

Allianz Research | 24 Novembre 2023

# COP28: il decennio decisivo

## Executive Summary

Questa settimana esaminiamo tre questioni importanti:

**Ludovic Subran**  
Chief Economist

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

**Ana Boata**

Head of Economic Research

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

**Pablo Espinosa Uriel**

Investment Strategist

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

**Roberta Fortes**

Senior Economist for Ibero-Latam

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

**Nikhil Sebastian**

Economist and Data Scientist

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

**Manfred Stamer**

Senior Economist for Emerging

Europe

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

**Markus Zimmer**

Senior Economist, ESG

[markus.zimmer@allianz.com](mailto:markus.zimmer@allianz.com)

**Alberto Giurato**

Research Assistant

[alberto.giurato@allianz.com](mailto:alberto.giurato@allianz.com)

**Radha Gupta**

Research Assistant

[radha.gupta@allianz.com](mailto:radha.gupta@allianz.com)

- La prima, **[COP28: il decennio decisivo](#)**. Ci risiamo. La COP28 prenderà il via il 30 novembre a Dubai, con un'agenda fittissima: transizione energetica, finanza climatica, adattamento climatico, resilienza e inclusività. Come nella tradizione delle precedenti COP, possiamo aspettarci nuovi protocolli e accordi, ma nessun nuovo impegno a eliminare gradualmente i combustibili fossili. Tuttavia, la finestra di opportunità per raggiungere l'obiettivo di 1,5°C attraverso la sola mitigazione si è già chiusa. Se le tendenze attuali persistono, il pianeta è sulla buona strada per superare la soglia di riscaldamento di 1,5°C entro il prossimo decennio. Per rimanere entro l'obiettivo, le emissioni di carbonio devono diminuire di quasi -13% ogni anno dal 2025 al 2033. L'unica strada percorribile è quella di investire, investire e investire. Gli investimenti globali per il clima devono aumentare a 3,6 miliardi di dollari entro il 2026 e a 4,4 miliardi di dollari entro il 2046.
- In secondo luogo, è **[tempo di opportunità nell'Europa centrale e orientale](#)**. La crescita regionale sembra aver toccato il fondo nel terzo trimestre, anche se la ripresa nel 2024 sarà probabilmente lieve. Prevediamo una crescita regionale annua di circa +0,5% nel 2023 (dopo il +4,0% del 2022) e di +2,1% nel 2024. Il riassorbimento degli squilibri delle partite correnti ridurrà la vulnerabilità agli shock sistemici che potrebbero avere un impatto sui flussi finanziari. Tuttavia, la Romania è un paese da tenere d'occhio: la copertura del deficit esterno da parte degli afflussi netti di IDE è recentemente scesa ad appena un terzo, con il rischio di una crisi della bilancia dei pagamenti in caso di inversione degli afflussi di investimenti di portafoglio in caso di shock sistemico. Nel frattempo, il calo dell'inflazione e dei tassi di interesse dovrebbe sostenere la ripresa della domanda interna nei PECO nei prossimi trimestri. In ogni caso la forte crescita dei salari rappresenta un moderato rischio di rialzo per l'inflazione, in particolare in Ungheria, Slovacchia e Bulgaria.
- Infine cominciano a delinearsi i primi **[mercati emergenti usciti vincitori grazie agli sforzi di disaccoppiamento con la Cina](#)**. In effetti, i mercati emergenti in fase di svolta stanno raccogliendo i benefici delle relazioni ambigue dell'Occidente con la Cina, sia in termini di flussi finanziari che di flussi commerciali. La bilancia commerciale statunitense mostra un chiaro spostamento dalla Cina verso altre economie, soprattutto in Asia, Messico, Canada ed Europa. Le dipendenze rimangono comunque attraverso fornitori secondari. Anche gli investimenti diretti esteri stanno scendendo a livelli minimi mai raggiunti prima e le divergenze in termini di crescita, inflazione e conduzione della politica monetaria stanno esacerbando la pressione sul renminbi.

## COP 28 - Il decennio decisivo

La COP28 prenderà il via il 30 novembre a Dubai, con la transizione energetica, la finanza climatica, l'adattamento e la resilienza climatica e l'inclusività in cima all'agenda. Il pilastro della transizione energetica è particolarmente ambizioso, con l'obiettivo di triplicare la capacità globale di energia rinnovabile entro il 2030 e di investire pesantemente nelle tecnologie di decarbonizzazione, tra cui la cattura e lo stoccaggio del carbonio e la riduzione delle emissioni di metano. Per quanto riguarda i finanziamenti per il clima, un obiettivo primario è l'operatività del Fondo per le perdite e i danni, istituito alla COP27, per fornire aiuti finanziari alle nazioni alle prese con gli impatti del cambiamento climatico. Ciò include il mantenimento della promessa dei Paesi ricchi di fornire 100 miliardi di dollari all'anno alle nazioni più povere, promessa per la prima volta nel 2010 e da realizzare pienamente entro il 2020. Per quanto riguarda l'adattamento e la resilienza, il vertice di quest'anno si concentrerà sull'aiuto ai Paesi a basso reddito nella lotta alla perdita di biodiversità e nell'adozione di pratiche sostenibili. La COP28 mira anche a rendere operativo l'Obiettivo globale sull'adattamento, un quadro cruciale dell'Accordo di Parigi per misurare i progressi dei Paesi verso l'adattamento ai cambiamenti climatici. Infine, gli Emirati Arabi Uniti invitano anche delegati giovani e rappresentanti di comunità emarginate, riconoscendo che questi gruppi sono spesso sottorappresentati ma colpiti in modo sproporzionato dai cambiamenti climatici.

