

Allianz Research | 07 Febbraio 2024

# Cina: tenere sveglio il drago

Françoise, Anò, Yao, Nikhil

## Executive summary

- **Con i motori del settore immobiliare e degli investimenti esteri in affanno, la Cina ha un disperato bisogno di nuovi motori di crescita.** Il settore immobiliare è passato da eroe a zero dalla metà del 2021: Secondo le nostre stime, lo sviluppo immobiliare ha registrato un -26% rispetto al trend pre-pandemia. Ma anche le prospettive a lungo termine sono negative, con una popolazione in rapido invecchiamento e contrazione e un'urbanizzazione in rallentamento. Nel frattempo, gli investimenti esteri in Cina hanno iniziato ad attenuarsi per ragioni tattiche di breve termine, ma anche fattori strutturali di lungo periodo, come il rallentamento della crescita, le barriere normative e il peggioramento della geopolitica, stanno riducendo l'attrattiva dell'economia per gli investitori stranieri.
- **Il lato positivo è che le esportazioni continuano ad andare a gonfie vele e la Cina rimane un fornitore fondamentale per il mondo.** Anche se le esportazioni non saranno più uno dei principali motori della crescita, il ruolo della Cina come fornitore critico sembra immutato. Il numero di importazioni per le quali la Cina è un fornitore critico è aumentato nel tempo e tra i principali importatori mondiali. L'intensità delle dipendenze critiche dalla Cina varia a seconda degli importatori, con gli Stati Uniti che sono i più esposti: quasi il 50% delle loro importazioni dalla Cina sono dipendenze critiche. Inoltre, è chiaramente visibile uno spostamento della concentrazione delle dipendenze critiche verso settori a più alto valore aggiunto, soprattutto per quanto riguarda le importazioni dell'UE dalla Cina. Di conseguenza, la forte posizione della Cina nella catena di approvvigionamento globale continuerà a fornire un certo sostegno alla crescita.
- **In prospettiva, l'obiettivo è che l'industria manifatturiera a più alto valore aggiunto, come le "Nuove Tre" industrie dei veicoli elettrici, delle batterie e dei prodotti a energia solare, diventi il principale motore della crescita.** Le auto cinesi hanno conquistato il mondo in pochi anni, grazie alla rapida espansione dei veicoli elettrici (EV) che hanno determinato una crescita significativa delle vendite di auto sia a livello nazionale che internazionale. Nonostante il recente rallentamento della domanda globale, ci aspettiamo che i veicoli elettrici rimangano il punto di forza del settore automobilistico nell'ambito della transizione ecologica in corso, e il rapporto qualità-prezzo è il vantaggio principale che pone i produttori cinesi di veicoli elettrici in prima linea. Il dominio cinese è forte anche nel settore delle batterie, con quasi il 56% della quota di mercato globale delle batterie per veicoli elettrici. Ha compiuto notevoli progressi anche nel settore delle energie rinnovabili, con oltre l'80% della capacità produttiva globale di moduli solari e più dell'80% delle esportazioni di celle solari. Ma se la Cina sembra ben posizionata in questi settori emergenti, il suo attuale dominio e la sua crescita futura potrebbero essere messi alla prova dalla guerra dei chip, dal protezionismo, dalle tensioni geopolitiche e dal rischio di creare altre situazioni di eccesso di capacità, scorte e leva finanziaria.
- **Tuttavia, la Cina si sta dirigendo verso una crescita tendenziale più bassa.** Ora prevediamo che l'economia cinese crescerà in media del +3,9% nel periodo 2025-2029. Questo dato si confronta

con le previsioni del +5% prima dello scoppio della pandemia di Covid-19 e del +4,5% prima della crisi immobiliare. Nel nostro scenario di base, non vediamo una giapponesizzazione dell'economia cinese, in parte grazie a importanti differenze nella crescita della classe media e nei progressi dell'urbanizzazione. Tuttavia, i politici cinesi devono urgentemente ripristinare la fiducia dei consumatori, mettere in atto politiche a lungo termine incentrate sui consumatori e liberare l'elevato livello di risparmio precauzionale.

## La Cina ha bisogno di nuovi motori di crescita

**L'economia cinese ha più che mai bisogno di nuovi motori di crescita.** Questo decennio è stato finora difficile per la Cina, con l'effetto di rigide misure di controllo della pandemia, un settore immobiliare in affanno e un contesto geopolitico più teso. L'economia ha più o meno retto, in parte grazie a politiche pubbliche accomodanti. Ma nei prossimi anni sarà necessario un maggiore sostegno politico per gestire gli aggiustamenti strutturali dell'economia e ristabilire la fiducia dei consumatori e delle imprese. Ciò avverrà probabilmente sotto forma di misure di stimolo temporaneo (ad esempio, progetti infrastrutturali, tagli ai tassi di interesse e altro), ma anche di politiche industriali con effetti auspicabilmente più duraturi, con l'obiettivo di sviluppare settori che diventino nuovi motori di crescita, dato che alcuni dei vecchi motori dell'economia - in particolare il settore immobiliare e gli investimenti esteri - stanno perdendo colpi.

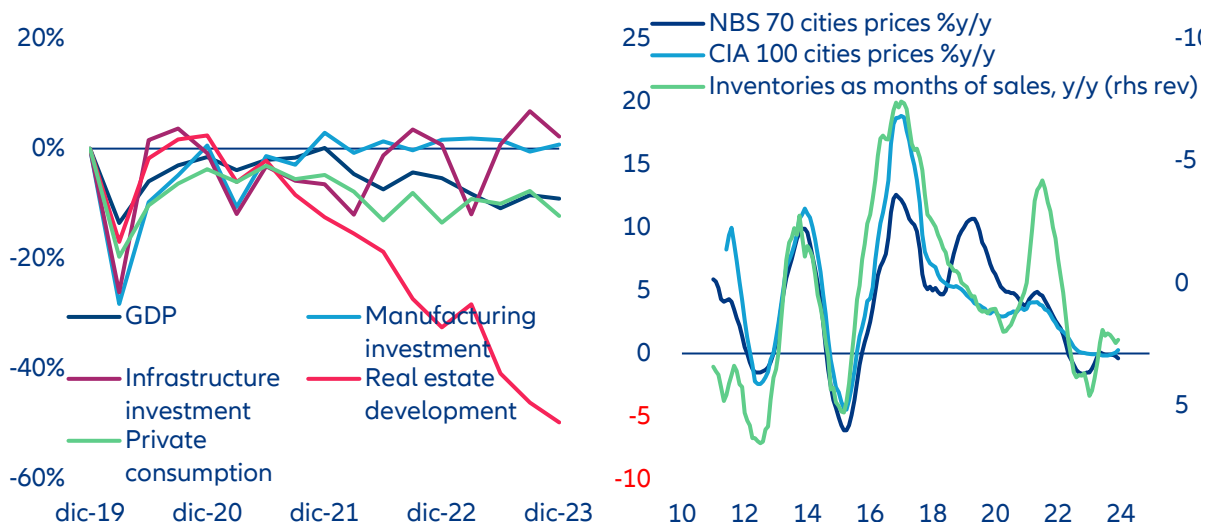
### Il settore immobiliare: da eroe a nullità

