. Gli indicatori prospettici, come l'indagine ISM non manifatturiera di dicembre, indicano il rischio che l'inflazione dei servizi possa riaccelerare nei prossimi due mesi. Nel frattempo, l'inflazione dei beni rimane debole, indicando che gli importatori statunitensi non stanno ancora anticipando i prossimi aumenti dei dazi. Continuiamo a ritenere che, se il mercato del lavoro non si attenuerà ulteriormente, l'inflazione core probabilmente non tornerà all'obiettivo del 2% della Fed. Storicamente, l'inflazione di fondo si è aggirata intorno al 2% quando il rapporto tra posti vacanti e disoccupati si è stabilizzato a 0,8, il che corrisponde a un tasso di disoccupazione di circa il 5%.² A dicembre, il tasso di disoccupazione è ancora troppo elevato per consentire all'inflazione di fondo di tornare al 2% in modo sostenibile. Anche la tempistica e la portata delle future politiche macroeconomiche sotto la nuova amministrazione Trump influenzeranno l'inflazione e, di conseguenza, la traiettoria dei tassi di interesse. Per il momento, ci aspettiamo che le politiche tariffarie e sull'immigrazione mantengano l'inflazione superiore al 2%, mentre è probabile che la Fed debba affrontare pressioni politiche per favorire la crescita rispetto a una posizione rigorosa contro l'inflazione. Di conseguenza, vediamo ancora poco margine per la Fed di ridurre ulteriormente i tassi di interesse quest'anno. Ci aspettiamo ancora un ultimo taglio dei tassi di 25 punti base a marzo, che manterrà il tasso dei Fed Funds al 4-4,25% per il resto dell'anno.

Al contrario, la BCE è destinata a continuare il suo ciclo di allentamento quest'anno poiché i venti contrari dell'economia persistono. Nella prossima riunione del 30 gennaio, la BCE dovrebbe abbassare nuovamente il tasso sui depositi di 25 punti base, portandolo al 2,75%. I responsabili politici hanno ripetutamente sottolineato che i rischi macroeconomici sono ora legati al rallentamento della crescita piuttosto che all'inflazione. Recenti sondaggi, tra cui gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), indicano una continua contrazione nel settore manifatturiero e una crescita lenta nei servizi. L'impatto dei prezzi dell'energia ancora elevati, l'incertezza e gli effetti ritardati della

² Per esprimere il rapporto tra posti vacanti e disoccupati in termini di tasso di disoccupazione, è necessaria una curva di Beveridge stabile, che si adatti ai dati, anche fino a poco tempo fa.

precedente stretta monetaria continuano a pesare sull'attività. I rischi per la crescita rimangono orientati al ribasso, in particolare perché i potenziali attriti commerciali con l'amministrazione statunitense entrante e le incertezze geopolitiche globali potrebbero frenare le esportazioni e gli investimenti dell'Eurozona. Le prospettive sono ulteriormente offuscate dagli sviluppi fiscali e politici nelle principali economie europee come Germania e Francia. Nel frattempo, i timori per l'inflazione sono passati in secondo piano, anche se l'inflazione complessiva è salita per tre mesi consecutivi al 2,4% a/a a dicembre. Tuttavia, questo aumento è in gran parte dovuto agli effetti base e ai prezzi dell'energia. L'inflazione core è rimasta stabile al 2,7% a/a, ma mostra segnali di miglioramento, con il tasso sequenziale annualizzato a tre mesi inferiore all'obiettivo della BCE (1,9%). Con gli effetti base che diventano più favorevoli, l'inflazione dovrebbe tornare verso l'obiettivo nei prossimi mesi. Le nostre previsioni di politica monetaria per l'Eurozona rimangono quindi invariate, con probabili tagli di 25 punti base in ciascuna delle riunioni successive, che raggiungeranno un tasso terminale del 2,0% entro giugno 2025.