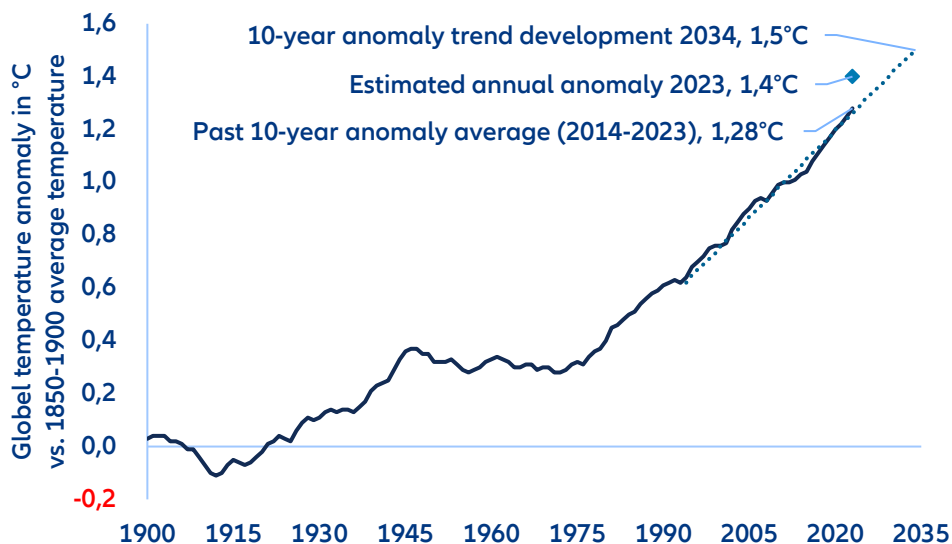
**Ci si aspettano nuovi protocolli e accordi, nella tradizione delle precedenti COP, ma nessun nuovo impegno per l'eliminazione graduale dei combustibili fossili.** Alla COP28, i governi presenteranno i loro contributi nazionali aggiornati (NDC), che rispecchiano il loro impegno a limitare l'aumento della temperatura globale a 1,5°C. Gli Emirati Arabi Uniti hanno già aggiornato il loro NDC, puntando ora a una riduzione del 40% delle emissioni; non ci aspettiamo ulteriori impegni sostanziali. Il vertice di quest'anno è significativo perché segna la conclusione del primo bilancio globale - una valutazione critica dei progressi compiuti verso gli impegni dell'Accordo sul clima di Parigi del 2015. È probabile che il vertice proponga obiettivi ambiziosi per migliorare l'efficienza energetica, espandere le energie rinnovabili e aumentare la produzione di idrogeno. Ma il ruolo delle aziende produttrici di combustibili fossili alla COP28 ha sollevato preoccupazioni circa la loro influenza sui risultati del vertice. Il passaggio alla formulazione "riduzione graduale" dei combustibili fossili piuttosto che "eliminazione graduale" ha suscitato un dibattito, data l'urgente necessità di ridurre in modo significativo le emissioni.

**Tuttavia, l'azzeramento delle emissioni non è più un obiettivo praticabile: la finestra di opportunità per raggiungere l'obiettivo di 1,5°C attraverso la sola mitigazione si è già chiusa.** L'economia globale ha compiuto progressi allarmanti verso la realizzazione delle promesse dell'Accordo di Parigi. Il ritmo del riscaldamento globale si è accelerato nell'ultimo decennio e le previsioni indicano che la temperatura media globale per il 2023 sarà di circa 1,4°C superiore alla media preindustriale del 1850-1900. Se le tendenze attuali persistono, il pianeta è sulla buona strada per superare la soglia di 1,5°C di riscaldamento entro il prossimo decennio<sup>1</sup>. Considerando l'attuale andamento delle emissioni e un budget di carbonio iniziale di 250GtCO<sub>2</sub> all'inizio del 2023 per rimanere entro l'obiettivo di 1,5°C, l'economia globale dovrebbe ora ridurre le emissioni di carbonio di quasi il -13% ogni anno dal 2025 al 2033. Per contestualizzare, la pandemia globale del 2020 è riuscita a ridurre le emissioni di carbonio solo del -7%. Di conseguenza, l'azzeramento netto non può più essere considerato un obiettivo praticabile a lungo termine, ma piuttosto un indicatore del momento in cui dobbiamo passare al territorio a emissioni negative. Ma il tempo stringe e gli incentivi per promuovere le tecnologie di rimozione dell'anidride carbonica (CDR) stanno emergendo solo ora negli Stati Uniti e nell'UE.

### Figura 1: Tendenza al riscaldamento globale

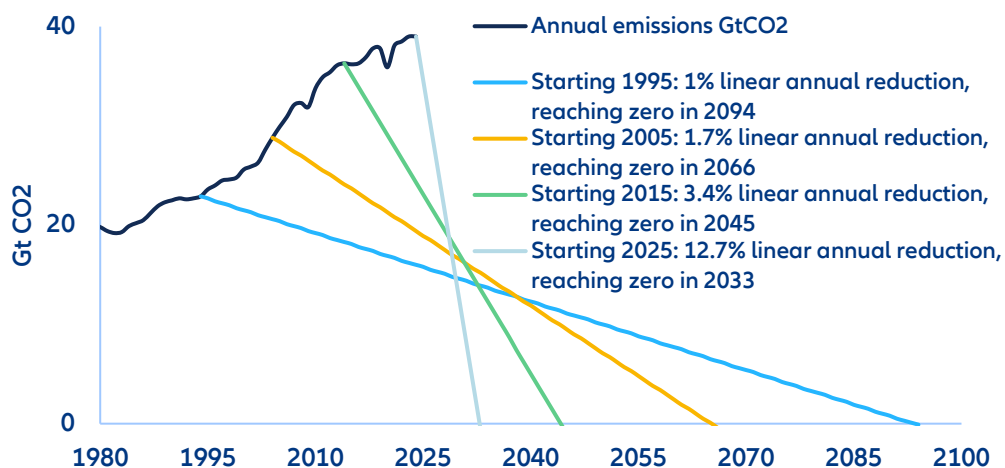
---

<sup>1</sup> Il Gruppo intergovernativo di esperti sul cambiamento climatico (IPCC) utilizza spesso medie mobili di 10 e 20 anni per valutare la temperatura della superficie terrestre. Ma questo approccio può comportare un ritardo significativo tra le stime ufficiali dell'IPCC sul riscaldamento globale e le temperature medie effettive di un dato anno. Analizzando le anomalie di riscaldamento degli ultimi 40 anni e aggiornando continuamente la finestra decennale con al centro l'anno in corso, scopriamo che il metodo dell'IPCC tende a sottostimare l'anomalia di riscaldamento reale di circa 0,09°C. Questo aggiustamento collocherebbe l'effettivo riscaldamento globale medio decennale nel 2023 a circa 1,37°C, rendendo concreta la possibilità di superare la soglia critica di 1,5°C già nel 2030, quattro anni prima rispetto alla metodologia IPCC ritardata.



