



Crescita robusta nel primo trimestre dell'anno ma sui prossimi trimestri peseranno gli aumenti dei dazi USA

A cura di: *Francesca Pini, analista team ricerca macroeconomica di Fideuram Asset Management SGR*

L'attività economica in Cina ha iniziato il nuovo anno sorprendendo positivamente le attese di consenso (Bloomberg), ma non le nostre, con la crescita a/a che è rimasta invariata al 5.4%, stesso ritmo del trimestre precedente, ma contro attese di un rallentamento al 5.2%, sostenuta dalla ripresa della domanda interna, grazie anche agli interventi del Governo per sostenere consumi ed investimenti a cui si è aggiunto l'accelerazione delle esportazioni in vista degli aumenti delle tariffe. Su base sequenziale la crescita ha rallentato passando dal 6.6% di Q4 al 5.1%, contro attese di consenso (Bloomberg) di una crescita pari al 5.7% annualizzato e le nostre del 7.0%. Anche in termini nominali la crescita in Q1 è rimasta invariata al 4.6% a/a, con il deflatore al -0.8%, negativo ormai da quasi due anni a causa della debolezza della domanda interna e della crisi del settore immobiliare. A sostenere la crescita sarebbe stato il settore dell'industria con un'accelerazione dal 5.2% al 5.9% a/a a seguito dell'accelerazione delle esportazioni, mentre il settore dei servizi avrebbe rallentato dal 5.8% al 5.3%.

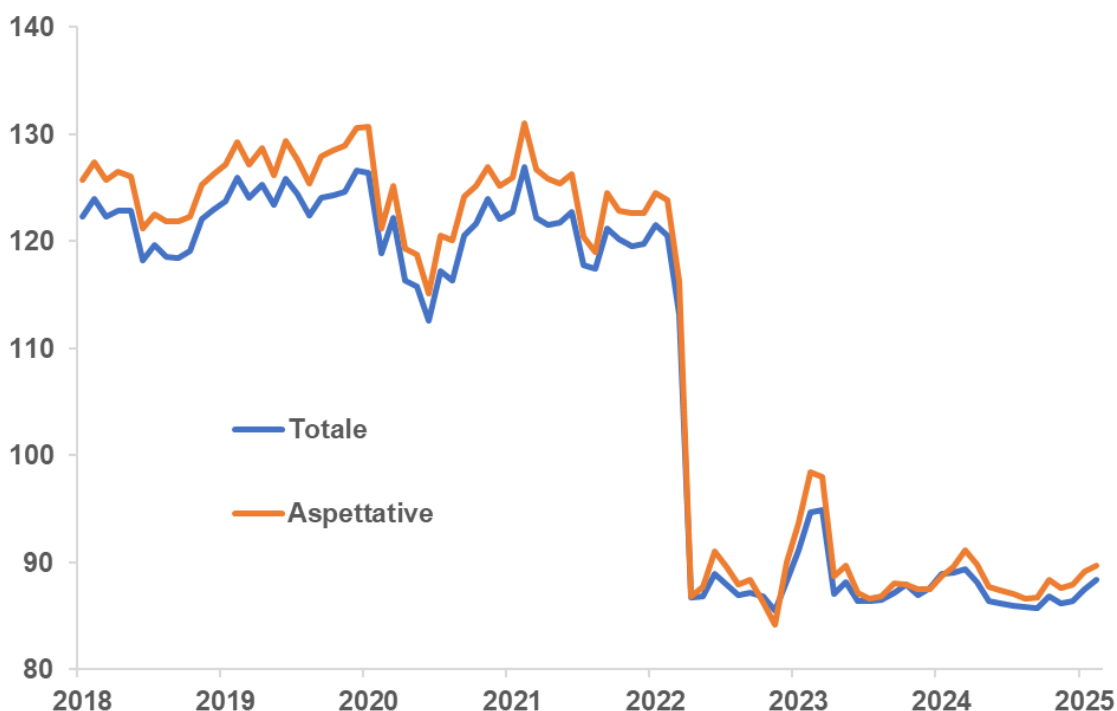
Quanto appena descritto fotografa, tuttavia, un mondo diverso ormai passato, prima che la recente *escalation* della guerra commerciale, con un crescendo di botta e risposta senza precedenti, conducesse all'applicazione di tariffe inimmaginabili negli scambi commerciali tra USA e Cina. Alla luce di questi recenti sviluppi avevamo già rivisto al ribasso le nostre attese di crescita per l'anno in corso dal 4.6% al 4.2% con notevoli rischi al ribasso data l'incertezza significativa sulle mosse future di entrambe le parti e con la politica economica che potrà compensare solo in parte l'impatto negativo delle tariffe. Dopo il dato di oggi rivediamo ulteriormente al 4.0% la crescita per il 2025 con l'obiettivo fissato dal Governo (5% circa) che appare ora ancora più irraggiungibile. Per il 2026 abbiamo rivisto le attese di crescita dal 4.0% al 3.6%. A partire dal trimestre appena iniziato ci attendiamo un graduale rallentamento della crescita, dovuta sia agli aumenti delle tariffe da parte dell'Amministrazione USA sia al venir meno dell'effetto di anticipo in vista degli aumenti che aveva favorito un'accelerazione delle esportazioni.