**Il settore immobiliare è stato quello che ha registrato una netta sottoperformance a partire dalla metà del 2021.** Il mercato immobiliare cinese è molto orientato alle politiche ed è stato un importante motore di crescita negli anni 2010, rappresentando circa il 30% dell'attività economica cinese (compresi i collegamenti a monte e a valle). Diversi cicli di stimoli hanno portato a scorte elevate, a un forte indebitamento e a situazioni simili a bolle in alcuni mercati. Per contenere i rischi, nella seconda metà del 2020 le autorità di regolamentazione cinesi hanno messo in atto la politica delle "tre linee rosse", creando notevoli vincoli di liquidità per alcuni sviluppatori immobiliari e dando il via a una crisi tuttora in corso. Secondo le nostre stime, dal 2021 lo sviluppo immobiliare ha registrato un -26% rispetto al trend pre-pandemia (Figura 1). Questo dato si confronta con il -2% degli investimenti in infrastrutture, mentre gli investimenti nel settore manifatturiero sono stati in linea con il trend pre-pandemia nel periodo 2021-2023. Le attività legate al settore immobiliare hanno registrato una netta sottoperformance, ma è interessante notare anche alcune tendenze di fondo: Nel 2023, le realizzazioni residenziali sono state pari a 724 milioni di metri quadrati (+16% a/a), superando per la prima volta il volume degli avvii di abitazioni (693 milioni di metri quadrati, -21% a/a). Ciò ha contribuito a ridurre le scorte e a stabilizzare i prezzi a livello nazionale (Figura 1). La crescita più dinamica dei completamenti è stata il risultato degli sforzi dei politici per garantire la consegna degli alloggi pre-venduti, nel tentativo di ripristinare la fiducia degli acquirenti nel mercato immobiliare. Sebbene gli avvii di abitazioni molto deboli dalla metà del 2021 potrebbero in ultima istanza portare a un crollo dei completamenti e mantenere una pressione al ribasso sulla crescita economica complessiva della Cina, la crisi in corso potrebbe rappresentare un necessario aggiustamento verso un mercato immobiliare a bassa crescita ma più sostenibile.

Figura 1 - Sottoperformance del settore immobiliare dal 2021

Distanza dal trend pre-pandemico

Prezzi delle abitazioni e scorte



Fonti: statistiche nazionali, Allianz Research

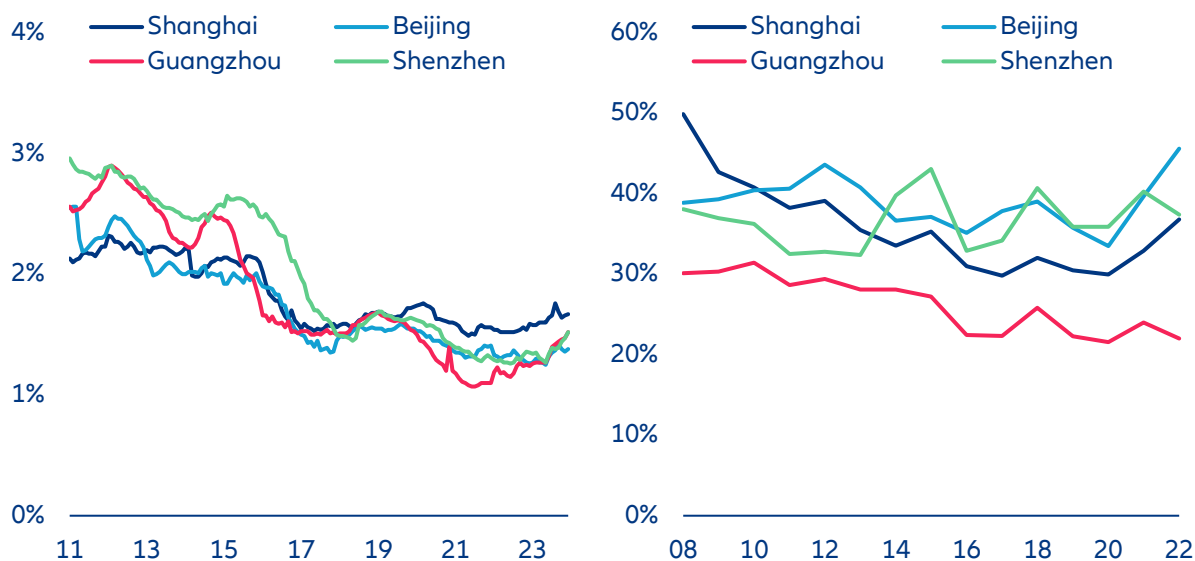
**Oltre alla crisi in atto, il rapido invecchiamento e la contrazione della popolazione, uniti al rallentamento dell'urbanizzazione, frenano la crescita a lungo termine del settore immobiliare.** La popolazione cinese ha raggiunto il picco di 1,41 miliardi nel 2021, un punto di svolta che è arrivato quasi un decennio prima di quanto previsto dalle Nazioni Unite. Nonostante la fine della pluridecennale "politica del figlio unico" nel 2016 e l'introduzione di incentivi alla natalità, il tasso di fertilità è crollato da 1,8 nel 2017 a 1,2 nel 2023. È improbabile che questa tendenza si inverta e potrebbe addirittura accelerare, dato che gli sforzi del governo appaiono al momento inefficaci. Inoltre, il rapido calo della popolazione in età lavorativa, che rappresenta il principale gruppo di acquirenti di case, e il rallentamento dell'urbanizzazione, che si attesterà al 66% nel 2023 e crescerà a un tasso annuale inferiore a +1pp dal 2021, indicano un indebolimento della domanda che difficilmente sosterrà la crescita a lungo termine del settore immobiliare.

**Anche per le città Tier 1, sostenute da una domanda più robusta, la combinazione di bassi rendimenti da locazione, alti livelli di affitto e prospettive più fosche per il mercato immobiliare suggeriscono un limitato rialzo dei valori immobiliari.** Il lungo boom del mercato immobiliare cinese ha alimentato acquisti speculativi diffusi, date le limitate scelte di investimento per gli investitori nazionali e le prospettive rialziste sui prezzi delle abitazioni. Ciò è particolarmente evidente nelle città Tier 1, dove i prezzi degli alloggi hanno subito aumenti multipli negli ultimi due decenni e i rendimenti lordi degli affitti sono rimasti a lungo al di sotto del 2%, molto più bassi rispetto a quelli dei colleghi internazionali. I livelli di affitto, d'altra parte, rimangono costantemente elevati rispetto ai redditi, nonostante una lenta tendenza al ribasso nell'ultimo decennio. Ipotizzando 20 metri quadrati di spazio abitativo per persona, stimiamo che gli affitti rappresentino attualmente il 22% e il 35%-45% del reddito disponibile a Guangzhou e in altre città di livello 1, in calo rispetto al 30% e al 40%-50% del 2008, ma ancora notevolmente elevati. L'ultima indagine trimestrale della PBOC mostra che la percentuale di intervistati che si aspettano ulteriori aumenti dei prezzi delle abitazioni è scesa dal recente picco del 25,5% nel giugno 2021 al 15,9% nel giugno 2023. Se gli investitori continueranno a perdere fiducia nel mercato immobiliare, saranno meno incentivati a puntare su immobili a basso rendimento. In questo contesto, ci aspettiamo un limitato rialzo dei valori immobiliari e una riduzione delle attività di acquisto speculativo in futuro.