Fonti: Berkeley Earth, Allianz Research.

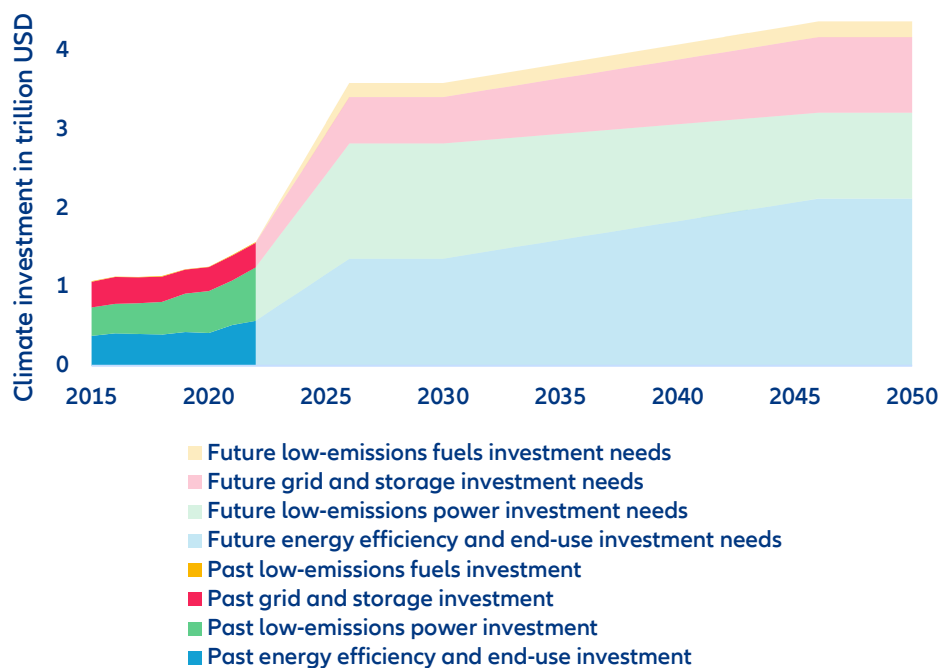
Figura 2: Percorsi di riduzione delle emissioni passati e presenti per limitare il riscaldamento globale a 1,5°C



Fonti: Progetto Global Carbon, Allianz Research.

**C'è solo una strada da percorrere: investire, investire, investire.** Nel 2022, gli investimenti globali per il clima hanno raggiunto 1,6 miliardi di dollari. Tuttavia, per raggiungere l'obiettivo di 1,5°C, secondo l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE), dovranno aumentare di 2,3 volte fino a 3,6 miliardi di dollari entro il 2026 e di 2,8 volte fino a 4,4 miliardi di dollari entro il 2046. Tuttavia, la Climate Policy Initiative (CPI) individua un fabbisogno di investimenti superiore a 10 miliardi di dollari entro il 2031, con un totale cumulativo dal 2022 al 2050 prossimo ai 280 miliardi di dollari. Considerando l'obiettivo di ridurre le attuali emissioni totali di gas serra di 53GtCO<sub>2</sub>e a circa -3GtCO<sub>2</sub>e entro il 2050, ciò implica un fabbisogno di investimenti impressionante, pari a circa 5.000 dollari per tonnellata di emissioni annuali di CO<sub>2</sub>. Senza applicare alcuno sconto e senza considerare l'impatto sui costi operativi, ipotizzando un costo sociale del carbonio pari a 200 dollari per tonnellata di CO<sub>2</sub>e, questo livello di investimento diventerebbe finanziariamente sostenibile dopo 25 anni. Tuttavia, la tendenza a scontare il valore di questi investimenti per le generazioni future pone una sfida significativa, rendendo questi impegni finanziari su larga scala meno attraenti, data l'attenzione ai ritorni immediati.

Figura 3: Fabbisogno di investimenti per limitare il riscaldamento globale a 1,5°C

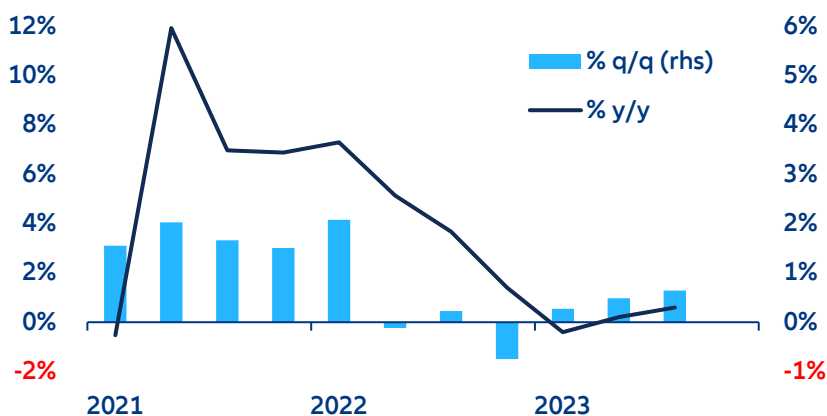


Fonte: AIE (aggiornamento 2023) NZE2050 e Investimenti energetici mondiali), Allianz Research.

