

# Il vertice del G7 in Giappone potrebbe innescare una nuova fase di protezionismo

Il punto da tenere d'occhio: Elezioni generali in Grecia e ritorno all'investment grade, impatto dell'incertezza economica sui mercati dei capitali  
17 Maggio 2023

**Ludovic Subran**  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Jordi Basco Carrera**  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco-carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco-carrera@allianz.com)

**Ana Boata**  
Head of Economic Research  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

**Maxime Darmet**  
Senior Economist  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Jasmin Gröschl**  
Senior Economist  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

**Andreas Jobst**  
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

**Maddalena Martini**  
Senior Economist  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

- Elezioni in Grecia - la chiave per il ritorno all'investment grade
- L'incertezza economica potrebbe ridurre la crescita del PIL reale di -0,6pp entro la fine del 2024 in Europa.
- Incertezza: Un gusto acquisito per i mercati? Azioni statunitensi ed europee in rialzo del 5%; spread del credito societario investment grade a 150-170 pb nel 2023.

## In evidenza - G7 in Giappone: il protezionismo degli investimenti in uscita nel programma

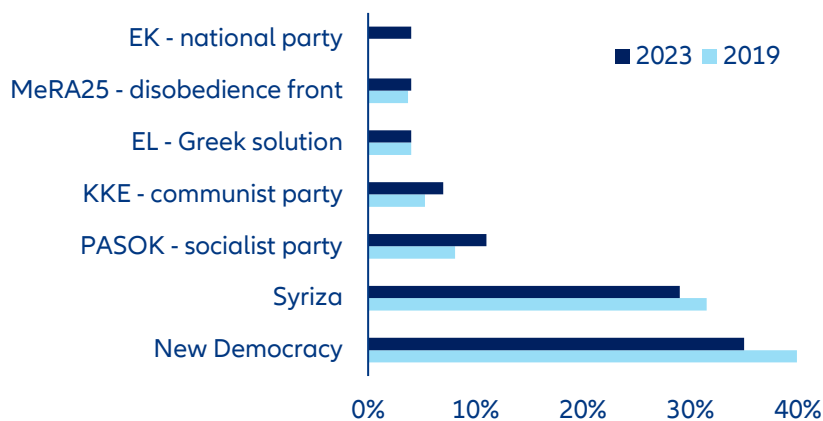
- Mentre il G7 si riunisce in Giappone, gli Stati Uniti sostengono la necessità di limitare gli investimenti in uscita su tecnologie potenzialmente sensibili o di esternalizzare la produzione critica come prossimo passo per ridurre i rischi delle catene di approvvigionamento e la dipendenza dalla Cina. Attualmente, la Cina stessa, il Giappone e la Corea del Sud sono le uniche economie che prevedono alcune restrizioni, ma la loro portata e il loro ambito di applicazione sono molto limitati.
- È probabile che gli Stati Uniti procedano per primi con l'approvazione di una legge da parte del Congresso, potenzialmente già a settembre o ottobre; altri Paesi seguiranno probabilmente l'esempio. Tuttavia, la piena attuazione delle restrizioni agli investimenti in uscita richiederà tempo, date le potenziali scappatoie.
- I flussi di investimenti bidirezionali tra la Cina e l'Occidente sono di dimensioni relativamente modeste e sono diminuiti negli ultimi anni, in quanto il settore privato ha voluto ridurre il proprio coinvolgimento a causa delle crescenti tensioni geopolitiche. I flussi totali di IDE verso la Cina hanno raggiunto un picco di 27 miliardi di dollari nel 2016 per le economie del G7 e da allora sono scesi a quasi 3 miliardi di dollari, in gran parte guidati dagli Stati Uniti, i cui flussi netti verso la Cina sono diventati negativi nel 2021.
- Tuttavia, le implicazioni economiche di un ulteriore disaccoppiamento tra Occidente e Cina potrebbero essere di vasta portata. Il danno a lungo termine per l'economia cinese potrebbe essere tutt'altro che trascurabile, anche se le restrizioni si applicano solo a una manciata di settori. Sebbene l'industria cinese abbia aumentato la propria autosufficienza, l'ecosistema continua a beneficiare della tecnologia e del know-how portati dall'Occidente, soprattutto nei settori delle TIC, dei prodotti farmaceutici e delle biotecnologie. La Cina potrebbe reagire riducendo la fornitura di materie prime critiche in cui detiene una posizione dominante, il che potrebbe interrompere gravemente le catene di approvvigionamento globali. Ma ciò è improbabile, poiché la Cina applica già alcune forme di restrizione agli investimenti in uscita ed è ancora orientata al pragmatismo economico

(ad esempio, la Cina ha alleggerito alcune restrizioni sulle importazioni australiane a seguito di una disputa bilaterale pluriennale).