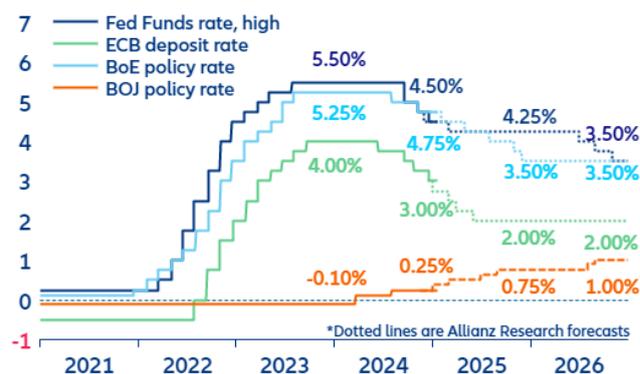
Figura 3: Inflazione dell'Eurozona e degli Stati Uniti, indice nominale a/a e media a 3 mesi m/m, %



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research. Nota: le linee tratteggiate mostrano i tassi di inflazione medi a tre mesi m/m destagionalizzati (SAAR).

È probabile che la Banca d'Inghilterra tagli il tasso bancario di 25 punti base il 6 febbraio e che lo faccia in una riunione su due fino al 3° trimestre 2025, per bilanciare la debole attività economica e l'inflazione vischiosa. Nonostante l'elevata crescita dei salari riportata a novembre, i dati prospettici suggeriscono già che l'inflazione core e la crescita dei salari diminuiranno nei prossimi sei-12 mesi. Nel frattempo, l'economia del Regno Unito probabilmente non è cresciuta affatto nella seconda metà del 2024, con gli ultimi dati concreti che sono risultati molto deboli alla fine del 2024. In questo contesto, 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 di un sostanziale indebolimento dell'inflazione di fondo 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.

Figura 4: Tassi di politica monetaria e previsioni di Allianz Research, %



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Obiettivi divergenti possono complicare le cose nei mercati emergenti, ad esempio in Turchia. Il dato dell'inflazione di dicembre è stato inferiore alle attese, sostenuto dal calo dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dalla moderazione della domanda interna. L'inflazione dei generi alimentari è diminuita significativamente all'1,3% dal 5,1% mensile, mentre anche l'inflazione dei servizi è rallentata all'1,1% dall'1,6%. Le tendenze stagionali e gli aumenti salariali limitati suggeriscono rischi di inflazione gestibili, con il 1° trimestre che dovrebbe vedere l'inflazione più alta dell'anno. Il nostro scenario di base rimane quello di una continuità nella prevedibilità delle politiche, di una scarsa interferenza governativa e di un ulteriore miglioramento del profilo sovrano. La banca centrale continua a concentrarsi sul controllo della crescita dei prestiti, riducendo i massimali per i prestiti commerciali e valutari e aumentando leggermente il massimale dei prestiti per le PMI. Dopo un taglio dei tassi di 250 punti base a dicembre, giovedì la banca centrale ha effettuato un altro taglio dei tassi di 250 punti base, in linea con il tasso implicito, tra le preoccupazioni per la volatilità valutaria. Questa strategia di riduzione graduale potrebbe contribuire a un tasso di riferimento di 30 punti percentuali entro la fine dell'anno, mentre la valuta potrebbe deprezzarsi di circa il 20% rispetto al dollaro, raggiungendo i 45 lire turche per dollaro. L'apprezzamento del tasso di cambio reale ha eroso i margini di profitto delle imprese, in particolare per gli esportatori, nonché la competitività complessiva, aumentando potenzialmente i rischi di insolvenza delle imprese nel 2025.

Figura 5: Indice dei prezzi al consumo e alla produzione rispetto al tasso di cambio, indice: 01/01/2022 = 100