## Europa centrale e orientale: un'opportunità?

**La crescita regionale nell'Europa centrale e orientale (CEE) sembra aver toccato il fondo, anche se la ripresa nel 2024 sarà probabilmente lieve.** Le stime preliminari della crescita del PIL reale del 3° trimestre hanno mostrato una performance mista tra le varie economie, ma il peggio sembra essere passato per la regione nel suo complesso. La crescita media ponderata del PIL reale degli 11 Stati membri dell'UE nella regione (CEE-UE-11) è migliorata a +0,6% q/q nel 3° trimestre da +0,5% nel 2° trimestre e +0,3% nel 1° trimestre 2023. La crescita regionale destagionalizzata su base annua si è rafforzata a +0,6% nel 3° trimestre dopo il +0,2% del 2° trimestre e il -0,4% del 1° trimestre (Figura 4). I dati mensili sull'attività suggeriscono che anche le vendite al dettaglio e la produzione industriale hanno toccato il fondo in gran parte della regione. Nel complesso, ci aspettiamo che questa graduale tendenza al rialzo del PIL continui e prevediamo una crescita regionale annua di circa +0,5% nel 2023 (dopo il +4,0% del 2022) e di +2,1% nel 2024. Diversi fattori sostengono le nostre previsioni, anche se i rischi di ribasso non devono essere sottovalutati.

Figura 4: CEE-UE-11 - crescita trimestrale del PIL reale

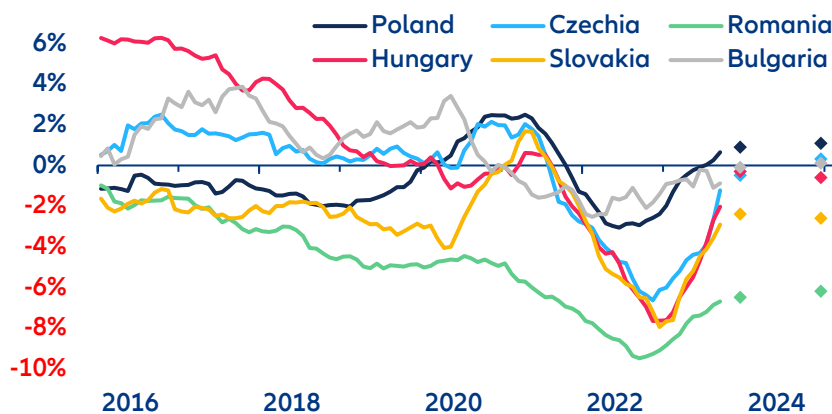


Fonti: Statistiche nazionali, Refinitiv Datastream, Allianz Research.

**L'eliminazione degli squilibri delle partite correnti ridurrà la vulnerabilità agli shock sistemici che possono avere un impatto sui flussi di finanziamento.** Tutte le economie della regione CEE-UE-11 - in particolare la Repubblica Ceca, la Romania, l'Ungheria e la Slovacchia - hanno registrato un aumento del disavanzo delle partite correnti nel

2022 a causa dell'impennata dei prezzi (all'importazione) dell'energia e dei prodotti alimentari, di cui la regione è importatrice netta. Tuttavia, i deficit esterni si sono rapidamente ridotti nel 2023 nella maggior parte della regione, soprattutto grazie alla riduzione dei prezzi delle importazioni di energia e al calo delle importazioni dovuto alla recessione economica, e in parte grazie all'avvio dei piani di transizione energetica dei governi. Prevediamo deficit o avanzi annuali moderati delle partite correnti per la maggior parte delle economie dei PECO nel periodo 2023-2024. L'eccezione degna di nota è la Romania, dove gli ampi afflussi finanziari esterni e gli elevati disavanzi pubblici manterranno probabilmente il deficit esterno al di sopra del -6% del PIL nei prossimi due anni (Figura 5). Il deficit delle partite correnti della Romania ha iniziato a crescere già un anno prima dell'impennata globale dei prezzi dell'energia, ma da allora è stato ampiamente coperto dagli afflussi netti di investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio. Le riserve in valuta estera (FX) del Paese sono effettivamente aumentate dalla fine del 2020. Tuttavia, la copertura del deficit esterno da parte degli afflussi netti di IDE è recentemente scesa ad appena un terzo. Ciò comporta il rischio di una crisi della bilancia dei pagamenti in Romania nel caso di uno shock sistemico che provocherebbe un'inversione di tendenza degli afflussi di investimenti di portafoglio, che di solito sono di breve durata.

Figura 5: Saldo delle partite correnti (% del PIL, 12 mesi effettivi)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i punti rappresentano le previsioni di fine anno di Allianz Research.

**Il calo dell'inflazione e dei tassi di interesse dovrebbe sostenere la ripresa della domanda interna nei PECO nei prossimi trimestri.** Dopo aver raggiunto un picco alla fine del 2022 o all'inizio del 2023 nei Paesi dell'Europa centrale e orientale, l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo si è rapidamente ridotta nel corso del 2023 (Figura 6a). Poiché anche l'inflazione di fondo è diminuita, sebbene con un leggero ritardo (Figura 6b), ci aspettiamo una continua disinflazione nel 2024. Detto questo, nell'ottobre 2023, la tendenza al ribasso del dato principale è terminata (temporaneamente) in Cechia e in Estonia. Sebbene ciò sia stato interamente determinato da effetti base dovuti all'introduzione di sussidi per i prezzi dell'energia lo scorso anno, indica che il ritmo della disinflazione dovrebbe rallentare notevolmente nei prossimi mesi in tutta la regione, poiché misure simili sono destinate a scadere anche altrove. Nel complesso, prevediamo che l'inflazione complessiva rimarrà al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nel 2024. Tuttavia, le banche centrali di Polonia e Ungheria hanno avviato un ciclo di allentamento monetario rispettivamente a settembre e ottobre 2023, in risposta al calo dell'inflazione. Le banche centrali della Repubblica Ceca e della Romania hanno mantenuto un atteggiamento più critico e i loro commenti suggeriscono che i tassi di interesse potrebbero essere tenuti fermi fino a quando l'inflazione non si ridurrà in modo sostanziale. Prevediamo che il cambio di rotta avverrà nella prima metà del 2024. Entro la fine del prossimo anno, tutte le banche centrali della regione dovrebbero aver tagliato i loro tassi di policy in un intervallo compreso tra il 4,00% e il 5,00%, il che dovrebbe sostenere la lieve ripresa della spesa per consumi e capitali.

