



Cina: In novembre deludono i consumi e gli investimenti, mentre resta solida la produzione industriale

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

I principali dati macroeconomici di novembre hanno messo in luce la fragilità della ripresa economica cinese con il rallentamento delle vendite al dettaglio e degli investimenti. Dall'altro lato, l'attività nel settore immobiliare ha continuato a migliorare, sebbene quasi esclusivamente nelle città grandi, e l'accelerazione della produzione industriale è stata in linea con le attese, debole invece l'andamento del credito, mentre persistono le pressioni deflazionistiche. **Tutto ciò conferma la necessità di proseguire con una politica economica espansiva a sostegno della crescita**, in linea con il messaggio giunto dalla *Central Economic Work Conference* (la conferenza annuale che discute e definisce le principali strategie di politica economica per l'anno successivo) che si è tenuta l'11 e il 12 dicembre scorso. Entro la fine dell'anno continuiamo ad attenderci un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria e dei tassi di interesse, perché così era stato preannunciato a fine settembre. Resta il dubbio che gli sforzi per stabilizzare il settore immobiliare, settore chiave per la ripresa della fiducia dei consumatori, siano sufficienti. La direzione della politica economica è chiara, ma il punto è se l'impulso delle politiche adottate finora sia in grado di compensare le forze negative che pesano sulla crescita a cui si è recentemente aggiunto il rischio dell'aumento delle tariffe da parte degli USA sulle importazioni dalla Cina e che potrebbe essere di portata rilevante.

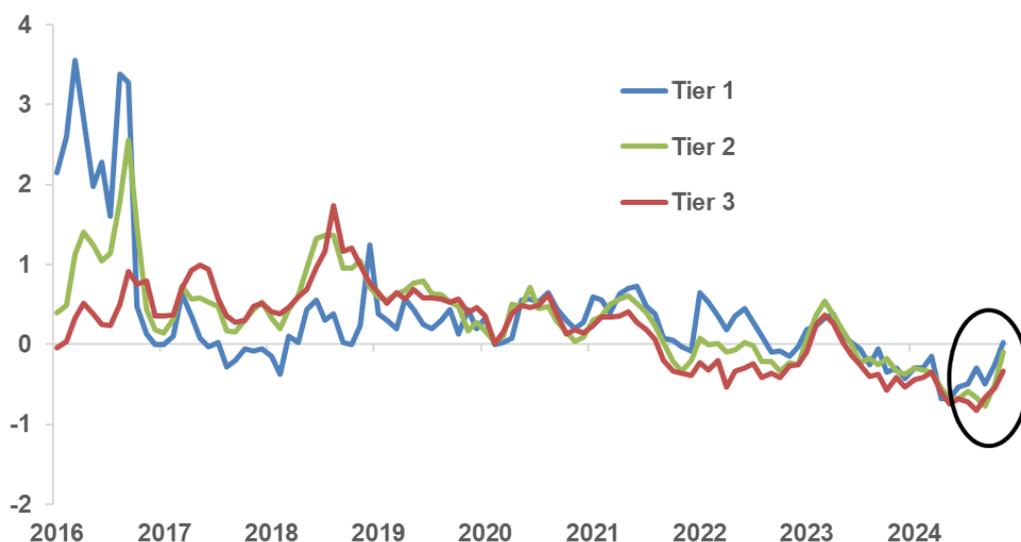
Confermiamo le nostre attese di un'accelerazione della crescita nel trimestre in corso dal 3.6% al 6.5% annualizzato che permetterebbe così di chiudere quest'anno con una crescita media pari al 4.8% dopo il 5.2% del 2023.