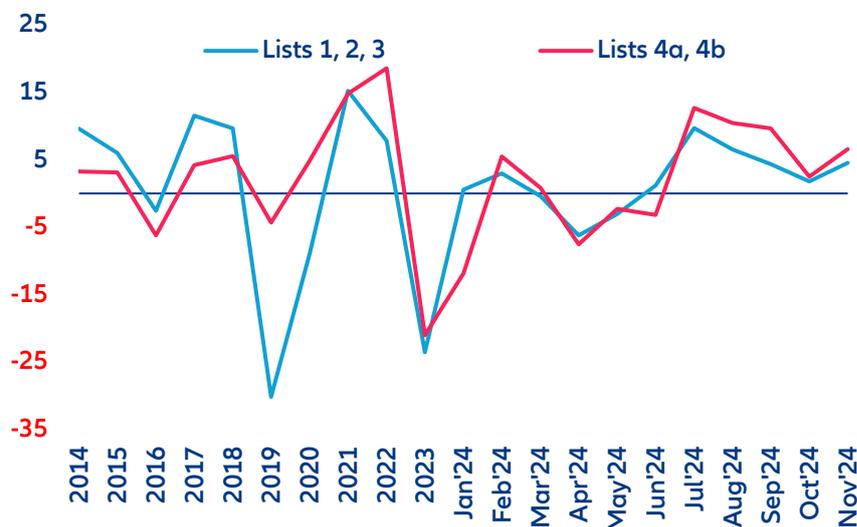
Fonti: TurkStat, LSEG Datastream, Allianz Research

Cina: un surplus commerciale scivoloso nell'anno del serpente

Chiudendo l'anno del drago con una nota infuocata, il surplus commerciale della Cina ha raggiunto il livello record di quasi 1 trilione di dollari nel 2024. Il merito va alla forte crescita delle esportazioni combinata con le importazioni deboli nel contesto della competitività dei produttori cinesi e della domanda interna ancora debole. Inoltre, la fine dell'anno è stata sostenuta dal frontloading delle spedizioni in vista di una probabile ripresa della guerra commerciale nel 2025. Il surplus commerciale di dicembre ha superato per la prima volta la soglia dei 100

miliardi di dollari nella storia, con un forte +10,7% a/a (rispetto al +5,9% dell'intero 2024). In particolare, le spedizioni cinesi verso gli Stati Uniti hanno sovraperformato a dicembre, con un aumento del +15,6% a/a (rispetto al +4,9% dell'intero 2024), e le merci che attualmente sono soggette a tariffe più basse o nulle sono state particolarmente apprezzate, con una crescita media del +8,4% a/a tra luglio e novembre, rispetto al +5,4% delle altre merci (Figura 6).

Figura 6: Importazioni statunitensi dalla Cina, % a/a



Nota: elenchi delle importazioni statunitensi dalla Cina che sono state prese di mira durante la prima amministrazione Trump: Elenco 1 (macchinari, elettronica, beni industriali) con aliquota tariffaria attuale al 25%, Elenco 2 (prodotti chimici, plastica, semiconduttori) al 25%, Elenco 3 (beni di consumo, mobili, tessili) al 25%, Elenco 4a (calzature, abbigliamento, utensili da cucina) al 7,5% e Elenco 4b (smartphone, laptop, giocattoli) allo 0%.

Fonti: ITC, USTR, Allianz Research

Ma l'anno del serpente potrebbe essere scivoloso. I vantaggi della consegna anticipata dureranno solo fino a quando non saranno applicate aliquote tariffarie più elevate. Mentre inizialmente ci aspettavamo che ciò avvenisse nel 2° trimestre, i recenti commenti del presidente Trump suggeriscono che potrebbero arrivare già il 1° febbraio. Più rassicurante, tuttavia, l'entità degli aumenti dei dazi sembra vicina al nostro scenario di base di una "guerra commerciale contenuta": Trump ha avvertito di fissare dazi del 10% contro la Cina, molto meno del 60% suggerito durante la campagna elettorale. Non è chiaro in questa fase se intenda un tasso di tariffa terminale del 10% per tutte le merci attualmente al di sotto di tale aliquota, o un ulteriore 10 punti percentuali sull'aliquota tariffaria per tutte le merci. L'aliquota tariffaria media ponderata per il commercio degli Stati Uniti nei confronti della Cina salirebbe al 17,1% nel primo caso e al 23,4% nel secondo, rispetto all'attuale 13% circa e al 19,5% delle ipotesi del nostro scenario di base. In base a queste diverse possibilità, stimiamo che le perdite delle esportazioni cinesi nel periodo 2025-2026 oscillerebbero tra i 22,4 e i 56,9 miliardi di dollari (Tabella 2), con un impatto sul PIL di -0,1 punti percentuali nel 2025 e di -0,2 punti percentuali e -0,3 punti percentuali nel 2026.