Figura 2 - Mercato degli affitti nelle città Tier 1

Rendimento locativo lordo del residenziale nelle città Tier 1

Stima dell'affitto in % del reddito disponibile nelle città Tier 1



Fonti: Ufficio Nazionale di Statistica, Centalin Property, Wind, calcolato da Allianz Research

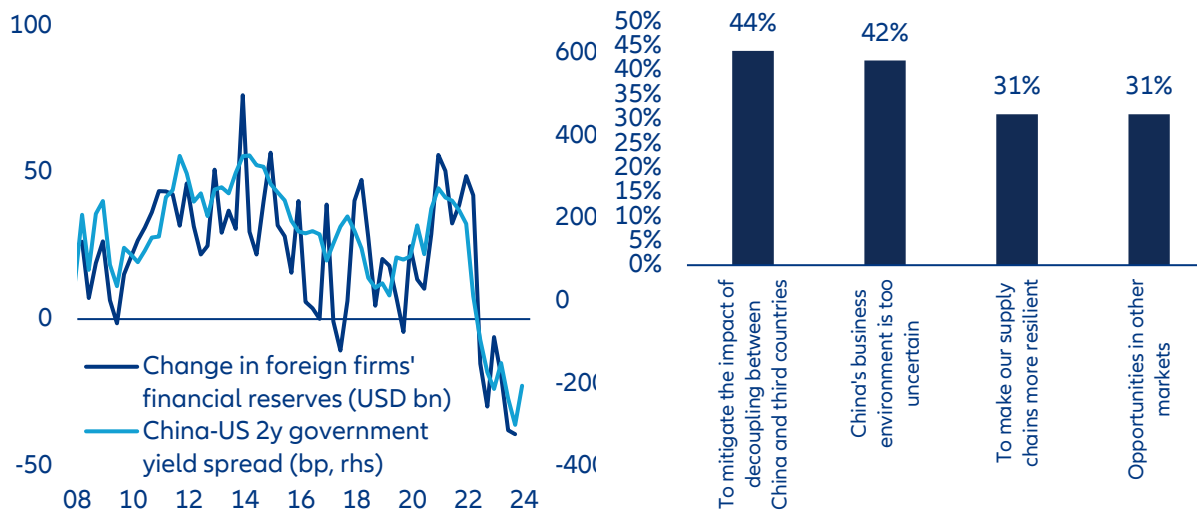
### Investimenti esteri: sono in gioco fattori tattici a breve termine e strutturali a lungo termine

**Il rallentamento della crescita, le barriere normative e il peggioramento della geopolitica rendono la Cina meno attraente.** I dati della bilancia dei pagamenti pubblicati dalla State Administration of Foreign Exchange (SAFE) hanno mostrato che gli investimenti diretti esteri in Cina sono diventati negativi nel terzo trimestre del 2023 per la prima volta nella storia. Riteniamo che siano in gioco sia fattori strutturali che tattici di breve periodo. Infatti, la misura SAFE degli investimenti diretti esteri tiene conto degli investimenti effettivamente utilizzati e delle variazioni delle riserve finanziarie delle imprese estere in Cina. In un contesto di politiche monetarie divergenti, il differenziale tra i rendimenti governativi cinesi e statunitensi a due anni è diventato negativo per la prima volta dal 2007. Di conseguenza, mentre le imprese straniere con sede in Cina tendevano a mantenere i loro guadagni all'interno del sistema finanziario cinese a più alto rendimento, hanno scelto di rimandare i loro guadagni all'estero quando i rendimenti sono diventati più interessanti, portando a variazioni negative nelle riserve finanziarie delle imprese straniere (Figura 3) e negli investimenti diretti esteri complessivi, come riportato dalla SAFE. Gli investimenti esteri utilizzati sono infatti rimasti positivi fino al 2023. Tuttavia, sono in gioco anche fattori strutturali che rendono la Cina meno attraente come destinazione per il denaro straniero: rallentamento della crescita, barriere normative e peggioramento della geopolitica. Nell'indagine sul clima aziendale 2023 della Camera di Commercio Americana in Cina, il 45% degli intervistati ritiene che il contesto degli investimenti in Cina si stia deteriorando, rispetto al 16% della media delle indagini 2018-2021. Nell'indagine sulla fiducia delle imprese della Camera di commercio europea in Cina per il 2023, le principali sfide per le imprese sono: il rallentamento dell'economia cinese (36%), il rallentamento dell'economia globale (29%) e la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina (24%). Mentre almeno il 60% di entrambe le indagini afferma che aumenterebbe gli investimenti in Cina se avesse un maggiore accesso al mercato, oltre il 10% dichiara di aver già spostato gli investimenti dalla Cina verso altri mercati o di aver avviato il processo di delocalizzazione della produzione o dell'approvvigionamento al di fuori della Cina.

Figura 3 - Investimenti esteri in Cina

Spread di rendimento Cina-USA vs. variazione delle riserve finanziarie delle imprese estere in Cina

Indagine sulla fiducia delle imprese della Camera di commercio dell'UE in Cina per il 2023: motivi principali per spostare gli investimenti attuali o previsti in Cina verso altri mercati\*



\* Questa domanda è stata posta solo agli intervistati che hanno dichiarato di aver già trasferito altrove gli investimenti in Cina o di stare pensando di farlo. Altre ragioni non incluse nel grafico sono: Le misure di Covid-19 della Cina hanno reso gli affari troppo difficili (29%), Per essere più vicini ai clienti (27%), Per ridurre i costi (26%), A causa dei rischi di reputazione di fare affari in Cina (21%), Per approfittare degli accordi di libero scambio (18%), A causa della mancanza di capacità dei decisori di visitare la Cina (14%), L'apertura del mercato in Cina era troppo poco e troppo tardi (13%) e Per approfittare degli incentivi governativi (5%).

Fonti: statistiche nazionali, Camera di Commercio dell'Unione Europea in Cina, Allianz Research

## Domanda estera: Il ruolo della Cina come fornitore critico garantisce la forza delle esportazioni

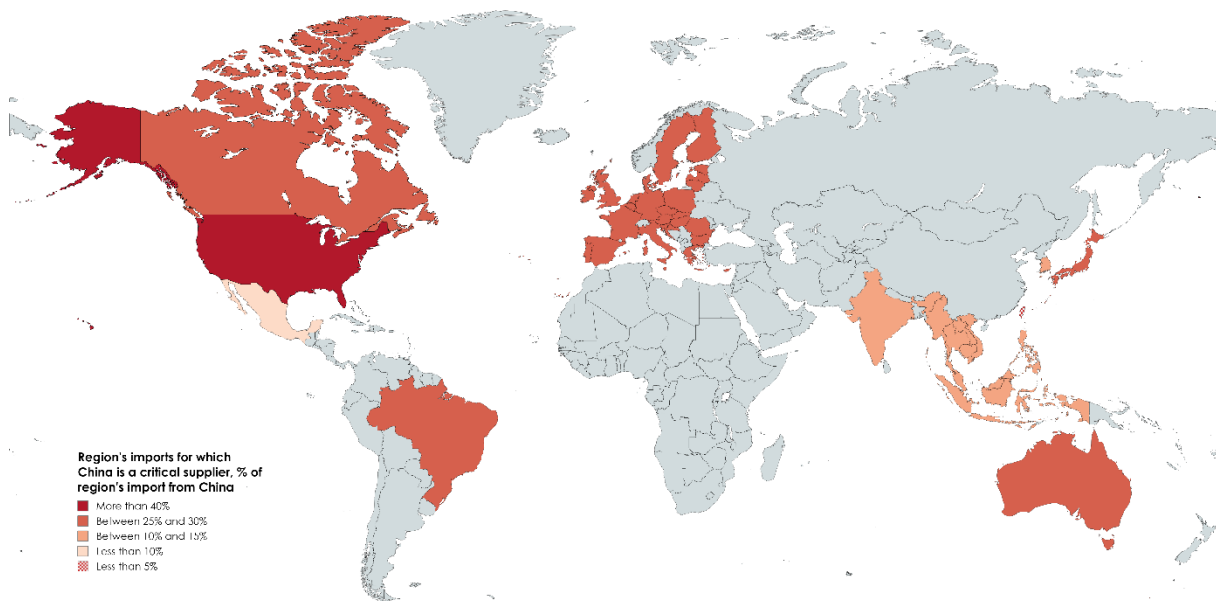
**Nonostante tutti i cambiamenti del contesto geopolitico, il ruolo della Cina come fornitore critico è rimasto invariato.** In mezzo ai dibattiti su friendshoring e nearshoring, rivediamo la nostra analisi del ruolo della Cina come fornitore critico per i principali importatori del mondo. Abbiamo ampliato l'ampio set di dati sui flussi commerciali bilaterali nel tempo e tra le diverse aree geografiche, il che ci permette di esaminare l'evoluzione dinamica delle dipendenze critiche. La nostra definizione di fornitore critico e di dipendenza critica, utilizzando l'esempio delle esportazioni cinesi negli Stati Uniti, è la seguente: La Cina è definita fornitore critico del prodotto "X" (la dipendenza critica) per gli Stati Uniti se sono soddisfatti tutti i seguenti criteri:

