

# Il costo della politica zero-Covid per la Cina e il mondo

20 Aprile 2022



Françoise Huang  
Senior Economist  
[françoise.huang@allianz-trade.com](mailto:françoise.huang@allianz-trade.com)

Ano Kuhanathan  
Head of Corporate Research  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

Pablo Espinosa Uriel  
Investment Strategist  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

## EXECUTIVE SUMMARY

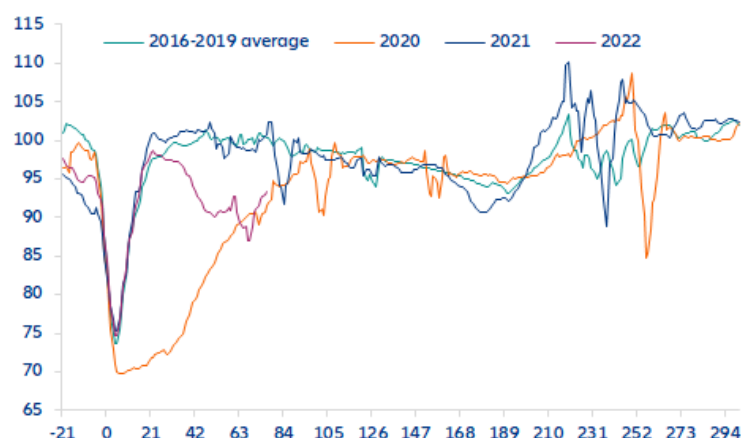
- Con le province che rappresentano quasi un quarto del PIL sotto blocco parziale o completo, il costo della politica cinese zero-Covid sta salendo. Prevediamo che le epidemie di omicron nel 1° trimestre e in aprile saranno costate -0,4pp di crescita del PIL nel 2022. Mentre la PBOC dovrebbe attuare un ulteriore taglio del tasso di interesse nel secondo trimestre del 2022, mentre per quell'anno sono previsti ulteriori investimenti pubblici pari a circa il 3% del PIL, il sostegno politico non sarà sufficiente ad attutire il colpo alla domanda interna. Di conseguenza, abbiamo tagliato la nostra previsione di crescita del PIL a +4,6% nel 2022, dal +4,9% previsto un mese fa. In uno scenario al ribasso in cui l'isolamento di Shanghai dura due mesi, e anche altre grandi città sono colpite, la crescita del PIL cinese nel 2022 rallenterebbe a +3,8%. In uno scenario peggiore in cui lo shock del 1° trimestre 2020 si ripete, la Cina crescerebbe solo del +1,3% quest'anno. Oltre alla situazione sanitaria interna, ulteriori rischi al ribasso potrebbero derivare da un peggioramento delle tensioni USA-Cina.
- Cosa significa questo per il resto del mondo? Una contrazione del commercio globale in volume nel 2° trimestre 2022 è ora altamente probabile, come visto durante l'estate 2021 e come suggerito dalla nostra proiezione del disallineamento tra domanda e scorte globali. Il rallentamento della domanda cinese implica un deficit di esportazioni pari a 140 miliardi di dollari per il resto del mondo. Dal lato dell'offerta, un arresto improvviso dell'attività industriale cinese metterebbe a rischio la produzione globale, soprattutto nei settori dell'elettronica e dell'automobile. Inoltre, la congestione nei porti cinesi suggerisce che i ritardi di spedizione globali rimarranno probabilmente elevati per tutto il 2022, anche se rimarranno al di sotto dei massimi visti nel 2021. Le continue interruzioni della catena di fornitura creeranno ulteriori pressioni inflazionistiche a livello globale. Stimiamo che le attuali strozzature interne in Cina porteranno probabilmente ad aumenti di 0,2 punti percentuali nei tassi di inflazione annuali negli Stati Uniti e nell'Eurozona nel terzo trimestre, a parità di condizioni.
- Cosa significa questo per i mercati? Ci aspettiamo che gli asset cinesi ed emergenti rimangano sotto pressione per il resto del 2022. Le severe misure anti-Covid e il rischio di ulteriori tensioni USA-Cina, che si sono esacerbate dopo l'invasione dell'Ucraina, continueranno a pesare sul clima di mercato. Tenendo conto delle prospettive degli asset cinesi, della loro interconnessione con i mercati globali e della dipendenza delle aziende straniere dalla domanda cinese, riteniamo che i mercati azionari emergenti potrebbero rivisitare i minimi del 2022. I fattori di disturbo in corso, tuttavia, se gestiti con successo, potrebbero portare a un 2023 positivo per gli asset rischiosi dei mercati

emergenti, poiché una combinazione di valutazioni relativamente convenienti e di rinnovati effetti collaterali potrebbe sorprendere positivamente i mercati.