I dati di marzo, tuttavia, sono stati complessivamente robusti con l'eccezione delle importazioni che hanno deluso le attese. Vediamoli in maggior dettaglio:

- La produzione industriale con una crescita del 7.7% a/a ha superato le attese di consenso (Bloomberg) pari al 5.9%, accelerando rispetto ai primi due mesi dell'anno, tuttavia, su base sequenziale ha rallentato dal +0.5% al +0.4% m/m. All'interno del settore manifatturiero la produzione di auto, pur in rallentamento è rimasta su ritmi elevati (+11.5% a/a), mentre ha accelerato la produzione di computers ed elettronica dall'11% a/a al 13.1% beneficiando sia di una forte domanda interna sia dell'accelerazione degli ordini prima degli aumenti delle tariffe. Anche la crescita nel settore dei servizi ha accelerato passando dal 5.6% a/a di gennaio e febbraio al 6.3%.

- Gli investimenti hanno accelerato dal 4.1% dei primi due mesi dell'anno al 4.3% a/a**, trainati sia dagli investimenti nel settore manifatturiero sia nelle infrastrutture che hanno accelerato dal 9.0% dei primi due mesi dell'anno al 9.1% a/a e dal 5.6% al 5.9% a/a rispettivamente. Hanno invece continuato a rimanere negativi gli investimenti nel settore residenziale e anzi hanno registrato un lieve peggioramento con il dato che è passato da -9.8% al -10%, sottolineando come il settore continui a rimanere critico. Da notare la divergenza tra la crescita degli investimenti nel settore privato, dove la crescita pur in accelerazione rimane su livelli bassi (+0.4% a/a) e la crescita nel settore pubblico al 6.5%. **Tornando al settore residenziale i segnali di miglioramento sono piuttosto flebili con la crescita della superficie venduta che dopo essere tornata in territorio negativo nei primi due mesi dell'anno (-3.7% a/a), in marzo ha accelerato leggermente a -1.2%**. Anche i nuovi cantieri hanno visto un miglioramento rispetto ai primi due mesi dell'anno sebbene la crescita continui a rimanere negativa. Tuttavia, destagionalizzando le serie appare evidente un peggioramento complessivo del settore con sia le vendite sia i nuovi cantieri in graduale diminuzione nei primi tre mesi dell'anno. Appare evidente quindi che ci sia ancora molto lavoro da fare anche solo per ottenere una stabilizzazione del settore, che oggi è ancora più necessaria alla luce dei recenti sviluppi relativi agli aumenti dei dazi che andranno a pesare negativamente sul contributo alla crescita delle esportazioni. Importante che il governo acceleri il ritmo di attuazione del progetto di assorbimento delle scorte di case e conversione in abitazioni popolari o in alloggi in affitto, che riduca le tasse e i tassi di interesse e che fornisca sostegno ai costruttori soprattutto privati con problemi di liquidità.
- La sorpresa più grande è giunta dalle vendite al dettaglio che dopo essere cresciute del 4.0% nei primi due mesi dell'anno hanno accelerato al 5.9% in marzo sostenute dal programma del Governo** di sostituzione di un prodotto obsoleto con uno nuovo (raddoppiato quest'anno a 300 miliardi di yuan) che si è ad esempio riflesso in un'accelerazione delle vendite di auto (+5.5% a/a dopo il -4.4% dei primi due mesi dell'anno), degli elettrodomestici (+35.1% dopo +10.9%) e dei mobili (+29.5% dopo +11.7%). Ricordiamo che in gennaio il governo aveva ampliato la lista dei prodotti (includendo i telefoni cellulari, tablets, forni a microonde e lavastoviglie) interessati dal programma di sostituzione fornendo un notevole supporto ai consumi. Più importante si è visto un miglioramento delle vendite anche in prodotti non coperti nel programma di stimolo del governo a testimonianza di un graduale miglioramento della fiducia dei consumatori. Tuttavia, la recente escalation della guerra commerciale potrebbe compromettere i progressi fatti da milioni di lavoratori esposti agli scambi commerciali con gli USA.