1. Gli Stati Uniti sono un importatore netto del prodotto "X".
2. Oltre il 50% delle importazioni statunitensi del prodotto "X" proviene dalla Cina.
3. La quota di mercato globale delle esportazioni cinesi del prodotto "X" supera il 50%.

**Il numero di importazioni per le quali la Cina è un fornitore critico è aumentato nel tempo e tra i principali importatori mondiali.** Nel periodo di 20 anni compreso tra il 2003 e il 2022, il numero di dipendenze critiche dalla Cina è aumentato di oltre 5 volte e 6 volte, raggiungendo rispettivamente 280 e 385 per gli Stati Uniti e l'UE. Allo stesso tempo, anche le economie che beneficerebbero del friendshoring sembrano mostrare una crescente dipendenza dalla Cina, in particolare le economie dell'ASEAN, con 369 prodotti con dipendenze critiche nel 2022 (un aumento di oltre 10 volte rispetto al 2003) e il Messico, con 320 prodotti (un aumento di 12 volte).

**L'intensità delle dipendenze critiche dalla Cina varia tra gli importatori, con gli Stati Uniti che sono i più esposti: quasi il 50% delle loro importazioni dalla Cina sono dipendenze critiche.** Gli Stati Uniti presentano un numero maggiore di dipendenze critiche rispetto all'UE rispetto alle loro importazioni totali dalla Cina (45% contro 30%), evidenziando il fatto che sarà difficile sostituire quasi il 50% delle importazioni statunitensi dalla Cina. Nel complesso, sembra esserci un modello di divergenza tra le economie emergenti e sviluppate, con almeno il 30% delle importazioni dalla Cina come dipendenze critiche per le economie sviluppate (con la Corea del Sud e Taiwan come eccezioni), e meno del 15% delle importazioni dalla Cina come dipendenze critiche per le economie emergenti (con il Brasile come eccezione) nel 2022 (Figura 4).

Figura 4 - Mappa della dipendenza critica regionale\* dalla Cina nel 2022, rispetto alle importazioni totali della regione dalla Cina



Created with mapchart.net

\* Le regioni includono i principali importatori mondiali che rappresentano il 70% delle importazioni globali.  
 Fonti: Stime di Allianz Research basate su dati ITC.

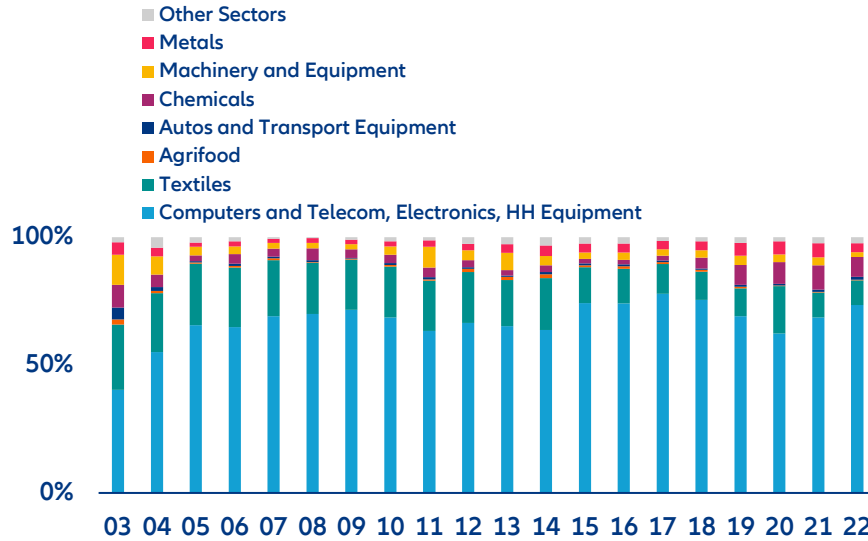
**In termini di numero di dipendenze critiche importate dalla Cina, il settore tessile domina...** La Cina presenta punti di forza in quattro settori chiave: tessile, computer e telecomunicazioni, elettronica e apparecchiature per la casa. Ma nell'ultimo decennio il numero di dipendenze critiche si è concentrato nel settore tessile. Negli Stati Uniti, ad esempio, tra il 2010 e il 2019, il settore tessile è stato al primo posto e ha rappresentato una media annuale del 35% del numero totale di dipendenze critiche importate dalla Cina. I settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica e delle apparecchiature domestiche si sono classificati al secondo posto e hanno rappresentato una media annuale del 24% nello stesso periodo. Queste cifre sono relativamente simili per l'UE, con i prodotti tessili che rappresentano il 34% e i settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica e delle apparecchiature domestiche che rappresentano il 22% nello stesso periodo. Tuttavia, negli ultimi anni la concentrazione settoriale delle dipendenze critiche sembra essersi spostata verso i settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica e delle apparecchiature domestiche. Ad esempio, se si considera il numero di dipendenze critiche nelle importazioni statunitensi dalla Cina per settore, il settore tessile ha registrato un calo da 81 nel 2013 a 64 nel 2022, mentre è aumentato da 57 nel 2013 a 82 nel 2022 nei settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica e delle apparecchiature per la casa.

**...Tuttavia, è chiaramente visibile uno spostamento della concentrazione delle dipendenze critiche verso settori a più alto valore aggiunto, soprattutto per quanto riguarda le importazioni dell'UE dalla Cina.**

Mentre l'industria tessile domina in termini di numero di dipendenze critiche per settore, i computer e le telecomunicazioni, l'elettronica e le apparecchiature per la casa dominano chiaramente in termini di valore delle dipendenze critiche (Figura 5). Negli Stati Uniti, questi settori hanno rappresentato quasi il 74% del valore totale delle importazioni di dipendenze critiche dalla Cina nel 2022, rispetto al 40% del 2003. D'altro canto, il settore tessile rappresenta solo il 10% del valore totale delle dipendenze critiche nel 2022, rispetto al 26% del 2003. Il cambiamento nella concentrazione settoriale della dipendenza critica dell'UE dalla Cina è più evidente: il valore delle dipendenze critiche nei settori dei computer e delle telecomunicazioni, dell'elettronica e delle apparecchiature per la casa rappresenterà il 73% del valore totale nel 2022 (un aumento massiccio rispetto al 16% del 2003), mentre il settore tessile rappresenterà solo il 12% (un calo massiccio rispetto al 57% del 2003). Queste cifre dimostrano che la Cina ha risalito la catena del valore aumentando la sua dipendenza da settori sofisticati come i computer e le telecomunicazioni, l'elettronica e le apparecchiature domestiche e riducendo la sua dipendenza da settori manifatturieri a basso valore aggiunto come il settore tessile.