**Il costo della politica cinese di zero-Covid sta salendo e il sostegno politico non sarà sufficiente ad attutire il colpo.**

**La Cina sta affrontando le peggiori epidemie di Covid-19 dal primo trimestre del 2020. Poiché le autorità continuano a seguire una politica zero-Covid**, le province che ammontano a quasi il 25% del PIL nazionale sono state sotto blocco parziale o completo in marzo-aprile. Questo si confronta con il 18% durante la peggiore settimana del 2021 (in agosto) e il 63% durante i peggiori 20 giorni del 2020 (su gennaio-febbraio). L'impatto sulla mobilità è visibile: quella nazionale è scesa del -10% su base annua nella prima metà di aprile - anche se si tratta di circa la metà della portata dello shock osservato nel febbraio-marzo 2020. I dati ad alta frequenza (vedi Figura 1) mostrano che la congestione del traffico è scesa in media del -1,6% annuo nel primo trimestre del 2022, del -6,8% a marzo e del -10% nella prima metà di aprile. Assumendo un ritorno alla normalità a partire da maggio, la mobilità del secondo trimestre 2022 scenderebbe del -1,7% annuo, rispetto al -17,7% visto nel primo trimestre 2020 (-21,3% nel febbraio-marzo 2020) e al -3,7% dell'agosto 2021.

Figura 1: Indice di congestione del traffico in Cina \* (100 = Capodanno cinese)



\* media ponderata sulla popolazione di 100 città

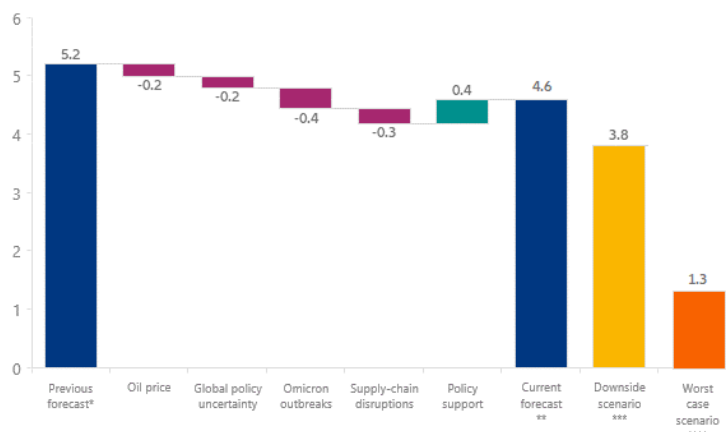
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**In questo contesto, stiamo rivedendo la nostra previsione di crescita del PIL 2022 per la Cina a +4,6%**, in calo rispetto al +4,9% previsto un mese fa, e al +5,2% previsto a gennaio (vedi Figura 2). I dati sull'attività rilasciati questa settimana mostrano un PIL del primo trimestre 2022 resiliente (a +4,8% annuo dal +4,0% del primo trimestre 2021) ma mascherano il fatto che marzo è stato molto più debole di gennaio-febbraio, con un chiaro shock legato all'omicron sui consumi (le vendite al dettaglio si sono contratte del -3,5% annuo a marzo, dopo il +6,7% dei primi due mesi dell'anno). Per il resto del 2022, nel nostro nuovo scenario centrale, assumiamo che il blocco a Shanghai duri un mese e che la mobilità a livello nazionale torni a maggio a un range più in linea con le condizioni pre-pandemia. Questo implicherebbe che le epidemie di omicron da un anno all'altro saranno costate 0,4pp di crescita del PIL nel 2022. La nostra stima è allineata alla recente ricerca accademica<sup>1</sup>, che rileva che la città di Shanghai sottoposta a un blocco totale per un mese farà cadere il 2,7% del reddito aggregato della Cina - un impatto di -0,2pp sulla crescita annuale. In uno scenario al ribasso in cui l'isolamento di Shanghai dura due mesi, e anche altre grandi città sono colpite, la crescita del PIL della Cina nel 2022 rallenterebbe

<sup>1</sup> Il costo economico della chiusura della Cina: Evidence from City-to-City Truck Flows, Chen et al. (aprile 2022)

a +3,8%. In uno scenario peggiore in cui lo shock del 1° trimestre 2020 si ripete, la Cina crescerebbe solo del +1,3% quest'anno.