## Elezioni in Grecia - chiave per il ritorno all'investment grade

I risultati delle elezioni generali in Grecia saranno cruciali per determinare se il Paese potrà mantenere la sostenibilità del debito e tornare allo status di investment grade entro la fine dell'anno. Il partito al potere Nuova Democrazia (ND) è in testa ai sondaggi con il 36% (Figura 1), ma è improbabile che ottenga la maggioranza assoluta poiché le recenti modifiche alla legge elettorale impediscono di assegnare al partito vincitore dei seggi bonus. Di conseguenza, è probabile che si tengano nuove elezioni all'inizio di luglio, in cui si applicherà una maggioranza "rafforzata" e il primo partito che otterrà 40 seggi bonus sarà dichiarato vincitore. L'esito più probabile sarà una coalizione tra ND e Pasok dopo le seconde elezioni, poiché una coalizione tra i partiti Syriza (29%) e Pasok avrebbe probabilmente bisogno di più partiti minori per governare. Se ND riuscirà a mantenere il potere, ci aspettiamo una continuazione dell'attuale politica "prudente" e orientata all'economia, con alcuni compromessi con il Pasok..

Figura 1: Grecia - intenzioni di voto al 12 maggio 2023



Fonti: vari sondaggi ufficiali, Allianz Research

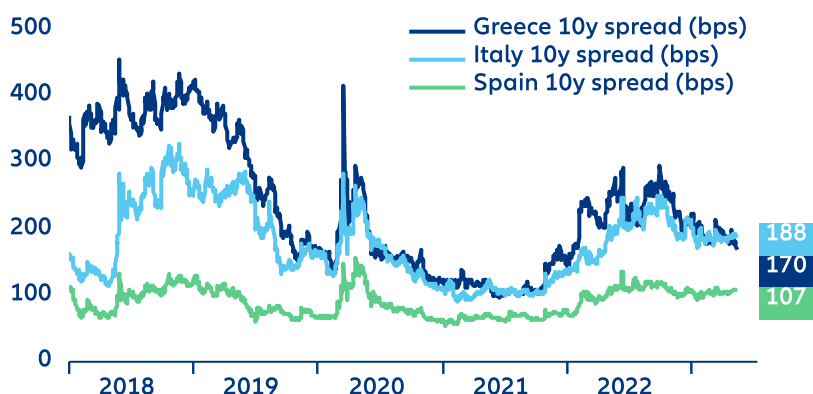
**Qualsiasi stallo politico potrebbe minacciare un percorso di ripresa duraturo.** La produzione economica della Grecia, pur rimanendo inferiore a quella del 2008 prima della crisi del debito sovrano, ha registrato un'impressionante ripresa negli ultimi tre anni, raggiungendo il 6,4% al di sopra dei livelli pre-pandemia alla fine del 2022. Tuttavia, il sostegno pubblico alle famiglie e ai consumatori, pari a circa il 5,2% del PIL, ha causato un temporaneo deterioramento delle dinamiche fiscali dopo anni di disciplina e consolidamento fiscale "forzato".

**Non vediamo rischi sostanziali di deviazione dall'agenda "post programma di sorveglianza macro", ma anche un modesto periodo di incertezza politica peserebbe sulle prospettive economiche della Grecia.**

La Grecia è uno dei principali beneficiari dei fondi UE di prossima generazione, ma per ricevere le risorse dovranno essere attuate nei prossimi anni riforme cruciali (ad esempio, riforme del settore finanziario per affrontare l'indebitamento privato e rafforzare i mercati dei capitali o riforme a sostegno del settore privato per alleggerire gli oneri amministrativi e migliorare il quadro normativo). In questo contesto, qualsiasi ritardo nell'attuazione dovuto a una pausa nell'attività politica ritarderebbe l'impatto economico positivo. L'incertezza politica potrebbe anche ritardare il promesso ritorno all'investment grade entro la fine del 2023, dato che le dinamiche politiche e fiscali del Paese influenzano pesantemente le decisioni di rating.

È incoraggiante notare che i titoli di Stato greci sono ora scambiati a rendimenti coerenti con i Paesi con rating investment grade e che i mercati non sembrano prezzare alcuna turbolenza politica (Figura 2). La maggior parte del debito pubblico rimane in mani ufficiali (76% nel 2022 dal 26% nel 2011) e l'allungamento della scadenza media del debito a 17,5 anni nel 2022 (da 6,3 anni nel 2011) attenua l'onere dei tassi di interesse in un contesto di aumento dei tassi di riferimento. Tuttavia, ci aspettiamo un aumento dell'onere del debito pubblico dai livelli record minimi del 2022 (2,4% del PIL), anche se non così significativo come previsto in altri Paesi della periferia.

Figura 2: Spread del debito pubblico di Grecia, Italia e Spagna (a 10 anni, bps)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Guardando oltre il 2023, e nel contesto dell'ambiziosa revisione delle regole fiscali dell'UE, il prossimo governo dovrà dare la priorità alla stabilizzazione dell'equilibrio di bilancio e agli investimenti necessari per stimolare la crescita potenziale.** Nell'ultimo decennio, la Grecia ha realizzato una notevole ripresa fiscale. Tuttavia, la sostenibilità del debito richiede un continuo aggiustamento fiscale mentre il Paese si riprende dalla pandemia e dalla crisi energetica. L'adesione alle nuove regole fiscali dell'UE sarà fondamentale per la Grecia per rafforzare i suoi cuscinetti fiscali. Le nuove regole offrono un percorso di spesa netta specifico per il Paese, basato su regole più semplici e con una maggiore flessibilità per consentire la spesa necessaria nelle aree prioritarie, in cambio di una supervisione più rigorosa e di una maggiore applicazione (Tabella 1). Per la Grecia, mantenere l'attenzione sulla spesa che favorisce la crescita sarà essenziale per stabilizzare il debito una volta che le attuali pressioni cicliche dovute alla crisi energetica si attenueranno e lasceranno il posto alle sfide strutturali della transizione verde.