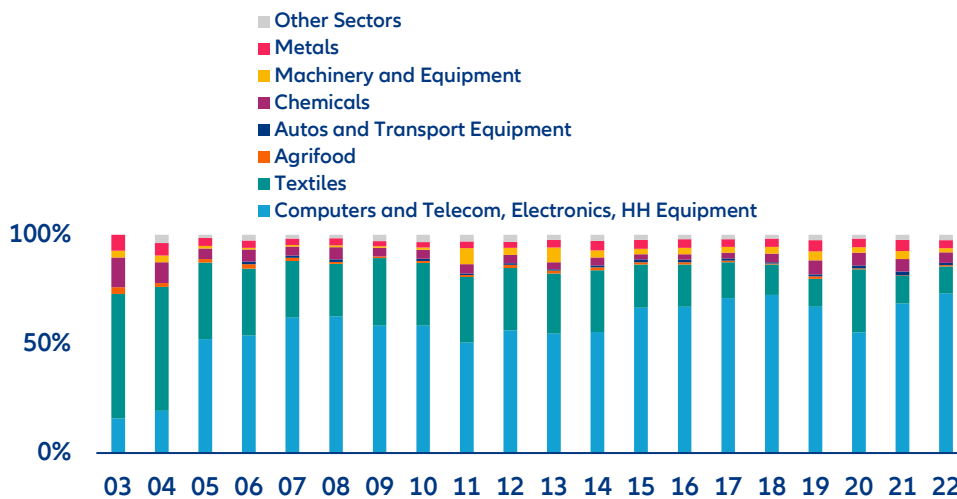
Figura 5 - Ripartizione della dipendenza critica dalla Cina per settore, in termini di valore (%)

A) Gli Stati Uniti



Sources: Allianz Research estimates based on ITC data

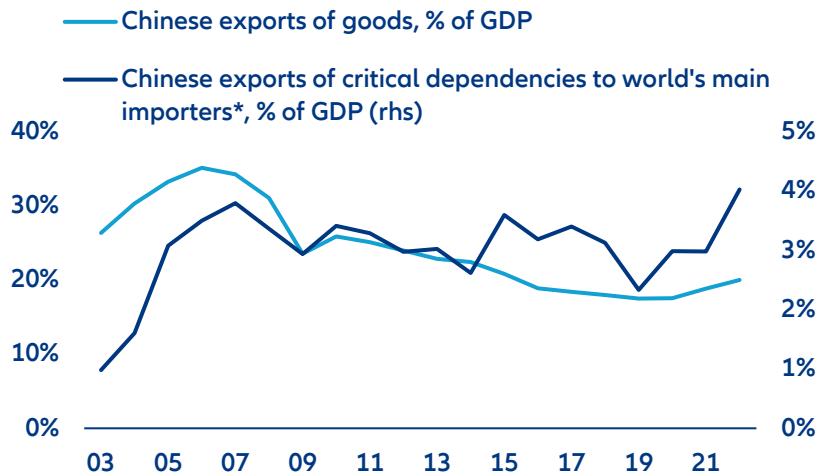
B) Gli EU-28



Fonti: Stime di Allianz Research basate su dati ITC

**La forte posizione della Cina nella catena di approvvigionamento globale continuerà a sostenere la crescita.** Mentre la quota delle esportazioni rispetto alla produzione interna lorda dell'economia è diminuita nel corso degli anni, la quota delle esportazioni delle dipendenze critiche è aumentata (Figura 6). Inoltre, il valore totale delle importazioni di prodotti difficilmente sostituibili dalla Cina da parte dei principali importatori mondiali - Stati Uniti, UE, ASEAN, Giappone, Corea del Sud, India, Taiwan, Australia, Canada, Messico e Brasile - rappresenterà il 20% del totale delle esportazioni cinesi nel mondo nel 2022, con un enorme aumento rispetto al 4% del 2003. Poiché il mondo continua a dipendere in modo critico dalla Cina, le esportazioni cinesi continueranno a sostenere la crescita in quanto questi prodotti sono probabilmente molto difficili da sostituire nel breve termine. A più lungo termine, l'impatto delle crescenti misure protezionistiche volte a diversificare le esportazioni dalla Cina dipenderà dal modo in cui altri Paesi, in particolare quelli del Sud-Est asiatico, nonché l'India, il Messico e il Canada, recupereranno terreno e svilupperanno le loro posizioni nella catena di approvvigionamento globale.

Figura 6 - Quota delle esportazioni totali cinesi e delle esportazioni cinesi delle dipendenze critiche, in % del PIL



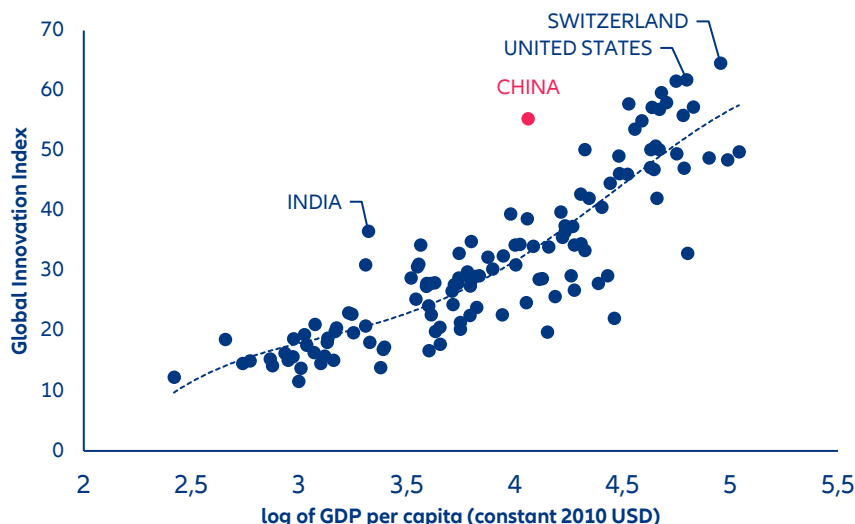
\*Gli importatori comprendono Stati Uniti, UE-28, ASEAN, Giappone, Corea del Sud, India, Taiwan, Australia, Canada, Messico e Brasile, che complessivamente rappresentano il 70% delle importazioni globali.  
 Fonti: Stime di Allianz Research basate su dati IT..