Figura 2: 2022 previsione di crescita del PIL cinese (%)



\* Prima della guerra in Ucraina e delle epidemie di omicron in Cina

\*\* La mobilità torna alla normalità in maggio (blocco di un mese a Shanghai)

\*\*\* Blocco di due mesi a Shanghai e in altre grandi città

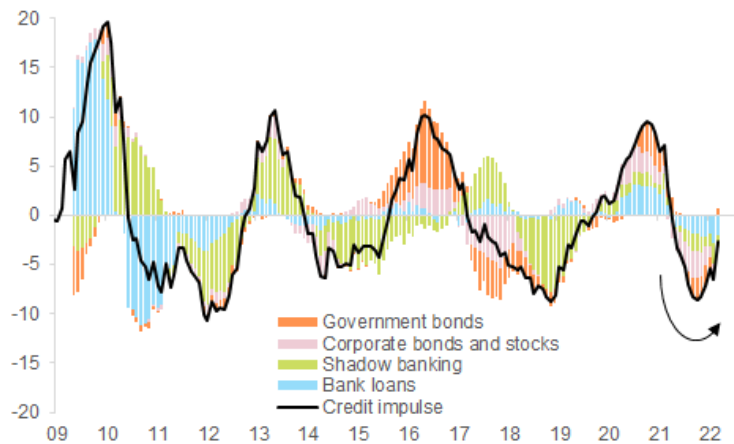
\*\*\*\* Ripetizione dello shock del 1° trimestre 2020

Fonte: Allianz Research

**Un ulteriore sostegno politico compenserà solo in parte lo shock alla domanda interna.** Dopo un anno di inasprimento, il mix di politiche si è rapidamente invertito in modalità di allentamento dal quarto trimestre 2021. Dall'inizio di quest'anno, sia la politica fiscale che quella monetaria sono state allentate, con tagli fiscali, maggiore spesa pubblica, una posizione più permissiva sul mercato immobiliare e tagli dei tassi di interesse. Tale sostegno politico ha portato a una ripresa dell'impulso al credito (vedi Figura 3), che rimane in territorio negativo a marzo, ma è chiaramente in crescita. La mossa più recente è l'annuncio della PBOC di un taglio al coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) per tutte le banche di 25 punti base (con un ulteriore taglio di 25 punti base per le banche selettive più piccole), in vigore dal 25 aprile.

In futuro, continuiamo a prevedere un ulteriore taglio del tasso di interesse (-10 pb al tasso MLF a un anno) nel 2° trimestre 2022. In linea con le linee guida complete rilasciate dalla PBOC il 18 aprile, ci aspettiamo che la banca centrale aumenti la fornitura di liquidità e consenta una continua ripresa della crescita del credito nel corso dell'anno, in parte allentando le misure macroprudenziali relative al settore immobiliare e ai veicoli di finanziamento del governo locale. Verranno inoltre intensificati i programmi di prestito mirati a specifici settori o tipi di aziende (ad esempio, PMI, alta tecnologia, settore dei trasporti, ecc.). Ulteriori tagli dei tassi non sono da escludere nel secondo semestre, soprattutto se la situazione economica si deteriora più di quanto previsto attualmente. La PBOC è prudente nei confronti del rischio di pressioni inflazionistiche, ma per ora rimangono limitate ed è improbabile che diventino un ostacolo nei confronti di un ulteriore allentamento monetario, con l'inflazione di base che probabilmente rimarrà bassa, dato il debole consumo privato previsto nel 2022. Dal punto di vista fiscale, insieme ai tagli di tasse e imposte per le aziende, nel 2022 sono previsti ulteriori investimenti pubblici pari a circa il 3% del PIL. È molto probabile che siano anticipati nel 2° trimestre per compensare almeno in parte lo shock da Covid-19 sulla domanda interna e lasciare spazio per ulteriori stimoli nel 2° semestre, se necessario.