Tabella 2 - Impatto economico degli scenari di politica commerciale degli Stati Uniti sulla Cina

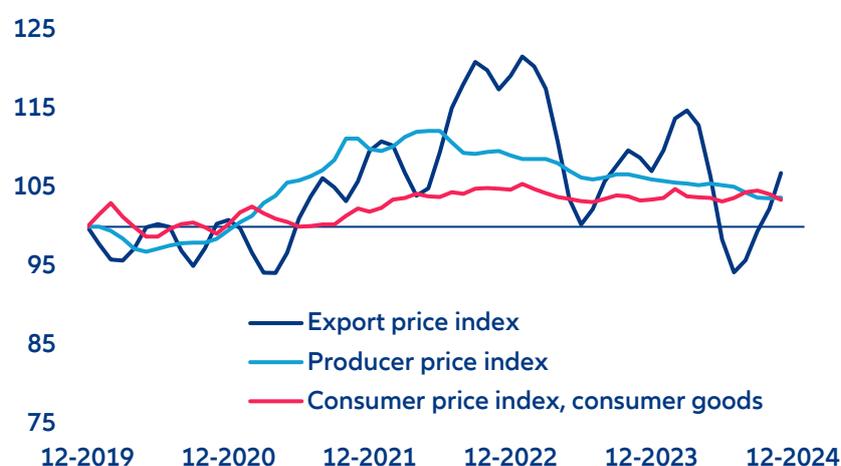
	Our baseline "contained trade war" scenario	10% terminal tariff rate on goods currently under that rate	Additional 10pp on tariff rate for all goods	Our downside "full- fledged trade war" scenario
Trade-weighted average tariff rate	19.5%	17.1%	23.4%	38.7%
Export losses in 2025-2026	USD34.4bn	USD22.4bn	USD56.9bn	USD125.3bn
Hit to exports*	-0.1pp in 2025, -0.8pp in 2026	-0.1pp in 2025, -0.5pp in 2026	-0.2pp in 2025 -1.3pp in 2026	-0.4pp in 2025, -2.9pp in 2026
Hit to GDP*	-0.1pp in 2025, -0.2pp in 2026	-0.1pp in 2025 -0.1pp in 2026	-0.1pp in 2025 -0.3pp in 2026	-0.3pp in 2025, -0.7pp in 2026

* Variazione percentuale rispetto al livello previsto

Fonti: Oxford Economics, Allianz Research

L'indebolimento dei prezzi all'esportazione e della valuta potrebbe in parte attenuare l'impatto della guerra commerciale... Dal 2023 i prezzi delle esportazioni cinesi sono stati più volatili rispetto al decennio precedente. Ampi cali sequenziali nella prima metà del 2023 (-17% tra gennaio e giugno) sono stati seguiti da un trend di aumenti fino a marzo 2024 (+14% tra giugno 2023 e marzo 2024), da un'altra ondata di riduzioni dei prezzi (-17% tra marzo e luglio 2024) e, ultimamente, da una certa ripresa (+13% tra luglio e novembre 2024) – si veda la Figura 7. Ciò riflette probabilmente il fatto che gli esportatori hanno utilizzato attivamente gli adeguamenti dei prezzi per rimanere competitivi e assicurarsi una quota di mercato. Possono anche ricorrere al taglio dei prezzi all'esportazione per cercare di mitigare l'impatto dell'aumento delle tariffe doganali, soprattutto perché negli ultimi mesi è stato creato un certo margine di manovra. Inoltre, una valuta più debole potrebbe anche contribuire a mitigare l'impatto della guerra commerciale. Lo yuan cinese (CNY) si è deprezzato di circa il 10% rispetto al dollaro USA (USD) quando sono stati attuati aumenti tariffari tra aprile e ottobre 2018, quando il tasso tariffario medio ponderato per il commercio degli Stati Uniti sulla Cina è aumentato di 12,6 punti percentuali. Questa volta, stimiamo che un deprezzamento di circa il 7% corrisponderebbe agli aumenti tariffari nel nostro scenario di base di "guerra commerciale contenuta" (e di circa il 20% nel nostro scenario di "guerra commerciale a tutti gli effetti"). Dalla fine di settembre 2024 (quando le aspettative si sono chiaramente spostate verso la vittoria di Trump), il CNY si è deprezzato del 3,6% rispetto all'USD, al 22 gennaio. O i mercati non hanno pienamente scontato l'entità dei probabili aumenti tariffari imminenti e/o le autorità cinesi stanno cercando di evitare un deprezzamento rapido e significativo del CNY.