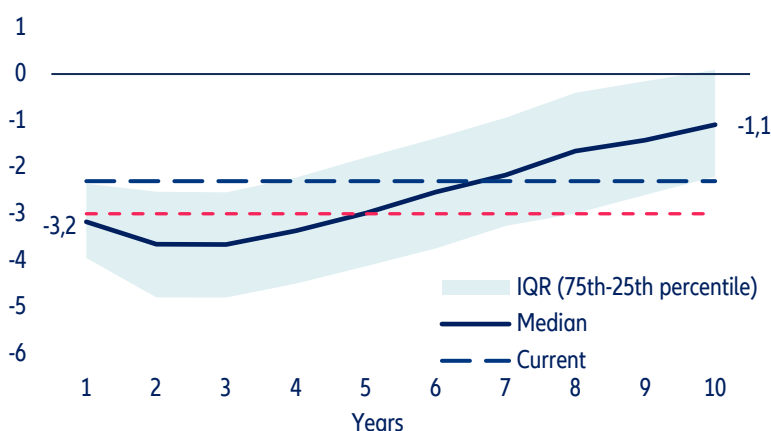
Tabella 1: Panoramica delle regole di bilancio dell'UE modificate e applicazione empirica per la Grecia

Regole fiscali UE proposte (modificate)	Analisi empirica
<b>Misure basate sul flusso</b>	
<b>Budget deficit</b> <i>non superiore al 3% del PIL nominale</i>	
<b>Crescita della spesa</b> <i>fino alla crescita media decennale del potenziale</i>	<b>Crescita della spesa</b> <i>semplificazione e applicazione del freno al debito, che limita la crescita della spesa al 50%/25% della crescita potenziale (più l'inflazione) se il rapporto debito/PIL è superiore al 60%/100%</i>
<b>Misure basate sulle azioni</b>	
<b>Livello di indebitamento</b> <i>debito/PIL non superiore al 60%</i>	
<b>Fattore di correzione del debito</b> <i>I paesi con un rapporto debito/PIL &gt;60% devono ridurre il debito in eccesso di almeno 1/20 ogni anno.</i>	<b>Fattore di correzione del debito</b> <i>Incorporato nella regola di crescita della spesa attraverso il freno all'indebitamento per ridurre il debito in eccesso nel tempo (endogenizzato)</i>

Fonti: Commissione europea, Allianz Research

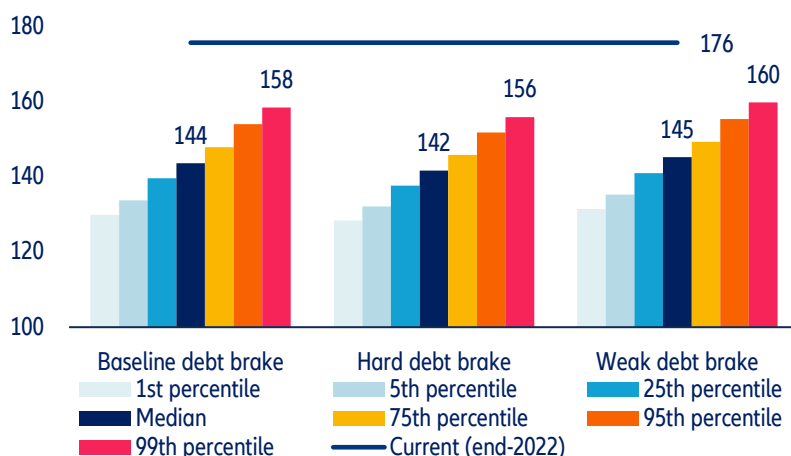
**I nostri risultati di simulazione suggeriscono che la regola di spesa semplificata dell'UE come obiettivo operativo unico funzionerebbe bene per la Grecia, implicando una crescita media del PIL reale di +1,3% all'anno, in linea con la crescita potenziale** (Figure 3 e 4). Questa regola riduce significativamente la prociclicità e la complessità dell'attuale quadro fiscale, guidando al contempo il governo verso un consolidamento credibile del debito. La combinazione con un meccanismo di freno al debito può anche fornire maggiore flessibilità alle circostanze specifiche della Grecia, consentendole un periodo di aggiustamento più lungo per ridurre il debito eccessivo. Anche in uno scenario di debito avverso (modellato sulla base della previsione di densità del 99° percentile utilizzando una simulazione Monte Carlo), la Grecia sarà in grado di ridurre ulteriormente l'onere del debito di oltre 30 punti percentuali, portandolo a meno del 150% del PIL nel lungo periodo. La crescita reale media con la regola della spesa sarebbe inoltre di circa l'1,3% all'anno, un valore vicino al prodotto potenziale del Paese.

Figura 3: Grecia - Proiezione del saldo di bilancio secondo la regola della crescita della spesa con freno al debito (%)\*



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: \*/ assume il freno al debito di base, che limita la crescita della spesa al 50% e al 25% della crescita del PIL nominale se il rapporto debito/PIL supera rispettivamente il 60% e il 100%.