Figura 3: impulso al credito in Cina e suddivisione

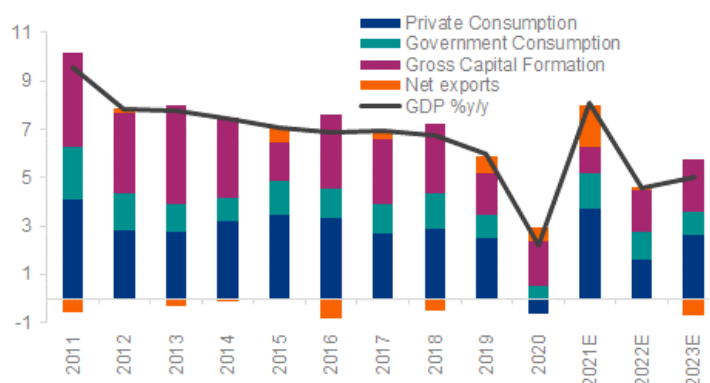


Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

**Lo shock omicron più grande del previsto sta esacerbando il mix di crescita dell'economia cinese, dove il consumo privato e gli investimenti immobiliari sono in ritardo e la manifattura e gli investimenti in infrastrutture sono fanalini di coda,** una storia che avevamo previsto da tempo<sup>2</sup>. Le nostre revisioni delle prospettive economiche della Cina per il 2022 riguardano quindi non solo la crescita del PIL nominale, ma anche la sua ripartizione (vedi Figura 4). Il contributo alla crescita dei consumi privati è previsto a solo 1,6 punti percentuali nel 2022, rispetto al 3,7 punti percentuali nel 2021 e al 3,1 punti percentuali in media negli anni 2010. Gli investimenti dovrebbero contribuire per 1,3pp (rispetto al 3,3pp in media negli anni 2010), sotto la pressione di un settore immobiliare che rimane debole. I consumi pubblici dovrebbero contribuire alla crescita del Pil per 1,6pp nel 2022, contro 1,4pp nel 2021 e nella media degli anni 2010. Infine, mentre prima della pandemia tendevano a costituire un peso sulla crescita complessiva (contributo di -0,2pp negli anni 2010), le esportazioni nette dovrebbero tornare a contribuire positivamente nel 2022 (0,2pp dopo 1,7pp nel 2021 e 0,6pp nel 2020), poiché sia le esportazioni che le importazioni dovrebbero crescere a un ritmo più lento quest'anno. Detto questo, i rischi per la performance delle esportazioni cinesi è al ribasso, dato che le tensioni USA-Cina non sono mai realmente scomparse. L'amministrazione del presidente Biden potrebbe decidere su potenziali quote di importazione di prodotti cinesi, in un contesto politicamente sensibile in entrambi i paesi (elezioni di metà mandato negli Stati Uniti e 20° Congresso del Partito in Cina a novembre) e mentre l'invasione dell'Ucraina potrebbe alimentare un nuovo slancio di disinvestimento.

<sup>2</sup> Si vedano i nostri report [Economic outlook: Don't look up!](#), [China: Putting the tiger on a stronger footing in 2022](#) o [Economic Outlook: Energy, trade and financial shockwaves](#).

Figura 4: crescita del PIL cinese e ripartizione dei suoi contributi



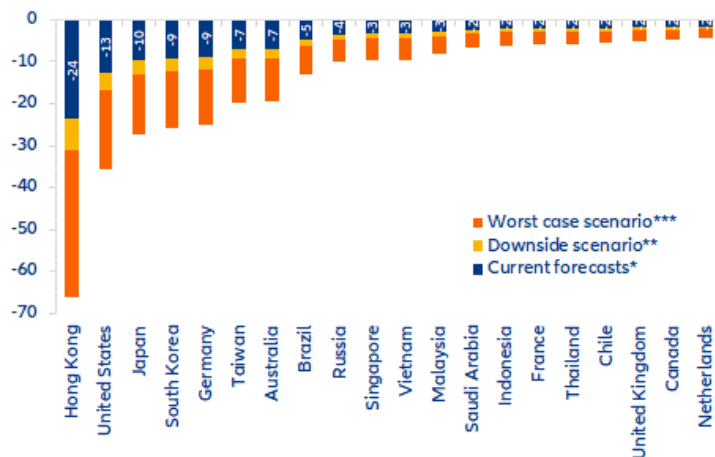
Fonti: Allianz Research

### Cosa significa questo per il resto del mondo?

**Una contrazione del commercio globale in volume è probabile nel 2° trimestre 2022**, come si è visto nell'estate 2021 e come suggerito dalla nostra proiezione del disallineamento tra domanda e scorte globali. Nel nostro rapporto sul commercio globale del 2021, avevamo stimato che il 75% della contrazione del volume del commercio globale del 3° trimestre 2021 era spiegato da carenze di produzione (problemi di approvvigionamento), mentre il resto proveniva da strozzature logistiche. Il rallentamento dell'economia cinese preme sul commercio globale attraverso i canali della domanda, dell'offerta e della logistica. Mentre ci aspettiamo ancora che il commercio globale in volume cresca del +4,0% nel 2022 (contro il +6,0% previsto prima dell'invasione dell'Ucraina), i rischi sono chiaramente al ribasso e dipendono dalla situazione sanitaria in Cina.

**Guardando al canale della domanda, un'economia cinese più lenta creerà un deficit di esportazioni di 140 miliardi di dollari per il resto del mondo.** Questo si aggiunge ai 480 miliardi di dollari di esportazioni verso la Russia e l'Eurozona persi a causa dell'invasione dell'Ucraina<sup>3</sup>. **Il deficit di esportazioni potrebbe salire a 185 miliardi di dollari se il nostro scenario al ribasso si concretizzasse, e persino a 345 miliardi di dollari nel peggiore dei casi.** In termini assoluti di dollari, Hong Kong, gli Stati Uniti, il Giappone, la Corea del Sud e la Germania sarebbero i più danneggiati (vedi Figura 5).

Figura 5: Carenze nelle esportazioni per paese (miliardi di dollari), a seconda dello scenario economico cinese



<sup>3</sup> Si veda il nostro report [Global trade: Battling out of demand and price shocks](#).