Andiamo ad analizzare ora i dati di ottobre in maggior dettaglio:

- **La crescita della produzione industriale ha accelerato in novembre dal 5.3% a/a al 5.4%, risultando in linea con le attese di consenso.** Secondo i dati ufficiali su base sequenziale la produzione avrebbe accelerato rispetto al mese di ottobre, mostrando una crescita dello 0.46% m/m dopo lo 0.41% del mese precedente, mentre in base ai nostri calcoli la crescita sequenziale ha accelerato dallo 0.4% allo 0.6%, con la media dei mesi di ottobre e novembre dell'1.3% superiore rispetto alla media di Q3. **L'accelerazione del settore manifatturiero è stata trainata dalla produzione di auto che ha continuato ad accelerare dal 6.2% a/a al 12% beneficiando dei sussidi da parte del Governo.** Ha invece corretto la produzione di computer e altri prodotti elettronici ma rimanendo su livelli di crescita elevati (+9.3% a/a).
- **La crescita degli investimenti ha rallentato dal 3.4% al 2.4% a seguito del rallentamento di tutti i settori con l'eccezione del settore immobiliare dove però la crescita resta profondamente negativa.** Gli investimenti nel settore manifatturiero hanno rallentato dal 10% a/a al 9.3% a/a mentre gli investimenti nel settore delle infrastrutture hanno rallentato dal 5.8% al 3.3% nonostante l'accelerazione nelle emissioni di titoli obbligazionari dei governi locali. L'andamento potrebbe riflettere la variazione nell'utilizzo delle obbligazioni speciali come, per esempio, per

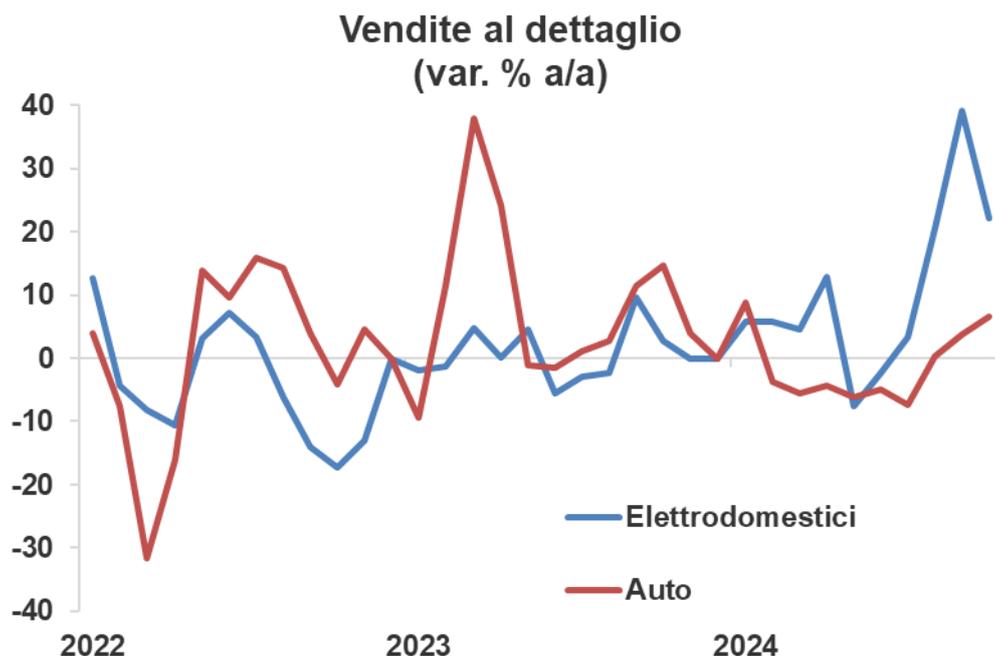
sostenere lo swap del debito dei governi locali e per la riduzione delle scorte nel settore immobiliare piuttosto che per finanziare progetti infrastrutturali. Persiste la contrazione degli investimenti nel settore immobiliare (ormai dalla fine del 2021 con l'eccezione del mese di febbraio 2022) che ha tuttavia mostrato un leggero miglioramento dal -12.4% al -11.5%. Si conferma anche il divario tra gli investimenti del settore privato in flessione ormai dal mese di agosto (-0.4% a/a in novembre) e quelli del settore pubblico in lieve rallentamento dal 6.2% al 6.1% ma che rimane comunque su ritmi elevati. **In merito al settore immobiliare l'ultimo ciclo di misure espansive adottate dal Governo ha condotto ad un miglioramento dell'attività che è proseguita anche nel mese di novembre sebbene principalmente presso le grandi città (Tier-1).** La crescita della superficie venduta è tornata in positivo per la prima volta dall'inizio del 2023 (+4.2% a/a da -0.5%) mentre si è registrato un peggioramento dei nuovi cantieri riflettendo la maggior attenzione rivolta al progetto di riduzione delle scorte. Un peggioramento significativo si è visto anche nel dato della superficie completata, da -19.6% a -38.9% indicando un progresso limitato nell'indirizzare i fondi verso il completamento dei progetti già iniziati. Il punto chiave è se la ripresa sia sostenibile nel lungo periodo e se possa diffondersi anche verso le città più piccole (Tier-2 e 3). **Le politiche di riduzione delle scorte di case si conferma necessaria per ripristinare la stabilità dei prezzi alla luce dell'eccesso di offerta al di fuori delle città grandi.** Finora l'attuazione di queste misure è stata piuttosto lenta e senza l'annuncio di nessun ulteriore intervento nella Conferenza annuale (CEWC) resta da sperare che la decisione di permettere l'utilizzo dei titoli obbligazionari dei governi locali per acquistare le scorte di case invendute, possa accelerare il processo.