Figura 6a: Inflazione dei prezzi al consumo (% a/a)

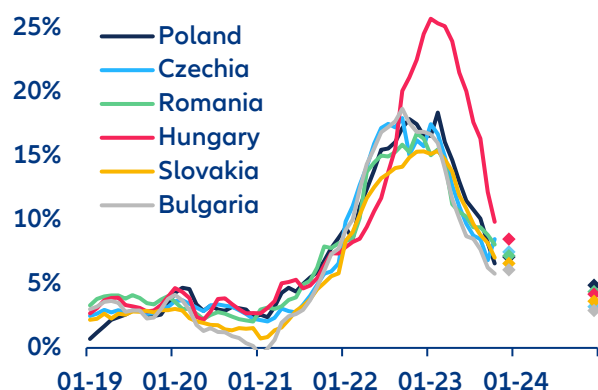
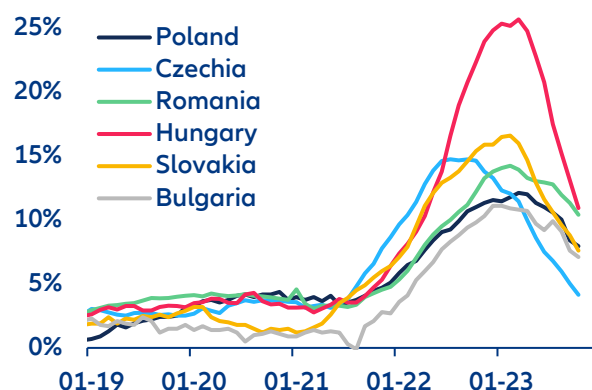


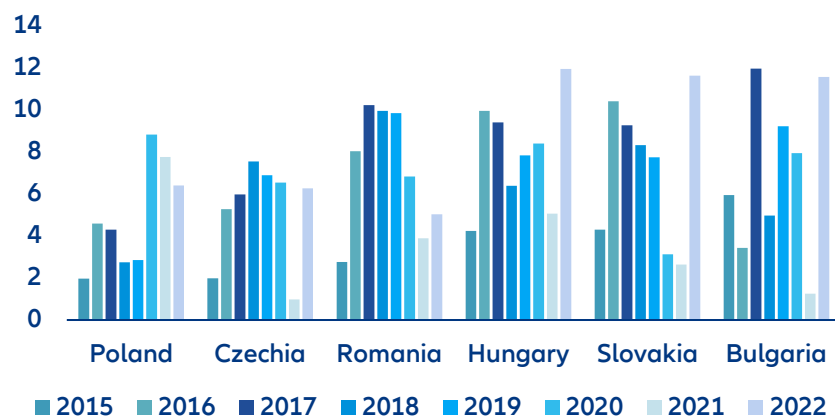
Figura 6b: Inflazione di fondo (% a/a)



Fonti: Eurostat, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i punti rappresentano le previsioni di fine anno di Allianz Research.

**La forte crescita dei salari nei PECO rappresenta un moderato rischio di rialzo per l'inflazione, in particolare in Ungheria, Slovacchia e Bulgaria.** Poiché i lavoratori e i sindacati hanno lottato con successo per ottenere aumenti salariali sostanziali in un contesto di inflazione in crescita, la dinamica dei salari nominali è aumentata notevolmente nei Paesi CEE nel periodo 2022-2023. Fatta eccezione per la Repubblica Ceca, nel terzo trimestre del 2023 era a due cifre in tutta la regione. E poiché l'inflazione dei prezzi al consumo è scesa, la crescita dei salari reali è tornata nel frattempo in territorio positivo. Da un lato, ciò fornisce un ulteriore sostegno alla spesa dei consumatori e quindi alla crescita. D'altra parte, se la forte espansione dei salari è ben superiore alla spinta della produttività, si rischia di creare una spirale salari-prezzi, che potrebbe interrompere il processo di disinflazione. Il grafico 7 mostra le differenze annuali tra la crescita media dei salari nominali e la crescita della produttività in sei grandi economie dei PECO negli ultimi otto anni. Nel 2022, la differenza è cresciuta notevolmente rispetto al 2021, ad eccezione della Polonia. Tuttavia, la differenza del 2022 non è stata molto più alta nel caso della Repubblica Ceca e persino più bassa nel caso della Romania rispetto alla media dei sette anni precedenti, durante i quali non si sono verificati aumenti dell'inflazione. Di conseguenza, concludiamo che il rischio di una spirale salari-prezzi è relativamente basso in Polonia, Repubblica Ceca e Romania. Il quadro è un po' diverso per l'Ungheria, la Slovacchia e la Bulgaria, dove le differenze tra la crescita dei salari nominali e quella della produttività hanno segnato livelli record o quasi record, vicini ai 12 punti percentuali nel 2022. In questo caso i responsabili delle politiche dovrebbero prestare particolare attenzione a normalizzare la crescita dei salari nei prossimi anni per riportarla in linea con la minore inflazione e la crescita della produttività, altrimenti non si può escludere l'emergere di un circuito salari-prezzi.