\* La mobilità torna alla normalità in maggio (blocco di un mese a Shanghai)

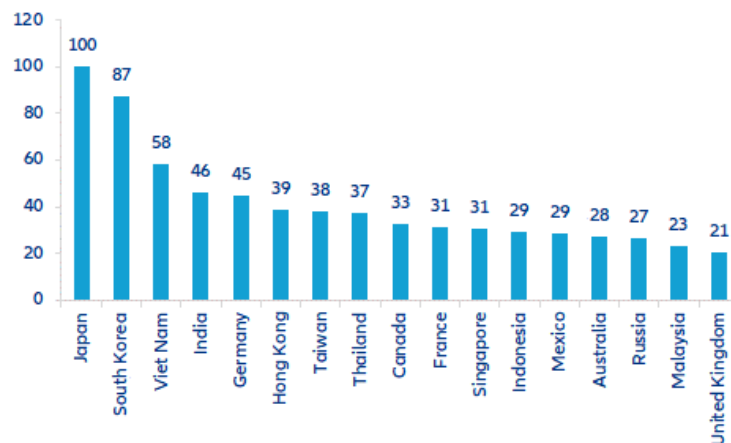
\*\* Blocco di due mesi a Shanghai e in altre grandi città

\*\*\* Ripetizione dello shock del 1° trimestre 2020

Fonti: Ricerca Allianz

**Data l'importante posizione della Cina nelle catene globali del valore, un improvviso arresto dell'attività industriale locale metterebbe a rischio la produzione mondiale, soprattutto nei settori elettronico e automobilistico.** Nel complesso, si stima che 1,3 trilioni di dollari di input cinesi siano utilizzati nel resto del mondo (o l'1% della produzione mondiale, Cina esclusa), con Giappone, Corea del Sud, Vietnam, India e Germania maggiormente esposti. Le specialità industriali delle province cinesi attualmente colpite dai blocchi, insieme ai rapporti delle aziende, suggeriscono che i settori dell'elettronica e dell'automobile potrebbero essere tra i più colpiti. La produzione di semiconduttori e chip non sembra essere interrotta in questa fase, ma le imprese posizionate nel segmento dell'assemblaggio e della produzione di beni finali stanno rallentando.

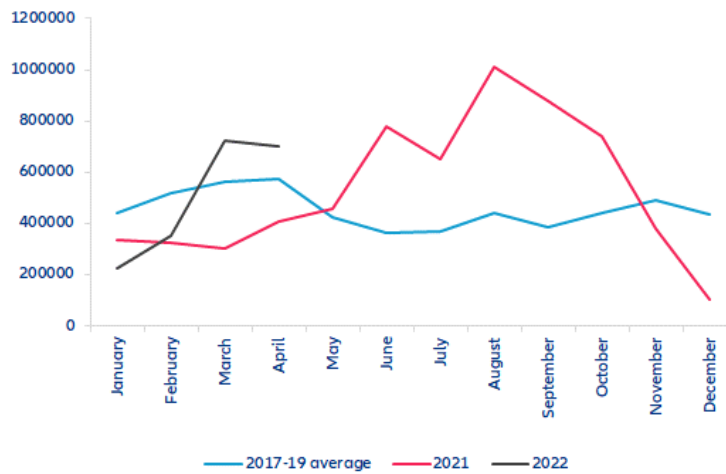
Figura 6: Quantità di input cinesi usati nella produzione delle rispettive economie (miliardi di dollari)



Fonti: OCSE, Allianz Research

**Inoltre, è probabile che i ritardi nelle spedizioni globali rimangano elevati per tutto il 2022.** Le chiusure in Cina non riguardano solo le province o le città interessate, ma creano anche colli di bottiglia logistici a livello nazionale (ad esempio, a causa dei severi controlli sui camion che attraversano le province). Questo significa che la congestione nei grandi porti è altrettanto visibile, anche se rimangono operativi, grazie al sistema a circuito chiuso in cui i lavoratori non hanno contatti con il pubblico. Il volume delle navi container ancorate fuori dai porti cinesi è stato al di sopra della norma nei mesi di marzo e aprile 2022 (vedi Figura 7), con un'eccedenza media mensile pari al 2,7% della produzione annuale. Ciò si confronta con il 3,7% in media nel secondo semestre del 2021, quando le strozzature della catena di approvvigionamento globale erano più acute. Come tale, la relazione storica tra la congestione dei porti cinesi e i tempi di consegna dei fornitori globali suggerisce che questi ultimi dovrebbero rimanere elevati per tutto il 2022, ma al di sotto dei picchi del 2021.