## Il gioco dell'innovazione

**I politici cinesi puntano sull'innovazione e sulla risalita della catena del valore.** L'aggiornamento della base produttiva è stata la strategia per decenni, con un'attenzione particolare allo sviluppo delle "industrie strategiche emergenti" e della tecnologia interna, incoraggiando l'autonomia industriale. La spesa per la R&S è aumentata costantemente negli ultimi decenni - dallo 0,9% del PIL nel 2000 al 2,6% nel 2022 - collocando la Cina al 12° posto a livello mondiale. La Cina presenta una serie di punti di forza per incrementare ulteriormente il suo potenziale di innovazione, tra cui l'istruzione orientata alla scienza, la disponibilità di capitali (comprese le iniziative a guida statale), le solide capacità produttive, le catene di approvvigionamento e le infrastrutture, e un ampio mercato interno (che consente di testare e adottare nuove tecnologie). L'Indice globale dell'innovazione, sviluppato dall'Organizzazione mondiale della proprietà intellettuale, ha classificato la Cina al 12° posto tra le nazioni più innovative nel 2023, rispetto al 14° posto del 2019 e al 29° del 2015. In particolare, la Cina ottiene un punteggio molto più alto di quanto il suo livello di sviluppo economico possa far pensare (Figura 7).

Figura 7 - Indice di innovazione globale rispetto al PIL pro capite

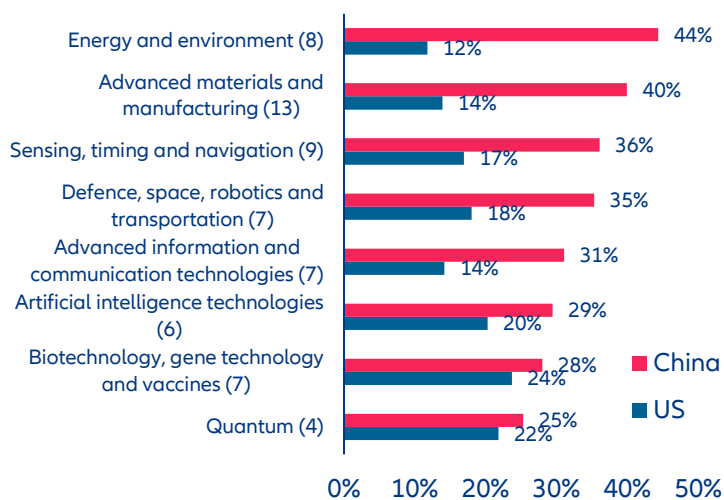




Fonti: Organizzazione Mondiale della Proprietà Intellettuale, Banca Mondiale, Allianz Research

**La Cina è di gran lunga leader nella ricerca sulle tecnologie critiche, ma la traduzione in produzione non è ancora chiara in tutti i casi.** Esaminando un elenco di 64 tecnologie critiche e all'avanguardia, l'Australian Strategic Policy Institute (ASPI) rileva che la Cina è la principale fonte di produzione di ricerca ad alto impatto in 53 tecnologie critiche. Il divario con il secondo classificato (più spesso gli Stati Uniti - si veda la Figura 8) è talvolta abbastanza ampio da indurre l'ASPI a mettere in guardia dal rischio elevato che la Cina stabilisca un monopolio in 15 delle 64 tecnologie prese in esame (e 11 con rischio medio). Sebbene questa analisi basata sui dati delle pubblicazioni di ricerca suggerisca che la Cina ha l'intenzione e un forte potenziale per avvicinarsi alla frontiera tecnologica, c'è ancora un po' di strada da fare prima che la Cina possa effettivamente affermarsi come superpotenza scientifica e tecnologica. Infatti, non sempre i progressi della ricerca si traducono in produzione e commercializzazione. Nelle sezioni che seguono, ci concentriamo su tre settori in cui la Cina ha fatto registrare risultati recenti in termini di produzione ed esportazione, i cosiddetti "New Three": veicoli elettrici, batterie agli ioni di litio e prodotti a energia solare.

Figura 8 - Proporzioni di risultati di ricerca ad alto impatto (tra parentesi le proporzioni medie sul numero di tecnologie per settore)



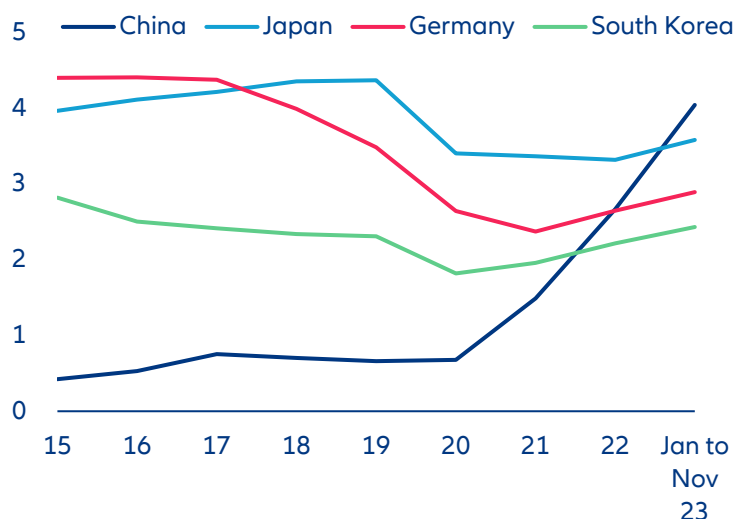
Fonti: Monitoraggio delle tecnologie critiche ASPI, Allianz Research

### Veicoli elettrici: un ulteriore potenziale di crescita per i produttori cinesi

**Le auto cinesi hanno conquistato il mondo in pochi anni, grazie alla rapida espansione dei veicoli elettrici (EV), che hanno determinato una crescita significativa delle vendite di auto sia a livello nazionale che internazionale.** Da quando, nel 2009, il settore dei veicoli elettrici è stato considerato un potenziale pilastro

della crescita economica, il governo cinese ha distribuito generosi incentivi per incoraggiare la produzione e l'acquisto di veicoli elettrici a livello nazionale, sotto forma di sussidi, agevolazioni fiscali, appalti pubblici e crediti, ecc. Con la graduale eliminazione dei sussidi, le case automobilistiche cinesi tradizionali, come BYD, SAIC e Geely, si sono trasformate in grandi produttori di veicoli elettrici, mentre start-up come NIO, Li Auto e XPeng sono emerse come nuove forze ben note in Cina. Nel mercato interno, le vendite dei marchi nazionali hanno registrato un CAGR del 23,4% negli ultimi tre anni e per la prima volta nel 2023 rappresenteranno più della metà di tutte le vendite. Una crescita ancora più forte proviene dalle esportazioni, in quanto le case automobilistiche cinesi cercano sempre più opportunità all'estero a fronte dell'intensificarsi della concorrenza in patria. Sostenute dalla forte presenza di veicoli elettrici, le esportazioni di autovetture sono aumentate notevolmente dal 2020, passando da meno di 1 milione di unità a 4,4 milioni di unità nel 2023. Questa impennata ha portato la Cina a superare il Giappone come principale esportatore mondiale di autovetture. Nel segmento dei veicoli elettrici, la Cina domina con quasi il 60% delle vendite globali di veicoli elettrici e oltre il 60% della produzione totale di veicoli elettrici nel 2022. La posizione di leader del mercato sottolinea il ruolo centrale della Cina nel plasmare la traiettoria dell'industria globale dei veicoli elettrici e del più ampio panorama del mercato automobilistico.