Figura 7: Differenza tra salario nominale e crescita della produttività (pp)



Fonti Eurostat, Allianz Research

**Il rischio di cambio sarà moderato nel 2024 nella maggior parte dei PECO, sebbene rappresenti un potenziale rischio di rialzo per l'inflazione in Romania se gli attuali forti afflussi di portafoglio saranno interrotti da uno shock sistemico.** Le valute dei PECO sono state volatili nel 2023, ma nel complesso si sono comportate

relativamente bene. In particolare, lo zloty polacco (PLN) e il fiorino ungherese (HUF) si sono rafforzati rispetto all'euro (EUR) quest'anno. Anche la corona ceca (CZK) ha guadagnato rispetto all'euro nella prima metà del 2023, ma ha perso questi guadagni nella seconda metà. Nel frattempo, il leu rumeno (RON) è stato mantenuto stabile nei confronti dell'euro grazie a continui interventi di cambio quando necessario (Figura 8a). Un'analisi dell'andamento dei tassi di cambio effettivi reali basati sugli indici dei prezzi alla produzione (IPP) a partire dalla fine del 2021 (ossia coprendo il periodo di recessione) indica che il PLN e il HUF non sono attualmente sopravvalutati (Figura 8b). Ciò potrebbe aver sostenuto le banche centrali di Polonia e Ungheria nella loro recente decisione di avviare un allentamento monetario. Al contrario, la CZK e il RON appaiono al momento leggermente sopravvalutati. Nel caso della Repubblica Ceca, tuttavia, non ci aspettiamo un deprezzamento brusco o dirimpente della valuta, dato il previsto passaggio a un avanzo delle partite correnti nel 2024 e le ampie riserve in valuta estera (che coprono circa il 130% del debito estero a breve termine in scadenza) che consentirebbero alla banca centrale di difendere la CZK se necessario. La posizione della Romania è un po' più debole. Si prevede che il disavanzo delle partite correnti rimarrà elevato nel 2024 (Figura 5) ed è in gran parte coperto solo da afflussi di portafoglio a breve termine, mentre le riserve in valuta estera coprono meno del 90% del debito estero a breve termine in scadenza. In assenza di uno shock sistemico (esterno), questo non dovrebbe essere un problema e la banca centrale rumena dovrebbe essere in grado di mantenere stabile il RON. Tuttavia, se tale shock dovesse verificarsi e portare a deflussi di capitale dalla Romania, il RON potrebbe subire pressioni e l'inflazione potrebbe aumentare nuovamente. Le politiche economiche della Romania dovrebbero concentrarsi maggiormente sulla riduzione di questa vulnerabilità, ad esempio attraverso un consolidamento fiscale mirato.

Figura 8a: movimenti valutari rispetto all'euro (31 Dic 2021 = 100)

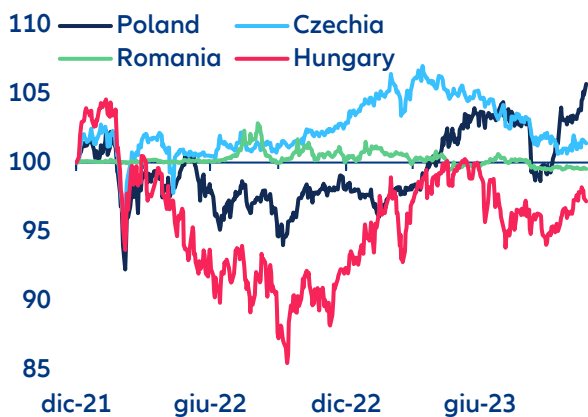
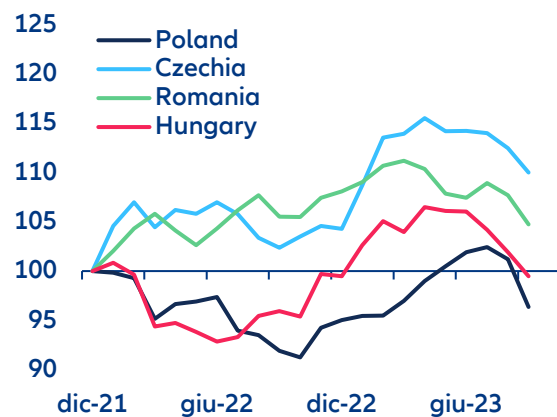


Figura 8b: Tasso di cambio effettivo reale basato sull'IPP (Dic 2021 = 100)



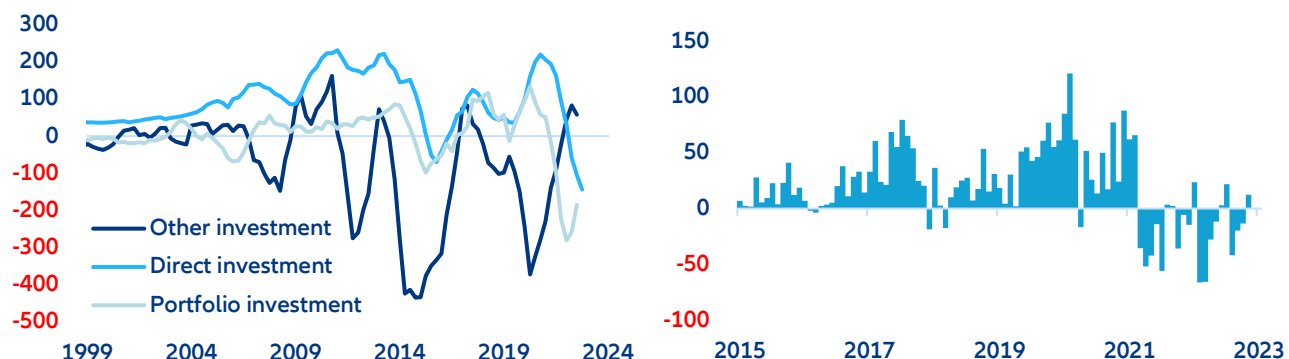
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