Indice di fiducia dei consumatori

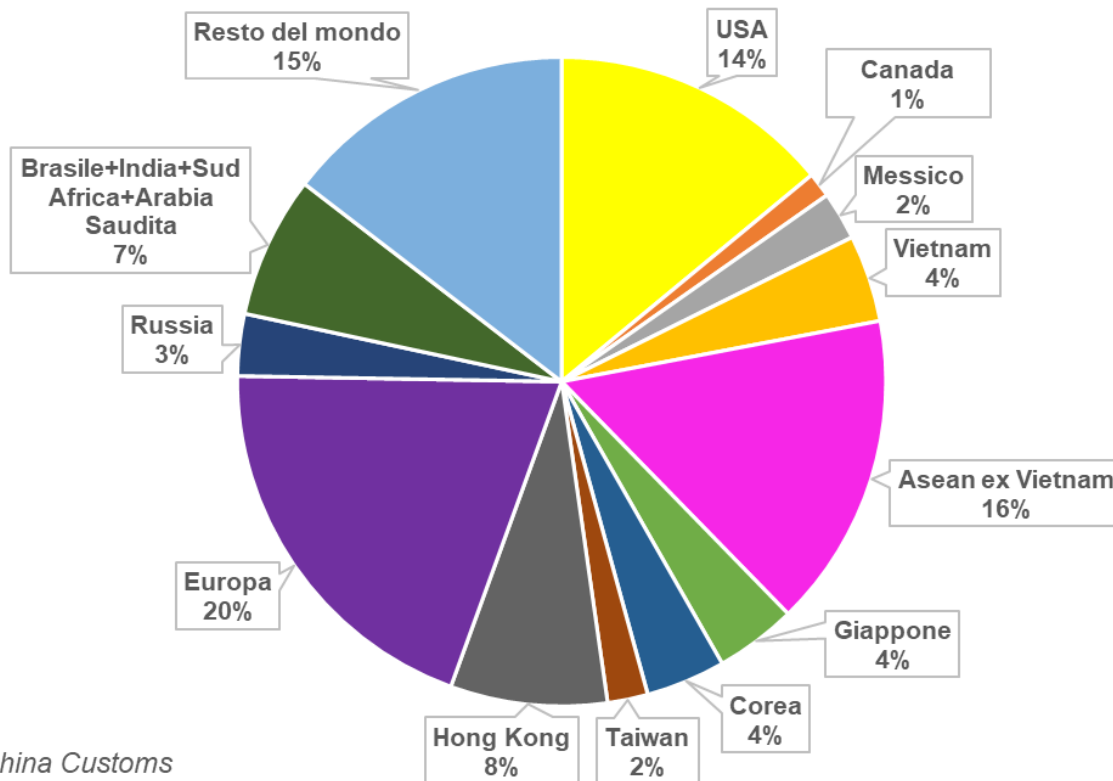


Fonte: National Bureau of Statistics

Il 14 aprile è stato pubblicato anche il dato sulla bilancia commerciale di marzo e le **esportazioni hanno sorpreso al rialzo le attese con una crescita nominale del 12.3% a/a dopo il calo del -2.9% di febbraio** che in base ai nostri calcoli si traduce in una crescita m/m del +10.8% dopo il -4.9% di febbraio. Nel primo trimestre, pertanto, le esportazioni sono cresciute del +1.5% rispetto al trimestre precedente, rallentando dal +5% dell'ultimo trimestre 2024. **Osservando le esportazioni per paese si osserva che c'è stato un rimbalzo delle esportazioni verso l'Unione Europea (+10.4% m/m in base ai nostri calcoli e dopo il -8.9% di febbraio) e verso gli USA (+9.3% dopo il -11% di febbraio)**. Nell'andamento delle esportazioni ancora non si vede l'effetto della prima tranche di aumento delle tariffe a partire dal mese di febbraio. L'accelerazione delle esportazioni è diffusa a tutte le categorie di beni ma in particolare ai beni di consumo (auto: +12.5% a/a dopo il -7.5% di febbraio) probabilmente in vista degli aumenti tariffari; tuttavia, risulta difficile valutare quanto sia dovuto ad un effetto di anticipo degli aumenti delle tariffe essendoci anche molta volatilità dovuta al Capodanno. **Deludenti invece le importazioni che sono diminuite del -4.3% a/a contro attese di consenso Bloomberg per un calo limitato a -2.1% a/a** e dopo essere cresciute dell'1.4% in febbraio. In base ai nostri calcoli le importazioni su base sequenziale in marzo sono diminuite del -5.4% m/m, dopo però un'accelerazione del +16.7% il mese precedente. La recente, inattesa, *escalation* della guerra commerciale tra USA e Cina ha portato ad un aumento delle tariffe sulle esportazioni verso gli USA al 145%, sebbene con qualche prodotto esente, e sulle importazioni dagli USA al 125%, rendendo di fatto non più profittevole lo scambio commerciale tra questi due paesi. La Cina ha dichiarato che ignorerà ulteriori rialzi delle tariffe da parte degli USA e a nostro avviso potrebbe rispondere con strumenti alternativi (riducendo le esportazioni delle terre rare piuttosto che cercando di ostacolare le importazioni di servizi). Nel corso del 2024, il settore estero è stato un importante fattore di sostegno alla crescita economica della Cina compensando la debolezza della domanda interna e la crisi del mercato immobiliare e il dato della bilancia commerciale suggerisce che il contributo della domanda estera netta dovrebbe essere stata positiva anche nel primo trimestre dell'anno in corso.