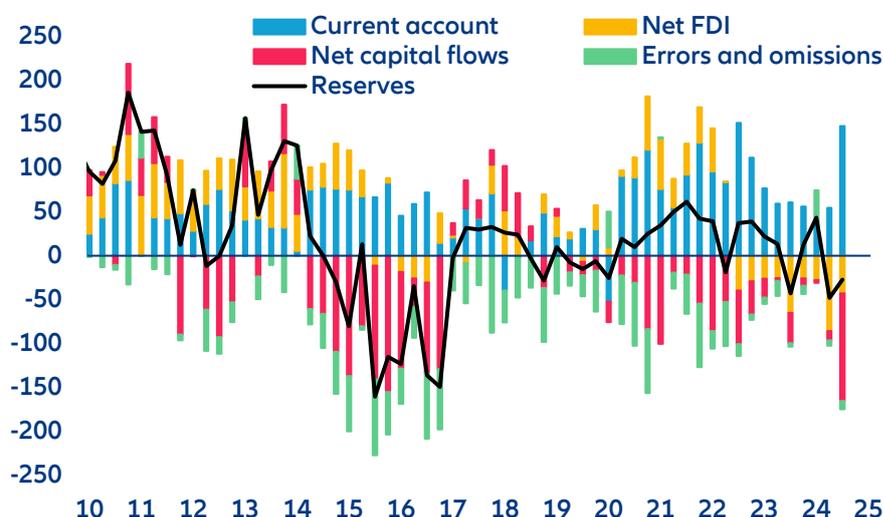
Figura 7: Indici dei prezzi cinesi, dicembre 2019 = 100



Fonti: fonti nazionali, LSEG Datastream, Allianz Research

... ma le autorità cinesi probabilmente combatteranno contro un forte deprezzamento per ridurre gli effetti di fiducia e il rischio di fuga di capitali. Anche se i saldi commerciali e delle partite correnti della Cina sono stati solidi dal 2020, le riserve valutarie ufficiali non sono aumentate in modo significativo durante quel periodo (Figura 8). Invece, i deflussi di capitale sono aumentati, probabilmente a causa di diverse ragioni, tra cui i disinvestimenti dagli investitori stranieri, l'aumento degli IDE verso l'estero dalla Cina e l'accumulo di attività estere da parte delle banche statali. Sebbene una situazione del genere sia gestibile dal punto di vista della bilancia dei pagamenti (un paese con un avanzo delle partite correnti e un tasso di cambio gestito dovrebbe avere deflussi di capitali per definizione), il rischio è che un forte deprezzamento del CNY porti a fughe di capitali dai residenti nazionali, come è accaduto nel 2015-2016. I deflussi di capitale sono tornati ad aumentare fino al 2024 e, per evitare che i forti aumenti dei dazi statunitensi creino aspettative di un calo sostanziale del CNY, le autorità cinesi probabilmente gestiranno il percorso e l'entità dell'imminente deprezzamento del CNY. Lo stanno già facendo: il tasso di parità centrale giornaliero USDCNY è stato fissato sul lato più forte dall'inizio dell'anno e il CNY è tra le valute che sovraperformano (con l'indice CFETS RMB in aumento del +2,7% dalla fine di settembre 2024). Nel nostro scenario di base di "guerra commerciale contenuta", è improbabile che il tasso USD/CNY superi 7,5, il che implica al massimo un deprezzamento del 2,6% nel 2025 (o meno del 7% dalla fine di settembre 2024).

Figura 8: Bilancia dei pagamenti della Cina, miliardi di dollari



Fonti: fonti nazionali, 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.