## I mercati emergenti vincono grazie agli sforzi di disaccoppiamento con la Cina

**La Cina sta affrontando la tempesta perfetta di venti contrari all'economia e di sforzi di decoupling.** I bassi tassi d'interesse e il rallentamento dell'economia danneggerebbero i conti finanziari di qualsiasi Paese, ma la Cina è stata colpita più duramente a causa degli incerti sforzi dell'Occidente di disaccoppiare un giorno, o di de-rischiare un altro. Il peggioramento del clima economico (soprattutto per gli investitori stranieri), i rendimenti meno interessanti a causa del rallentamento dell'economia e le strategie di de-risking della catena di approvvigionamento esplicite delle aziende occidentali hanno innescato uno dei peggiori cali registrati negli investimenti diretti esteri. Mentre il conto del portafoglio ha registrato deflussi a partire dal giro di vite del governo del 2021 su vari settori, il forte calo del conto degli investimenti diretti è ancora più significativo perché si è verificato nello stesso momento in cui il Paese si è riaperto al mondo (Figura 9, dx). E non è solo il debito degli sviluppatori immobiliari ad aver perso smalto: anche le obbligazioni sovrane cinesi (che offrono un rendimento simile a quello del Bund) stanno affrontando le loro sfide e sono diventate poco attraenti per gli investitori stranieri (Figura 9, dx).

Questa situazione sta aumentando la pressione, soprattutto sui governi locali alle prese con la crisi immobiliare in corso, che potrebbero davvero trarre sollievo dagli afflussi esteri.

Figura 9: Conti finanziari della Cina. Variazione a 12 mesi, USD\$ (sinistra), variazioni dei buoni del tesoro cinesi detenuti da istituzioni esterne (destra)

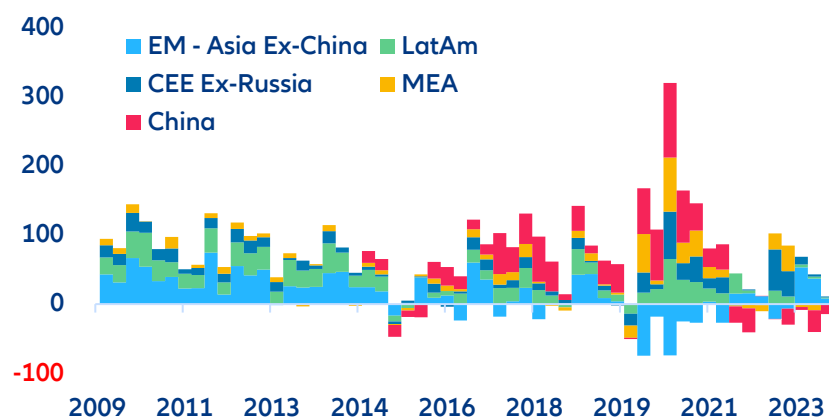


Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, PBoC, Allianz Research.

**Altri mercati emergenti stanno raccogliendo i benefici, sia in termini di flussi finanziari che di flussi commerciali.**

Se la Cina avesse mantenuto il suo fascino per gli investitori stranieri, gli effetti dell'inasprimento della politica monetaria globale avrebbero potuto essere molto peggiori per gli altri mercati emergenti. Invece, a differenza della Cina, gli altri principali EM hanno recuperato almeno in parte le perdite di rendimento obbligazionario e azionario registrate nel 2022. E sebbene siano stati anch'essi colpiti da un accesso più ristretto ai mercati dei capitali, hanno gestito meglio l'ondata (Figura 10). Allo stesso tempo, l'analisi del deficit commerciale degli Stati Uniti mostra un chiaro spostamento dalla Cina verso altre economie, soprattutto in Asia, Messico, Canada ed Europa, nonostante i costi più elevati. Nel secondo trimestre del 2023, il deficit commerciale totale degli Stati Uniti è salito a -3,1% del PIL (+0,3pp rispetto al trimestre precedente). L'Asia-Pacifico, escluse Cina e India, ha rappresentato la quota maggiore, pari a oltre un terzo del deficit commerciale statunitense (-1,1% del PIL), seguita da Cina (-0,9% del PIL) e Messico (-0,6% del PIL). Se consideriamo il periodo compreso tra il primo trimestre del 2018 e il secondo trimestre del 2023, scopriamo che il deficit commerciale degli Stati Uniti con la Cina si è ridotto di +0,7 punti percentuali, mentre il deficit commerciale con l'Asia-Pacifico è aumentato di -0,6 punti percentuali, con il Messico di -0,3 punti percentuali e con il Canada di -0,2 punti percentuali. Ciò è anche coerente con il fatto che tra il 2017 e il 2022, la quota delle importazioni statunitensi dalla Cina è diminuita di quasi -5pp al 17,1% delle importazioni totali, mentre sono aumentate quelle da Vietnam (+2pp al 4%), Taiwan (+1pp al 2,8%), Canada, India, Thailandia (+0,6pp ciascuno, rispettivamente al 13,3%, 2,7% e 1,9%) e Messico (+0,5pp al 13,6%) (Figura 11), compensando ampiamente la quota persa dalle importazioni cinesi.

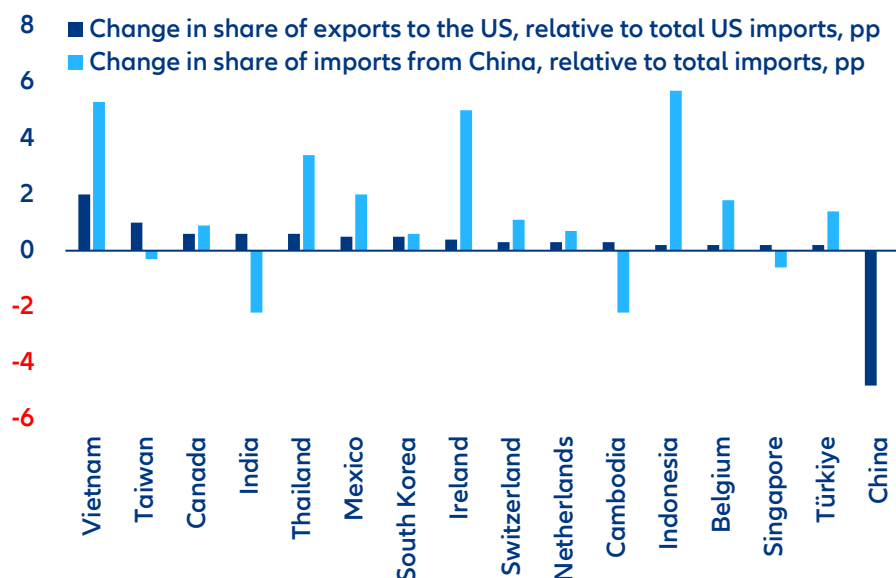
Figura 10: Flussi di portafoglio trimestrali per regione



Fonti: IIF, Allianz Research. Dati mensili aggregati per trimestre; l'ultimo dato disponibile, Q4 2023, contiene solo il mese di ottobre, quindi la grandezza non è comparabile.