Figura 7: Volume totale delle navi container ancorate fuori dai porti cinesi (TEU)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Questo nuovo shock alle catene di fornitura globali potrebbe essere la causa di ulteriori pressioni inflazionistiche mondiali.** Utilizzando l'indice dei tempi di consegna dei fornitori del PMI manifatturiero cinese come indicatore dei colli di bottiglia della catena di fornitura interna, troviamo che un calo di -1 punto percentuale nell'indice (come osservato a marzo) implica un aumento di +1,1 punti percentuali nella crescita dei prezzi alla produzione due mesi dopo. A sua volta, i prezzi alla produzione tendono a precedere i prezzi all'esportazione della Cina di due mesi (con una sensibilità di +0,9pp) - vedi Figura 8 - e questi ultimi tendono a mostrare una correlazione con l'inflazione nel resto del mondo. Già nel secondo semestre 2021, avevamo rilevato che le carenze di produzione in Cina erano responsabili di circa un terzo dell'inflazione elevata negli Stati Uniti e nell'Eurozona (da 1,5pp a 2,0pp). Il contesto della domanda globale non è del tutto lo stesso questa volta, ma lo shock logistico in corso dalla Cina ammonta già a tre quarti di quello del 2° semestre 2021.

Figura 8: Prezzi alla produzione e prezzi all'esportazione della Cina

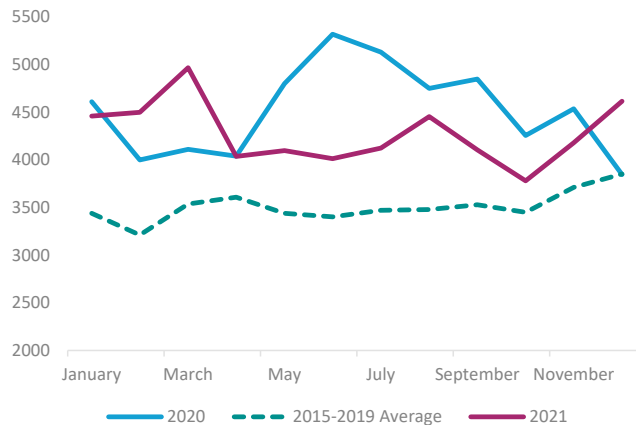


Fonti: Ufficio nazionale di statistica della Cina, Allianz Research

**Quando si tratta di prezzi globali delle materie prime, la Cina non è al posto di guida, ma ha il potenziale per guidare forti oscillazioni.** La crescita cinese negli anni 2000 è stata associata a quello che all'epoca è stato definito un "superciclo" delle materie prime. L'anno scorso abbiamo sottolineato che non crediamo che tutti i fattori necessari siano attualmente in gioco

per avere un nuovo superciclo<sup>4</sup>. Le attuali tensioni sui mercati delle materie prime e i conseguenti prezzi elevati sono dovuti a una forte domanda e a un disallineamento tra domanda e offerta esacerbato dalla guerra in corso in Ucraina. Infatti, appena nell'aprile 2020, la Cina ha potuto importare massicciamente per aumentare le riserve (vedi figura 9) a un prezzo stracciato, senza rianimare i mercati delle materie prime, che erano ancora in eccesso di offerta e preoccupati per l'economia globale (ad esempio, i prezzi del Brent erano in media circa 43 USD/barile).

Figura 9: importazioni mensili cinesi di petrolio greggio (milioni di tonnellate)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il ruolo della Cina, tuttavia, è lontano dall'essere completamente benigno. Infatti, nelle ultime settimane, i mercati si sono preoccupati di una ripetizione del 2020, in quanto un grande shock in Cina invierebbe un'onda d'urto ai mercati globali delle materie prime. Alla fine di marzo, non appena si sono diffuse le prime voci di un blocco di Shanghai, smentite dalle autorità locali, i mercati petroliferi hanno reagito in modo piuttosto brusco (-2,9% il 24 marzo, vedi Figura 10). La chiusura di tutta la città annunciata a fine marzo ha anche portato a un'altra forte correzione (-5,4% il 31 marzo). Guardando al futuro, i mercati petroliferi dovrebbero prepararsi a una maggiore volatilità in base all'evoluzione della situazione in Cina.

Figura 10: Prezzi del petrolio greggio (Brent USD/barile)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

<sup>4</sup> Si veda il nostro report [Commodities: higher demand, supply bottlenecks, but no speculation\(yet\)](#).