Figura 4: Grecia - Rapporto debito pubblico/PIL (media decennale, %)\*

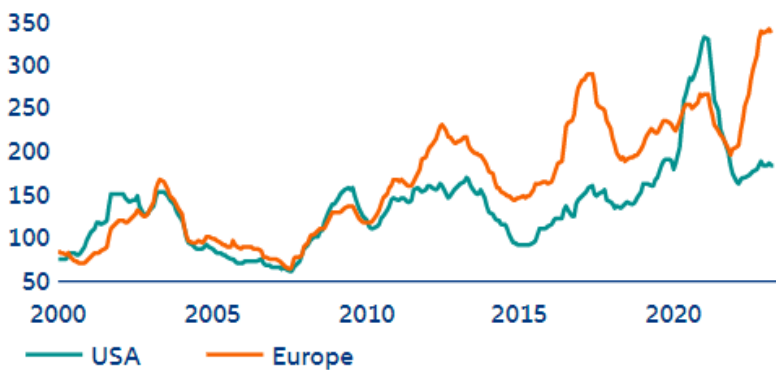


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i dati mostrano i valori medi in base a una regola semplificata di crescita della spesa con un freno al debito, che limita la nuova spesa per il ciclo di bilancio successivo al 50% e al 25% della crescita potenziale (più l'inflazione) per i Paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 100% e al 60% del PIL, rispettivamente.

## Incertezza economica: l'Europa paga il prezzo più alto

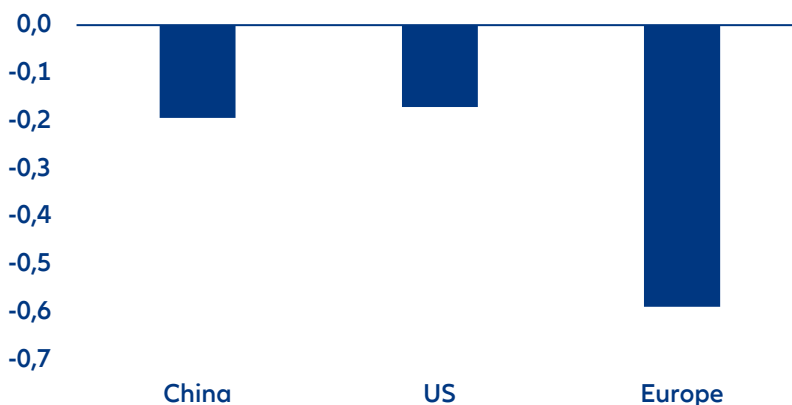
**Le crisi che si sovrappongono mantengono alta l'incertezza economica, con un costo pesante per l'Europa.** Ai livelli attuali, stimiamo che l'incertezza economica potrebbe ridurre la crescita del PIL reale di -0,6 punti percentuali entro la fine del 2024. L'Europa sta affrontando uno shock di fiducia doppio rispetto a quello degli Stati Uniti, con l'indice di incertezza economica che ha raggiunto un massimo storico superiore a tre deviazioni standard rispetto ai suoi valori storici (cfr. Figura 5). Con i ritardi nei piani di investimento, i tassi di risparmio più elevati e l'aumento delle scorte, stimiamo che questa incertezza economica potrebbe trascinare la crescita del PIL reale verso il basso di -0,6pp entro la fine del 2024 (cfr. Figura 6).

Figura 5: Indice di incertezza della politica economica



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 6: Impatto stimato di una maggiore incertezza sulla crescita del PIL reale, fine 2024



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

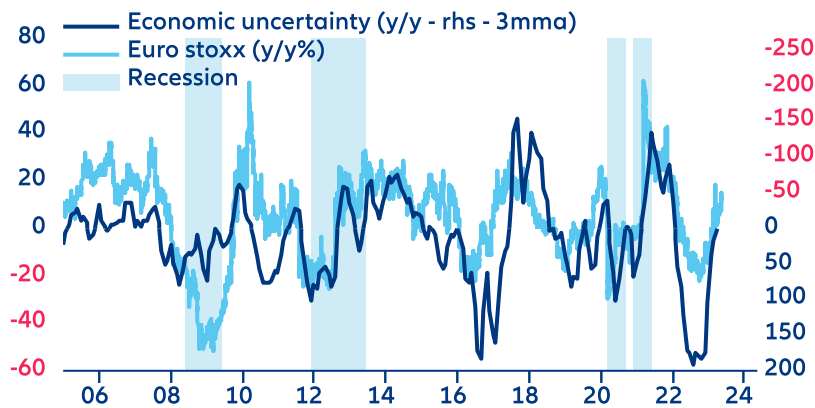
## L'incertezza: un gusto acquisito per i mercati?

Osservando gli indici azionari, notiamo che gli investitori hanno cercato di anticipare una riduzione generale dell'incertezza, sperando in un ritorno a una parvenza di normalità. Di conseguenza, il mercato azionario ha registrato performance sorprendentemente positive, scollegate dalle tradizionali misure di valore e dai fondamentali di mercato sottostanti. I movimenti del mercato hanno invece rispecchiato fedelmente la natura ciclica delle notizie, in particolare quelle relative alla politica monetaria e all'inflazione.