Figura 9 - Esportazioni di veicoli passeggeri per paese (milioni di unità)



Fonti: CAAM, GACC, VDA, KAMA, Allianz Research

**Il rapporto qualità-prezzo è il vantaggio chiave che pone i produttori cinesi di veicoli elettrici all'avanguardia.** Secondo JATO Dynamics, nonostante un prezzo medio dei veicoli elettrici inizialmente più alto (66.819 euro) rispetto a quelli europei (48.942 euro) e statunitensi (53.038 euro) nel 2015, la Cina è riuscita a ridurre significativamente i prezzi medi dei veicoli elettrici a meno della metà (31.829 euro) entro il 2022, un terzo in meno rispetto al prezzo medio delle auto a benzina. Nel frattempo, sia l'Europa che gli Stati Uniti hanno registrato un aumento dei prezzi medi dei veicoli elettrici a 55.821 euro e 63.864 euro, rendendoli rispettivamente più costosi del 27% e del 43% rispetto alle auto a benzina. Di fatto, quasi tutte le offerte di veicoli elettrici in Europa e negli Stati Uniti avevano un prezzo superiore a 20.000 euro nel 2022, mentre il 30% di tutte le offerte di veicoli elettrici in Cina era al di sotto di questa soglia, consentendo ai produttori cinesi di veicoli elettrici di catturare efficacemente un ampio gruppo di consumatori esitanti a passare ai veicoli elettrici a causa dei costi iniziali più elevati senza molta concorrenza straniera.

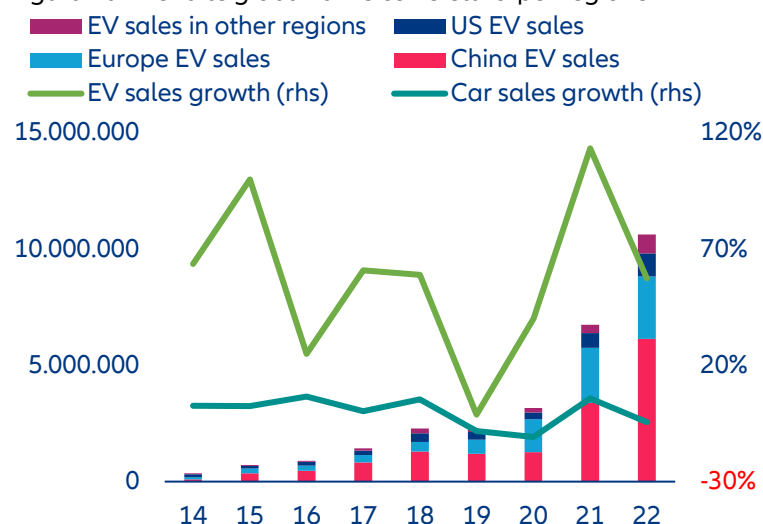
Oltre ai generosi sussidi governativi, anche una consolidata catena di fornitura automobilistica locale e un enorme mercato interno, che aiutano a stabilire economie di scala, contribuiscono al vantaggio di costo dei produttori cinesi di veicoli elettrici. Tuttavia, non è solo l'accessibilità economica - una caratteristica storicamente associata ai prodotti cinesi - ma anche la qualità a dare un vantaggio ai produttori cinesi di veicoli elettrici. BYD, il più grande esportatore di veicoli elettrici al mondo e uno dei principali produttori di batterie per veicoli elettrici, è riuscito a ridurre i costi in modo sostanziale grazie all'elevato grado di integrazione verticale. Poiché le batterie rappresentano il costo più elevato nella produzione di un veicolo elettrico (circa il 40% dei costi totali), l'esperienza di BYD nelle batterie al litio ferro fosfato (LFP), un'alternativa più economica alle batterie al nichel manganese cobalto (NMC), le consente di raggiungere

quasi la massima densità energetica con costi tra i più bassi al mondo. Inoltre, poiché la concorrenza nazionale è ora incentrata sull'intelligenza e sulla connettività dei veicoli, i produttori cinesi di veicoli elettrici stanno facendo rapidi progressi nelle tecnologie software, come i sistemi di assistenza alla guida e i sistemi di interfaccia uomo-macchina (HMI).

**Nonostante il recente rallentamento della domanda globale, ci aspettiamo che i veicoli elettrici rimangano il punto di forza del settore automobilistico nell'ambito della transizione ecologica in corso.**

Le vendite di veicoli elettrici hanno registrato una crescita significativa nell'ultimo decennio, con un aumento delle unità vendute di 80 volte e una quota di vendita passata dallo 0,2% al 12,1% tra il 2012 e il 2022. Nel segmento delle autovetture, dove i veicoli elettrici mirano principalmente ad espandersi, un'auto su sette è ora parzialmente o totalmente alimentata da batterie. Sebbene si preveda che l'aumento delle vendite si riduca a circa il 30% nel 2023 e il settore dei veicoli elettrici sia entrato in una fase più matura dopo anni di rapida crescita, c'è ancora un'ampia domanda da colmare, in quanto i governi incentivano l'acquisto di veicoli elettrici o si prefiggono di eliminare gradualmente le auto a combustibile fossile per perseguire la neutralità delle emissioni di carbonio. Ad esempio, come secondo mercato EV, l'Europa dovrebbe aumentare la sua quota di vendite di veicoli elettrici in modo sostanziale rispetto all'attuale 18% dopo l'entrata in vigore del divieto di vendita di nuove auto alimentate a combustibili fossili entro il 2035 nell'UE e nel Regno Unito. In questo contesto, ci aspettiamo una crescita secolare del settore EV.

Figura 10 - Vendite globali di veicoli elettrici per regione



Fonti: IEA, CAAM, ACEA, Allianz Research

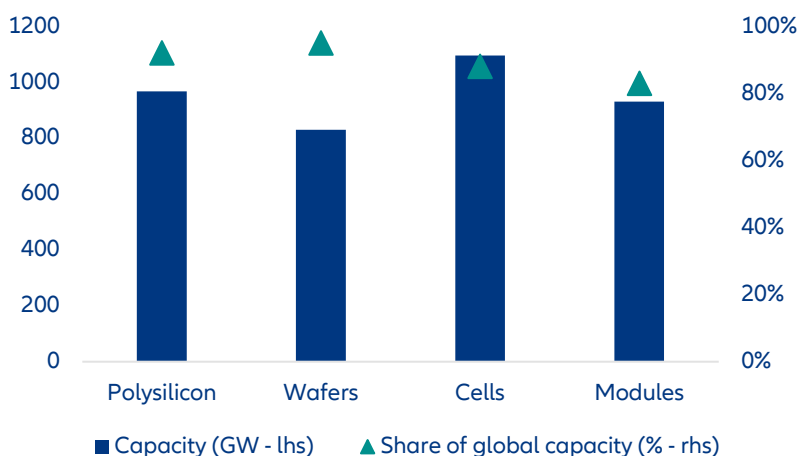
### Rinnovabili e batterie: Il dominio della Cina potrebbe essere contestato in futuro

**La forte posizione dominante della Cina nel settore delle energie rinnovabili e delle batterie sarà messa alla prova nei prossimi anni.** Nonostante sia uno dei maggiori emettitori di carbonio al mondo, la Cina ha raggiunto risultati spettacolari nelle energie rinnovabili, nell'ambito di una strategia che bilancia l'espansione economica con lo sviluppo sostenibile. Già nel 2009, la Cina aveva assunto forti impegni nei confronti delle energie rinnovabili. Inizialmente si è avventurata nell'energia pulita per guadagnare un'altra gamba per le esportazioni, ma il Paese è riuscito anche a creare un forte mercato interno. Pechino ha fornito incentivi e crediti fiscali per attirare gli investitori e si è assicurata forniture critiche in tutto il mondo per sostenere il settore. Grazie a questa forte integrazione verticale, la Cina ha creato un'industria solare leader, in grado di produrre di più e di vendere al prezzo più basso. Quando l'Europa o gli Stati Uniti hanno imposto tariffe, la Cina è riuscita a orientarsi rapidamente verso il proprio mercato interno.