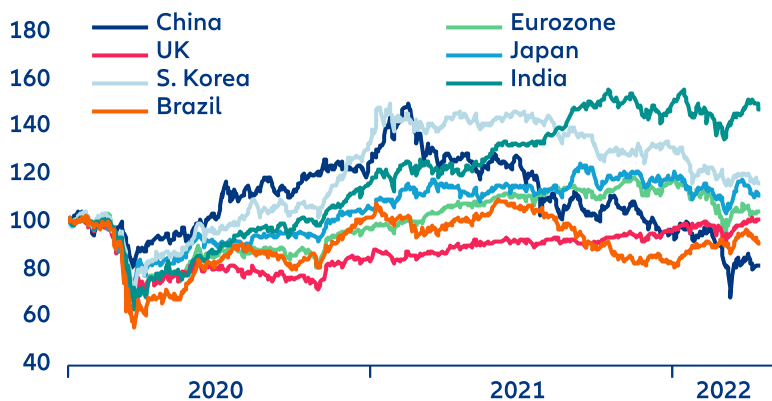


### Cosa significa questo per i mercati dei capitali?

**Il rischio per gli asset cinesi è più geopolitico che ciclico.** A nostro avviso, i soli rischi al ribasso delle chiusure in corso avrebbero un ulteriore impatto limitato sugli asset cinesi, anche se questo varia a seconda delle asset class e dei settori. Pensiamo che il rischio principale ad oggi non sia rappresentato da aspettative di crescita più deboli o dalla sopravvalutazione dei prezzi degli asset, ma piuttosto dalle tensioni geopolitiche con gli Stati Uniti (soprattutto se si considera la posizione di un investitore occidentale).

Da una prospettiva interna, in teoria la politica zero-Covid potrebbe avere effetti dirompenti sul funzionamento delle catene di produzione. Ad ogni modo, questa non sembra essere la principale preoccupazione per i mercati per ora, come evidenziato dalle performance settoriali. Mentre le telecomunicazioni e la tecnologia erano tra i settori meno colpiti dal grave *selloff* tra dicembre 2019 e marzo 2020, ora sono diventati i più colpiti dal calo delle azioni cinesi sperimentato da metà febbraio 2022. Inoltre, i punti di partenza sono diversi, in quanto le valutazioni hanno corretto significativamente dal febbraio 2021, con i mercati che hanno scontato la maggior parte dell'impatto previsto dei nuovi blocchi (vedi Figura 11).

Figura 11: Performance dei mercati azionari dal 2020 (100 = dicembre 2019)

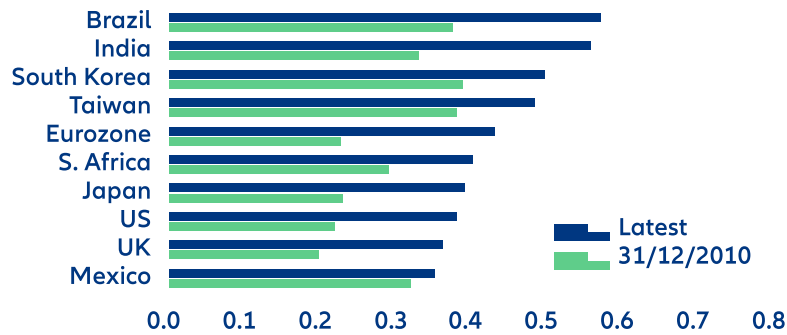


Fonti: Refinitiv, MSCI, Allianz Research

Con i mercati che hanno già prezzato la maggior parte dell'impatto della politica zero-Covid, le tensioni geopolitiche rimangono una fonte chiave di volatilità del mercato. La Cina rimane un paese che ha preso solo recentemente misure per aprire i suoi mercati di capitali agli investitori stranieri, con ancora molta strada da fare. Se le tensioni geopolitiche (soprattutto con gli Stati Uniti) dovessero intensificarsi, potrebbero portare a un'inversione di mercato con gli investitori stranieri costretti a uscire dalle loro posizioni. È proprio l'apertura e la crescente interconnessione del sistema finanziario globale che potrebbe far peggiorare la situazione. In altre parole, anche se il principale canale di trasmissione dalla Cina al resto del mondo continua ad essere attraverso il suo conto corrente e le catene di approvvigionamento globale, la crescente presenza di capitale straniero nel paese potrebbe anche giocare un ruolo chiave come ulteriore fonte di volatilità.

Poiché i paesi tendono a commerciare con i loro vicini, la maggior parte dei paesi dell'Asia orientale è particolarmente vulnerabile sia al rallentamento economico che alla possibilità di deflussi dai mercati emergenti su larga scala. A questo proposito, Brasile, India, Corea del Sud e Taiwan rimangono più a rischio di un rallentamento cinese e di un'ulteriore correzione del mercato (Figura 12).

Figura 12: Beta del mercato azionario rispetto alle azioni cinesi (15 anni)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

I mercati sviluppati, tuttavia, non sono completamente isolati da un rallentamento cinese o dall'escalation delle tensioni geopolitiche. Guardando la quota di ricavi che le aziende dei mercati sviluppati traggono dalla Cina, sembra essere in gioco una media del 15% dei ricavi. L'esposizione dei ricavi è tuttavia diversa a seconda dei settori, con i comparti dei metalli, dell'industria e della tecnologia che sono i più esposti alla Cina. Questa elevata esposizione ai ricavi in alcuni settori è particolarmente preoccupante per le azioni statunitensi, poiché il rally azionario dello scorso anno è stato guidato da una manciata di titoli tecnologici, che potrebbero essere sotto pressione se l'economia cinese o le relazioni USA-Cina dovessero deteriorarsi (Figura 13).