**Il recente rally di mercato, pur essendo vantaggioso per gli investitori in attività rischiose, solleva preoccupazioni sulla sostenibilità.** Sebbene sia possibile fornire alcune giustificazioni, evidenzia i potenziali rischi associati a un improvviso cambiamento degli eventi o all'emergere di un imprevisto "cigno nero", che potrebbe rapidamente ribaltare il sentiment degli investitori e innescare una significativa

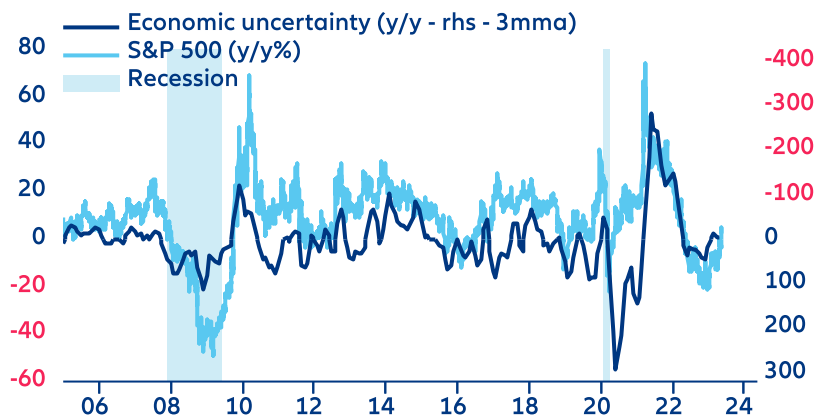
correzione del mercato. Tenendo conto dei fattori sopra citati e della convinzione che i mercati azionari finiranno per riallinearsi ai fondamentali e alle valutazioni, vediamo uno spazio limitato per ulteriori movimenti al rialzo. È invece probabile che i mercati azionari registrino una performance stagnante o leggermente negativa rispetto ai livelli attuali. In termini di vulnerabilità regionale, i mercati europei appaiono più suscettibili a bruschi spostamenti dei livelli di incertezza rispetto alle loro controparti d'oltreoceano, soprattutto a causa della performance relativa dei titoli azionari europei che si traduce in una maggiore deviazione dai fondamentali rispetto alle loro controparti americane (figure 7 e 8).

Figura 7: Incertezza economica in Europa vs performance azionaria



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 8: Incertezza economica degli Stati Uniti e performance dei titoli azionari



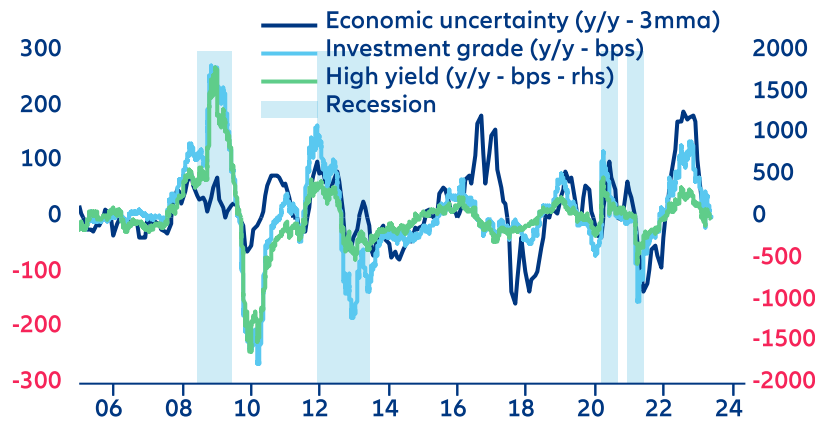
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Una storia simile si riscontra nei mercati del credito societario, in particolare nel segmento ad alto rendimento.** Se si considerano sia le azioni che il credito societario come due facce della stessa medaglia di asset rischiosi, diventa evidente che gli spread del credito societario hanno anticipato e continuano ad anticipare il ritorno a un livello di incertezza economica più normalizzato. In particolare, il credito societario statunitense sembra trovarsi in una posizione più favorevole rispetto alla sua controparte europea, in quanto gli spread del credito europeo appaiono leggermente più stretti rispetto a quanto suggerirebbero gli spostamenti dei livelli di incertezza. Tuttavia, a prescindere dalla suddivisione regionale e considerando la nostra valutazione dei fondamentali e delle valutazioni, riteniamo che gli spread societari, in particolare quelli ad alto rendimento, siano eccessivamente stretti e disallineati rispetto alle valutazioni economiche e fondamentali complessive. Di conseguenza, e in modo più repentino rispetto ai mercati azionari, prevediamo un'inversione degli spread verso la fine dell'anno. Tale inversione dovrebbe coincidere con

l'inizio di un contesto recessivo che metterà a dura prova i bilanci societari sia in termini di generazione di reddito che di capacità di servizio del debito (Figure 9 e 10)..