Esportazioni della Cina per destinazione (in % delle esportazioni totali, 2024)

**% esportazioni
sul PIL: 19%**



Fonte: China Customs

Per concludere, nonostante l'introduzione della prima tranche degli aumenti delle tariffe decisi dall'Amministrazione USA sulle importazioni dalla Cina, la crescita nel primo trimestre si è mantenuta solida e addirittura superiore alle attese di consenso. Il dato ha beneficiato dell'accelerazione delle esportazioni dovute all'affetto di anticipo in vista degli aumenti delle tariffe e delle politiche di sostegno dei consumi e degli investimenti messe in atto dal Governo. Tuttavia, nelle ultime settimane la guerra commerciale si è evoluta nel peggiore dei modi con il Governo cinese che non ha voluto cedere alle decisioni statunitensi imponendo a sua volta aumenti tariffari sulle importazioni dagli USA in un crescendo di ritorsioni che ha portato all'imposizione di tariffe stellari da entrambe le parti, anche tenendo conto dei prodotti esclusi dagli aumenti. L'impatto sulla crescita economica potrebbe essere significativo dato che le esportazioni verso gli USA rappresentano circa il 3.8% del PIL della Cina. **Abbiamo pertanto rivisto al ribasso le nostre attese di crescita per quest'anno in un primo momento dal 4.6% al 4.2% e ora a seguito della pubblicazione del dato di Q1, inferiore alle nostre attese, al 4.0% mentre per il 2026 la revisione è dal 4.0% al 3.6%.** L'incertezza resta elevatissima, i colpi di scena non sono mancati nei giorni scorsi; tuttavia, le relazioni tra USA e Cina resteranno tese nei prossimi mesi. Difficilmente l'obiettivo di crescita del 5% potrà essere raggiunto quest'anno in quanto la politica economica potrà compensare solo in parte l'impatto negativo delle tariffe. La riunione del Politburo a fine aprile potrebbe essere l'occasione per annunciare nuove misure a sostegno della crescita che dovrebbe riguardare soprattutto i consumi e gli investimenti. Anche la politica monetaria si affiancherà alla politica fiscale per sostenere la crescita attraverso 100 punti base di taglio del coefficiente di riserva obbligatoria quest'anno e 30 punti base di taglio dei tassi di interesse

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.