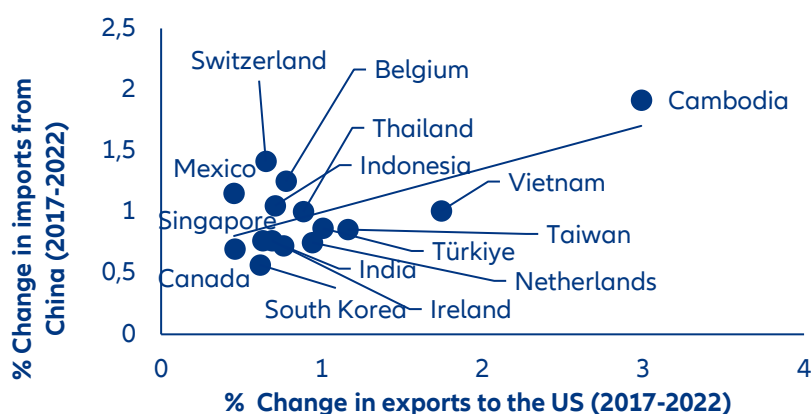
Figura 11: I principali partner commerciali degli Stati Uniti hanno ampiamente aumentato la loro dipendenza dalla Cina tra il 2017 e il 2022



Fonti: ITC, Allianz Research.

**Tuttavia, un completo distacco degli Stati Uniti dalla Cina non è in programma: le interconnessioni nella catena di approvvigionamento globale mantengono gli Stati Uniti esposti alla Cina come fornitore finale.** Gli Stati Uniti possono aver rimescolato i loro principali partner commerciali nella regione Asia-Pacifico, ma le importazioni dalla Cina rappresentano la quota maggiore delle importazioni totali nelle economie emergenti asiatiche (ad esempio, quasi il 35%, il 33% e il 23% in Cambogia, Vietnam e Thailandia, rispettivamente). Inoltre, le economie che hanno aumentato la loro quota di mercato delle importazioni totali negli Stati Uniti hanno aumentato anche le loro quote di importazioni cinesi (Figura 11). Un'analisi più approfondita della crescita dei modelli commerciali di queste economie rivela una correlazione positiva tra la crescita delle esportazioni di questi Paesi verso gli Stati Uniti e la crescita delle importazioni di questi Paesi dalla Cina (Figura 12). Ciò sottolinea il fatto che gli Stati Uniti, pur avendo ridotto con successo la loro "dipendenza diretta" dalla Cina, continuano ad acquistare indirettamente i suoi prodotti.

Figura 12: Variazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti e delle importazioni dalla Cina tra il 2017 e il 2022, in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

**Anche il renminbi cinese sente il calore della divergenza monetaria.** La tenuta dell'economia statunitense, il differenziale dei tassi d'interesse e il deterioramento del clima economico giocano tutti a favore dell'USD. Notiamo che dalla fase di maggiore flessibilità e deprezzamento osservata nel 2015-2016, la coppia USDCNY ha raggiunto quota 7 (Figura 13, a sinistra), un livello che è diventato una sorta di barriera psicologica, con i mercati che prestano particolare attenzione a qualsiasi negoziazione al di sopra di questa barriera. La Figura 13 (a destra) mostra che

gran parte dell'apprezzamento del renminbi dalla riapertura dopo il blocco di Covid-19 lo scorso ottobre si è eroso a causa della scarsa performance economica e dei tagli ai tassi di agosto. Ciò ha portato la coppia USDCNY molto vicina a 7,32, il livello più basso degli ultimi 16 anni. Se la valuta dovesse scendere ulteriormente sotto questo livello, potrebbe avere un forte impatto sui mercati e sui deflussi di capitale. Ma un superamento di questo livello avrebbe conseguenze importanti per l'economia, che riteniamo il governo cinese voglia evitare nella situazione attuale. Infatti, il 1° settembre il governo ha deciso di ridurre di 2 punti percentuali il coefficiente di riserva obbligatoria in valuta estera per tutte le istituzioni finanziarie, portandolo dal 6% al 4%, forse per ridurre il fabbisogno di dollari. Da agosto, inoltre, il governo ha cercato di riaffermare il suo impegno per la stabilità valutaria, il che ha permesso all'USDCNY di oscillare intorno a 7,20-7,32, un livello che ci aspettiamo continui nei prossimi mesi.

Figura 13: Finestre USDCNY lunghe (sinistra) e corte (destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Valori più alti implicano un deprezzamento dello yuan. Si noti che possiamo osservare almeno sei fasi per il CNY negli ultimi due decenni: 1) 2000 - 2005: regime fisso; 2) 2005 - 2007: forte apprezzamento (circa 18%) (uscita dal regime fisso nel 2005); 3) 2007 - 2009: stabilità intorno a 6,80; 4) 2010 - 2013: forte apprezzamento; 5) 2015 - 2016: tentativo di aumentare la flessibilità (forte deprezzamento del 12% nel 2015 e la valuta di nuovo scambiata vicino al livello 7) e 6) 2017 - ora: Dall'ultima fase, il livello di 7 USDCNY è diventato una sorta di barriera psicologica per i mercati.

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.