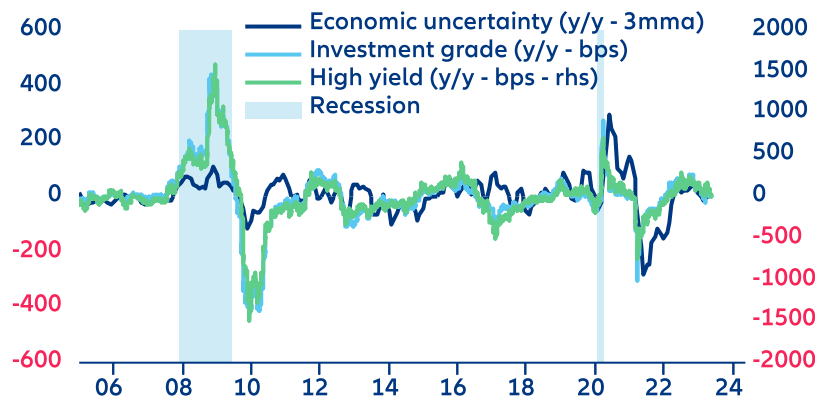
**Prevediamo che sia le azioni statunitensi che quelle europee concluderanno l'anno con rendimenti totali positivi a una sola cifra (circa il 5%), mentre gli spread del credito societario investment-grade rimangono in un range di oscillazione di circa 150 pb per le obbligazioni in USD e di circa 170 pb per quelle in EUR. Tuttavia, per il credito societario ad alto rendimento, prevediamo un allargamento di circa 40-50 pb dai livelli attuali fino alla fine dell'anno.**

Figura 9: Incertezza economica in Europa e spread del credito alle imprese



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 10: Incertezza economica degli Stati Uniti e spread del credito societario



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

## In evidenza - G7 in Giappone: il protezionismo degli investimenti in uscita nel menù

**Dopo aver rafforzato le restrizioni alle esportazioni, gli Stati Uniti sostengono la necessità di limitare gli investimenti in uscita su tecnologie potenzialmente sensibili o l'esternalizzazione di produzioni critiche come prossimo passo per ridurre i rischi delle catene di approvvigionamento e la dipendenza dalla Cina.** Mentre i leader dei Paesi del G7 si riuniscono questa fine settimana in Giappone, gli Stati Uniti stanno spingendo per uno screening coordinato dal G7 degli investimenti in uscita verso la Cina in specifiche

tecnologie ad alta tecnologia. In un discorso sulle relazioni UE-Cina del 30 marzo 2023<sup>1</sup>, La Presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen ha inoltre dichiarato che l'UE si sta preparando a vagliare gli investimenti in uscita relativi a "un piccolo numero di tecnologie sensibili in cui gli investimenti possono portare allo sviluppo di capacità militari che pongono rischi per la sicurezza nazionale".

Al momento, questo tipo di screening è attuato solo dalla Cina stessa, dal Giappone e dalla Corea del Sud (Figura 11), anche se su scala moderata in Cina e debole in Giappone e Corea del Sud. In Giappone, l'*Economic Security Promotion Act* mira a garantire le catene di approvvigionamento e a salvaguardare l'innovazione nazionale, arrivando a sovvenzionare il rientro in patria dalla Cina per le aziende giapponesi, primo Paese del G7 a farlo. In Corea del Sud, gli investimenti in uscita sono soggetti alla legge sulla protezione della tecnologia industriale e lo screening è effettuato dal Ministero del Commercio, dell'Industria e dell'Energia (MOTIE). L'obiettivo è quello di "prevenire l'indebita divulgazione e proteggere la tecnologia industriale al fine di rafforzare la competitività delle industrie coreane e contribuire alla sicurezza nazionale e allo sviluppo dell'economia nazionale", concentrandosi su settori quali la biotecnologia e la tecnologia delle batterie (vedi elenco completo [here](#)).

Parallelamente, Stati Uniti, Unione Europea e Regno Unito starebbero discutendo un rafforzamento dei controlli sulle esportazioni di semiconduttori e altre tecnologie critiche verso la Cina. Gli Stati Uniti hanno rafforzato i controlli sulle esportazioni verso la Cina nel 2022 e altri Paesi come i Paesi Bassi, il Regno Unito e il Giappone hanno seguito il loro esempio. I controlli sulle esportazioni sono ora fortemente applicati da tutte le principali economie (figura 11) ed è probabile che vengano estesi nei prossimi anni. A livello globale, le restrizioni alle esportazioni hanno raggiunto il numero record di 2.500 nel 2022, di cui oltre due terzi sono state applicate ai beni e il resto come restrizioni agli investimenti e ai servizi.

Le restrizioni sulle esportazioni di chip di fascia alta e apparecchiature per la produzione di chip in Cina hanno già portato a un drastico calo dei volumi di importazione di circuiti integrati cinesi dal 2021. I volumi totali delle esportazioni statunitensi di chip e apparecchiature per la produzione di chip verso la Cina sono crollati del -33% tra il quarto trimestre del 2022 e il quarto trimestre del 2021. A seguito dei controlli sulle esportazioni dello scorso anno, le esportazioni britanniche di macchinari e mezzi di trasporto verso la Cina sono scese dal 43% del totale al 27% nel marzo 2023 su base annua.

Poiché la rivalità geopolitica tra Stati Uniti e Cina rimane elevata, è probabile che gli Stati Uniti imporranno controlli sulle esportazioni a nuovi settori e industrie (attraverso l'emanazione delle cosiddette "Regole sui prodotti esteri diretti"). Questi potrebbero includere biofarmaci (dove la Cina è fortemente dipendente dalla proprietà intellettuale statunitense), materiali biotecnologici, informazioni tecniche e attrezzature di laboratorio (che le aziende statunitensi forniscono in modo significativo alle strutture cinesi) o persino prodotti agricoli (ad es. semi).