Figura 13: Quota delle entrate delle vendite derivanti dalla Cina\* (%), 2021.



\* Sono considerate solo le società che hanno riportato separatamente i ricavi 2021 per la Cina. Questo rappresenta tra il 15-30% delle aziende elencate (sia per numero di aziende che per capitalizzazione di mercato), anche se la quota è più alta per i settori selezionati.

Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

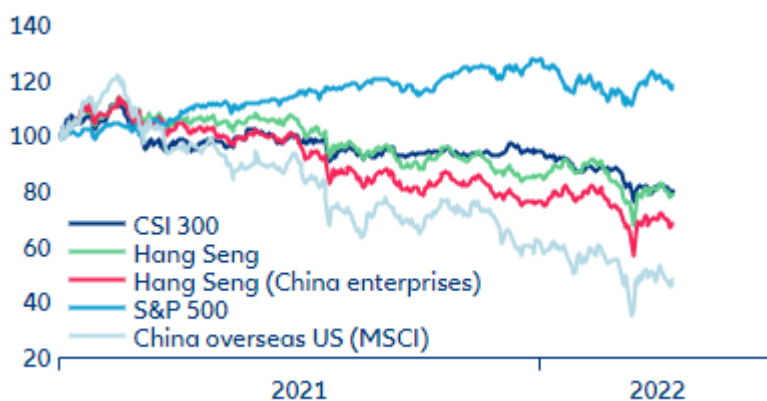
Passando allo scenario del reddito fisso, l'impatto immediato di un rallentamento dell'economia cinese si vedrà nella continua divergenza di politica monetaria tra Stati Uniti e Cina, mentre i primi stringono per contenere l'inflazione e i secondi allentano per sostenere la loro economia. Guardando al debito sovrano, il differenziale di rendimento USA-Cina sta per diventare positivo (è già successo per alcune scadenze), il che potrebbe ridurre l'appetito per i titoli di stato cinesi e potenzialmente portare a ulteriori deflussi di capitale. Un tale scenario potrebbe portare rapidamente all'accumulo di pressioni di deprezzamento sul renminbi.

Guardando al debito societario, soprattutto denominato in renminbi, l'allentamento monetario da parte della PBOC è riuscito a ridurre le pressioni sui bilanci delle società indebitate aiutando alcune a superare gli effetti dei blocchi e dei colli di bottiglia della catena di fornitura. I problemi del mercato del credito offshore sono ancora legati agli operatori immobiliari e al limitato spazio di manovra che le autorità cinesi hanno per sostenere la capacità di servizio del debito delle aziende.

Guardando le differenze intrinseche tra i mercati azionari cinesi onshore e offshore, l'attuale divergenza riflette i rischi derivati dalle tensioni USA-Cina. Prendendo il mercato onshore come esempio, un mercato che è ancora limitato agli investitori stranieri, la correzione del mercato è stata molto più blanda di quella di chi opera a Hong Kong, e anche più blanda di chi opera negli Stati Uniti. Sottolineando l'attuale attenzione alle relazioni geopolitiche, i peggiori movimenti nelle classi di attività cinesi non hanno avuto luogo dopo l'invasione dell'Ucraina o la nuova ondata di blocchi, ma dopo che la SEC ha annunciato un controllo più esaustivo delle azioni cinesi - un movimento che si è rapidamente invertito dopo che le autorità cinesi si sono impegnate per la trasparenza. Nel complesso, gli attuali movimenti dei prezzi nelle varie classi di attività mostrano che il rallentamento economico è già stato valutato, mentre l'aumento delle tensioni geopolitiche è ancora all'orizzonte e terrà i mercati in allerta nel 2022 (Figura 14).

Come nota positiva, se i politici statunitensi e cinesi riusciranno a gestire con successo le attuali crisi economiche e geopolitiche, gli attivi dei mercati emergenti potrebbero registrare un 2023 positivo.

Figura 14: Performance di indici azionari cinesi selezionati rispetto allo S&P 500 (31/12/2020 = 100)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette al disclaimer fornito 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 della direzione e comportano rischi e incertezze noti e ignoti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi

o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono verificarsi a causa di, senza limitazione, (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 del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, inclusi quelli derivanti da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese di sinistro, (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 di leggi e 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 avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale contenuta nel presente documento,

ad eccezione di qualsiasi informazione che debba essere divulgata per legge.