Prezzi delle case
(var. % m/m)



Fonte: National Bureau of Statistics

- La principale sorpresa negativa dei dati di novembre è giunta delle vendite al dettaglio** che con un rallentamento della crescita dal 4.8% a/a al 3% ha deluso profondamente le attese di consenso (Bloomberg: 5.0%), mostrando il permanere della debolezza dalla domanda. Scomponendo il dato per categorie le vendite di auto sono rimaste robuste con un'accelerazione dal 4% al 7% a/a, si è invece ridotto l'effetto dei sussidi sugli elettrodomestici dove le vendite hanno rallentato dal 39% al 22%. Il rimbalzo di ottobre, determinato in buona parte dalla politica di sostituzione con prodotti più aggiornati adottata dal Governo, non è durato. Come già sottolineato, infatti, affinché la ripresa dei consumi sia duratura è necessaria la stabilizzazione del mercato immobiliare e dei redditi. Una speranza è stata accesa dalla Conferenza Annuale dove si è parlato di una politica a sostegno della crescita più focalizzata sullo stimolo della domanda interna e dei consumi. Si tratta ora di capire in che misura alle parole seguiranno i fatti e quale sarà l'ampiezza di questo stimolo.



Fonte: National Bureau of Statistics

- Il dato sulla bilancia commerciale di novembre pubblicato la scorsa settimana ha mostrato una correzione delle esportazioni dopo il balzo di ottobre. Le esportazioni sono infatti cresciute del 6.7% a/a (deludendo le attese di consenso Bloomberg di un rallentamento limitato all'8.7%) che in base ai nostri calcoli si traduce in una contrazione del -2.3% m/m dopo il balzo del 5.3% di ottobre. Analizzando la scomposizione per destinazione, le esportazioni verso gli USA sono cresciute del +1% m/m dopo il balzo del 4.4% del mese precedente e sono cresciute anche verso il Giappone e i paesi Asean mentre sono diminuite verso l'Area Euro (-5.0% in base ai nostri calcoli). Le importazioni sono invece diminuite per il secondo mese consecutivo registrando un -3.9% a/a in novembre (consenso Bloomberg: +0.9%) dopo il calo del -2.3% di ottobre. In base ai nostri calcoli su base sequenziale le importazioni sono diminuite del -2.9% m/m dopo la crescita del +1.2% di ottobre con il trend sottostante che si conferma negativo e pari a -3.2% annualizzato. Le importazioni da processare che rappresentano il 15.1% del totale delle importazioni del 2023 sono diminuite per il settimo mese consecutivo su base sequenziale mentre le importazioni ordinarie, più legate all'andamento della domanda interna, sono diminuite per il secondo mese consecutivo mostrando un -1.2% m/m in novembre dopo il -1.9% di ottobre. **Analizzando la scomposizione per paesi si nota il calo del -22.7% m/m delle importazioni verso gli USA dopo la crescita del +3.9% in ottobre, in base ai nostri calcoli.** In merito all'*outlook* per il 2025, il potenziale aumento delle tariffe rappresenta il principale fattore di rischio sulla crescita delle esportazioni. Il nostro scenario centrale per il momento non contempla un aumento delle tariffe al 60% sulle esportazioni cinesi verso gli USA (in questo caso l'impatto negativo sulla crescita sarebbe significativo ed in prima approssimazione almeno del -2%), che rappresenta però uno scenario di rischio. Ci attendiamo invece un aumento medio delle tariffe del 15-20%, con un impatto sulla crescita di -0.7% mitigato al -0.3% circa per le politiche di compensazione che adotterà il Governo cinese. In base agli ultimi sviluppi, il presidente Trump ha annunciato l'imposizione di un ulteriore 10% di dazi sulle tariffe esistenti sui prodotti cinesi e di un ulteriore 25% sui prodotti provenienti dal Messico e dal Canada. Inoltre lo scorso 29 novembre il dipartimento del commercio USA ha annunciato l'imposizione delle tariffe sulle importazioni di pannelli solari provenienti dalle nazioni del Sud-Est Asiatico, mentre all'inizio di dicembre l'amministrazione Biden ha aggiunto 140 aziende cinesi di semiconduttori, comprese filiali in Giappone, Corea del Sud e Singapore alla "*Entity list*" (vale a dire un elenco di restrizioni commerciali pubblicato dal dipartimento del commercio USA) con l'obiettivo di impedire a tali aziende l'utilizzo di tecnologie statunitensi per avanzare nei settori dei semiconduttori e dell'intelligenza artificiale che potrebbero essere utilizzate per scopi militari. La risposta della Cina**