Figura 11: misure di sicurezza economica attualmente in vigore e in discussione

	China	US	EU	UK	Japan	Australia	South-Korea	
Inbound investment screening	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong
Outbound investment screening	Moderate	Under discussion	None	None	*	None	*	Moderate
Export controls	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong
Procurement restrictions	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong
Sanctions	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong
Anti-coercion policy	None	Under discussion	Under discussion	None	None	None	None	None
Supply-chain resilience policies	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong
Data protection and cybersecurity	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong	Strong
Institutionalization	None	None	None	Moderate	Strong	None	Moderate	None
Industrial strategy	Strong	Strong	Moderate	Moderate	Strong	Moderate	Strong	None

Fonti: Merics, Allianz Research. NB: \* Esistono restrizioni minori per banche estere, produzione di armi e stupefacenti, ma sono residui di processi di apertura economica e non vere e proprie politiche di controllo degli investimenti in uscita

<sup>1</sup> [Speech by the President on EU-China relations \(europa.eu\)](#)



**La piena attuazione richiederà tempo date le potenziali scappatoie, ma il settore privato sta già riducendo la sua esposizione.** Come sottolineato dal PIIE, le restrizioni agli investimenti in uscita sarebbero difficili da implementare e probabilmente creerebbero molte scappatoie. Ad esempio, le aziende occidentali potrebbero ancora investire in settori critici proibiti in Cina attraverso le loro filiali con sede all'estero o attraverso Hong Kong.

Per ora, i governi stanno ancora bilanciando il loro desiderio di ridurre i trasferimenti di tecnologia alla Cina con le preoccupazioni del settore privato, che ha una quota elevata negli investimenti cinesi. Gli Stati Uniti<sup>2</sup> probabilmente procederanno innanzitutto con il proprio regime per rivedere gli investimenti in uscita verso la Cina più avanti in autunno (il cosiddetto "CFIUS inverso", riferendosi al Comitato per gli investimenti esteri del Dipartimento del Tesoro, che esamina gli investimenti in entrata) ma è probabile che altri paesi del G7 seguire l'esempio. Negli Stati Uniti, un disegno di legge bipartisan (China Competition 2.0 Bill) ha buone possibilità di essere approvato dal Congresso già a settembre o ottobre (dopo alcuni tentativi falliti negli anni precedenti). Le principali industrie considerate sarebbero i microchip, alcuni tipi di intelligenza artificiale legati all'esercito, alla sorveglianza e all'informatica quantistica, ma potrebbero essere inclusi anche i settori delle biotecnologie e dell'energia pulita. L'UE deve affrontare alcuni vincoli rispetto all'attuale frammentato panorama di screening degli IDE tra i suoi Stati membri e quindi probabilmente si muoverà più lentamente.

**I flussi di investimenti bidirezionali tra Cina e Occidente sono già in calo.** Nonostante una certa accelerazione nel 2021, gli IDE in entrata dalla Cina sono diminuiti del -77% rispetto al picco del 2016 a 46 miliardi di euro a causa del maggiore screening degli investimenti nei maggiori paesi europei. Fino al 2020, quasi il 60% degli investimenti in entrata in Europa dalla Cina è stato effettuato in Germania, Regno Unito e Francia, con i Paesi Bassi che hanno guadagnato terreno dal 2021 a seguito di una grande acquisizione cinese. L'Europa centrale e orientale rappresenta circa il 10% del totale degli investimenti cinesi in Europa. La maggior parte degli investimenti cinesi in entrata viene effettuata nel settore automobilistico e dei prodotti di consumo, ma anche ITC, biotech, farmaceutico e settore sanitario stanno guadagnando terreno.

La tendenza degli investimenti inbound dalla Cina in Europa dovrebbe rimanere al ribasso, non solo a causa delle nuove normative europee (incluse su appalti e sovvenzioni estere) ma anche a causa di un rafforzamento dei controlli da parte dei singoli paesi. Nel 2022, Germania, Italia e Regno Unito hanno già bloccato diversi investimenti cinesi nelle cosiddette industrie strategiche.

La maggior parte degli stati dell'UE ha già promulgato leggi per proteggere la propria sicurezza nazionale. In **Germania** sono in vigore la Legge sul commercio estero e sui pagamenti (Aussenwirtschaftsgesetz) e l'Ordinanza sul commercio estero e sui pagamenti (Aussenwirtschaftsverordnung (AWV)) che riguardano settori come i dispositivi di protezione individuale (DPI), l'intelligenza artificiale, la tecnologia quantistica, la robotica e la guida autonoma. In **Francia**, le regole di controllo degli IDE sono stabilite nel *Code monétaire et financier* e riguardano settori sensibili tra cui energia, infrastrutture critiche, sicurezza alimentare, trasporti, stampa, difesa, spazio, intelligenza artificiale, robotica, sicurezza informatica e salute pubblica. In Italia, gli IDE in entrata sono regolati dalla legge Golden Power. Nei **Paesi Bassi**, la legge intersettoriale sul controllo degli investimenti diretti esteri (Wet veiligheidsvoets investeringen, fusies en overnames) è stata adottata dal Senato olandese nel 2022 e si rivolge agli investimenti nel campo della tecnologia (molto) sensibile. Il **Regno Unito** ha modificato il suo regime di revisione degli investimenti esteri approvando il National Security and Investment Act (NSI Act) 2021. Esistono 17 settori all'interno dei quali gli investimenti esteri sono controllati, principalmente per quanto riguarda i prodotti ad alta tecnologia.

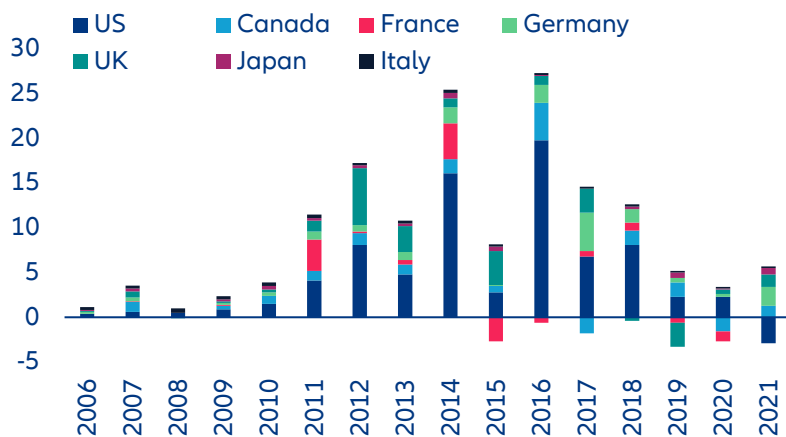
Allo stesso modo, gli investimenti in uscita verso la Cina hanno registrato una tendenza al ribasso dal 2016 (figura 12), guidati da un forte calo dagli Stati Uniti. Ad esempio, lo stock di IDE in uscita dal Regno Unito in Cina si è attestato a quasi 11 miliardi di sterline nel 2021 (-15% rispetto al 2018), ovvero lo 0,6% del totale

---

<sup>2</sup> L'amministrazione sta prendendo in considerazione restrizioni o requisiti di notifica sugli investimenti statunitensi in alcune entità coinvolte in un sottoinsieme di alcune tecnologie avanzate chiave che sono fondamentali per la sicurezza nazionale degli Stati Uniti.

degli IDE in uscita del Regno Unito. D'altra parte, gli IDE in entrata nel Regno Unito dalla Cina si sono attestati a soli 5 miliardi di GBP, ovvero lo 0,3% dello stock totale di IDE in entrata nel Regno Unito.

Figura 12: afflussi di IDE dei paesi del G7 in Cina (miliardi di USD)



Fonti: Refinitiv Datastream, NBS, Allianz Research

**La grande preoccupazione non sono i flussi totali di IDE in gioco, ma piuttosto la fornitura di materiali critici in caso di rappresaglie cinesi.** È più probabile che le restrizioni agli investimenti in uscita in Cina siano mirate in modo ristretto a breve termine, ma si allarghino a medio termine. È quindi probabile che il settore privato riduca ulteriormente gli investimenti dei canali attivi verso la Cina (IDE e investimenti di Venture Capital) a vantaggio dei canali passivi (acquisto di titoli finanziari). Se le restrizioni saranno coordinate e attuate dai principali paesi o aree economiche, ridurranno le scappatoie e creeranno importanti barriere normative per i flussi di investimenti in Cina.

Il danno a lungo termine per l'economia cinese potrebbe essere tutt'altro che trascurabile, anche se le restrizioni si applicano solo a una manciata di settori. Sebbene l'industria cinese abbia aumentato la propria autosufficienza, l'ecosistema sta ancora beneficiando della tecnologia e del know-how importati dall'Occidente, in particolare nelle TIC, nei prodotti farmaceutici e nelle biotecnologie. Le restrizioni occidentali potrebbero quindi esacerbare il rallentamento della produttività cinese nei prossimi anni, in un momento in cui l'aumento dell'intervento statale e l'interferenza politica stanno causando una diffusa errata allocazione delle risorse e gravando sulle performance delle grandi imprese.

Tuttavia, le ritorsioni da parte della Cina potrebbero potenzialmente infliggere gravi danni alle economie occidentali, anche se in passato le ritorsioni dirette sono state di dimensioni limitate e piuttosto selettive. Di recente, la Cina ha allentato alcune restrizioni all'importazione su determinate importazioni australiane (cotone, rame e carbone) a seguito di una controversia bilaterale pluriennale. La posta in gioco è alta per l'Europa poiché la Cina è il principale fornitore di materie prime fondamentali necessarie per la trasformazione verde. I limiti all'esportazione di materie prime critiche da parte dei paesi produttori sono aumentati drasticamente negli ultimi 15 anni, non ultimo per citare la legge sulle materie prime critiche dell'UE. Nuove restrizioni potrebbero interrompere gravemente le industrie chiave, portare a carenze di prodotti chiave e aumentare notevolmente i prezzi.



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 su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi

o implicito in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare, senza limitazioni, (i) da cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nell'attività principale e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) dall'andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità dei sinistri assicurati, anche da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese per sinistri, (iv) i livelli e le tendenze di mortalità e morbilità,

(v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) livelli di e dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio delle valute, incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e nei 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 AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare alcuna informazione o dichiarazione previsionale contenuta nel presente documento, fatta salva qualsiasi informazione obbligatoria per legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.