non si è fatta attendere ed infatti il Governo ha annunciato il blocco delle esportazioni verso gli USA di gallio, germanio e antimonio, materiali critici per la produzione dei semiconduttori.

Nell'ultima riunione il Politburo ha inviato segnali verbali piuttosto importanti sulla possibilità di nuove politiche di stimolo. I principali elementi di novità sono stati: **la politica anticiclica è diventata una politica anticiclica "non convenzionale" (termine mai usato prima)**, **la politica fiscale proattiva è stata rinforzata con ancor più proattiva**, **la politica monetaria da prudente è diventata "moderatamente accomodante"**. Questo ultimo è un cambiamento significativo soprattutto perché si tratta del primo dopo 14 anni. L'attesa conferenza annuale *Central Economic Work Conference*, che si è tenuta a Pechino l'11 e il 12 dicembre e che indica i principali obiettivi economici e i piani di politica economica per il 2025, ha ampiamente ripreso quanto già dichiarato nell'incontro del Politburo di dicembre. Come al solito non sono stati pubblicati gli obiettivi di crescita o il deficit fiscale che saranno invece resi noti all'incontro del partito comunista in marzo. Possiamo sintetizzare l'esito della Conferenza nei seguenti punti: 1) una politica fiscale "più proattiva" con un maggiore deficit fiscale, più ampia emissione di titoli speciali del governo centrale e dei governi locali e un miglioramento della struttura di spesa; 2) una politica monetaria "moderatamente espansiva" con più tagli della riserva obbligatoria e dei tassi di interesse e con l'adozione di misure per stabilizzare il mercato finanziario e quello immobiliare, maggior sostegno ai consumi come una priorità attraverso un ampliamento della politica di "sostituzione" dei beni e miglioramento delle pensioni e della sanità. **L'obiettivo prioritario è la "stabilizzazione della crescita" attraverso lo stimolo della domanda interna con politiche maggiormente proattive, mettendo al primo posto la "rivitalizzazione del consumo delle famiglie"**. In particolare, il Governo ha messo in luce i suoi obiettivi complessivi: il raggiungimento di una crescita e occupazione stabile e una ragionevole ripresa dell'inflazione. In sintesi, è emersa una maggiore determinazione nell'attuare politiche economiche volte a stabilizzare la crescita sebbene molti dettagli ancora non siano stati svelati.

Complessivamente i dati di novembre mettono in luce la fragilità della ripresa economica cinese e di quanto sia necessario il sostegno da parte della politica economica ancora più oggi che sappiamo essere alla vigilia di una guerra commerciale. **Ci attendiamo una crescita robusta sia nel trimestre in corso sia nel prossimo per l'effetto di anticipo sulle esportazioni, seguito poi da un rallentamento marcato nella seconda parte dell'anno a causa degli aumenti tariffari.**

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.