Di conseguenza, la Cina rappresenta più dell'80% della capacità produttiva globale di moduli solari (Figura 11) e più dell'80% delle esportazioni di celle solari, oltre a contare più di 2,7 milioni di posti di lavoro nel settore solare. Oltre alle sue credenziali di esportazione, la Cina possiede la più grande capacità rinnovabile installata. Con una capacità solare che supera i 228 gigawatt (GW), la Cina supera la produzione combinata del resto del mondo. Con 310 GW, la sua capacità di energia eolica è anche

superiore a quella di tutte le altre regioni. Il Paese ha un'ambiziosa pipeline di 750GW di nuovi progetti eolici e solari, che consentirebbero alla Cina di superare l'obiettivo di 1.200GW di energia rinnovabile per il 2030 con largo anticipo rispetto al previsto.

Figura 11 - Capacità di produzione fotovoltaica in Cina entro il 2024

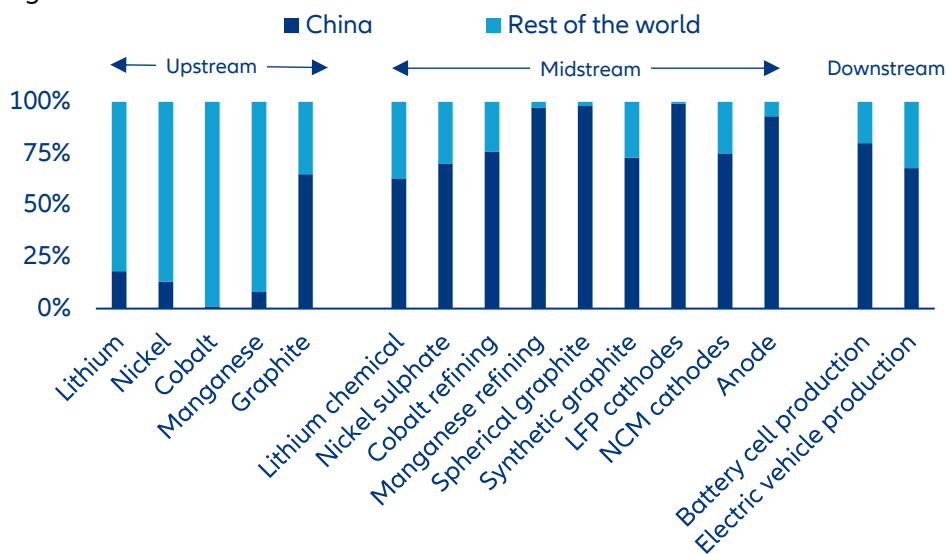


Fonti IEA, BNEF, Allianz Research

**Questa traiettoria riflette anche un più ampio cambiamento strategico volto a garantire una posizione dominante nella transizione energetica globale e a fare della tecnologia pulita una pietra miliare della politica industriale nazionale.** Questi risultati sono stati possibili grazie ai giganti aziendali cinesi, che sono emersi come leader mondiali nella produzione di tecnologie eoliche e solari. Sostenute da forti politiche governative e da generosi investimenti, queste aziende sono cresciute in modo sostanziale..

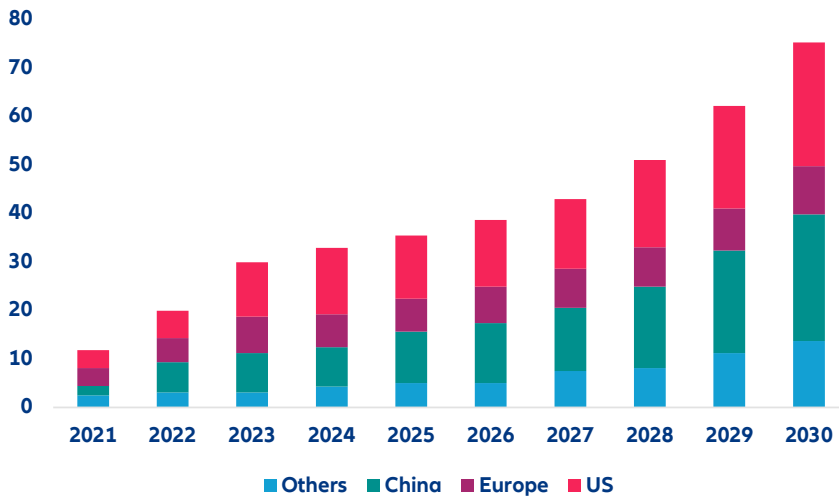
Il dominio cinese è forte anche nel settore delle batterie, con aziende come CATL, BYD e CALB che detengono quasi il 56% della quota di mercato globale delle batterie per veicoli elettrici. Come per i pannelli solari, questa posizione non è solo una questione di volume, ma riflette anche la presa della Cina sull'intera catena di fornitura, dall'estrazione dei materiali critici (ad esempio grafite, litio, cobalto, ecc.) alla loro raffinazione fino alla produzione delle batterie (Figura 12). Oltre alle batterie per i veicoli elettrici, la transizione energetica farà crescere anche la domanda di accumulo di energia su larga scala industriale, di cui la Cina rappresenterà una quota importante (Figura 13).

Figura 12 - Stima della % di fornitura nella catena del valore delle batterie EV nel 2023



Fonti: Benchmark Mineral Intelligence, Financial Times, CAMM, Allianz Research

Figura 13 - Previsione di diffusione annuale dello stoccaggio di energia per regione (GW)



Fonti: Wood Mackenzie, Allianz Research

### Si addensano i venti contrari all'ulteriore potenziamento dell'industria manifatturiera cinese

**Attenzione alla guerra dei chip, al protezionismo, alle tensioni geopolitiche e al rischio di creare altre situazioni di eccesso di capacità, scorte e leva finanziaria.** Sebbene la Cina sembri ben posizionata in una serie di settori emergenti, l'attuale posizione dominante e la crescita futura potrebbero essere messe alla prova per una serie di motivi. In un risveglio di autosufficienza globale, i politici di tutto il mondo si stanno rendendo conto dell'importanza dei semiconduttori e si stanno impegnando per mantenere il proprio approvvigionamento o per bloccare quello di altri Paesi (vedi riquadro). Inoltre, poiché l'Europa e gli Stati Uniti stanno rafforzando il loro sostegno all'energia pulita con grandi piani industriali (IRA, Fit for 55, ecc.), la concorrenza per le aziende cinesi aumenterà in futuro. Pur stabilendo che la Cina mantiene un'importante leadership nella ricerca relativa alle tecnologie critiche, l'ASPI osserva anche che un quinto dei lavori cinesi ad alto impatto è stato redatto da ricercatori con formazione post-laurea negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada, Australia o Nuova Zelanda. Questa cooperazione potrebbe essere a rischio in un contesto geopolitico sempre più teso. Infine, l'esperienza ci dice che le iniziative guidate dallo Stato per lo sviluppo di industrie e tecnologie potrebbero rischiare di portare a una cattiva allocazione del capitale e delle risorse e, in ultima analisi, a nuove situazioni di sovraccapacità, eccesso di scorte e alta leva finanziaria.

#### Box: Guerra dei chip

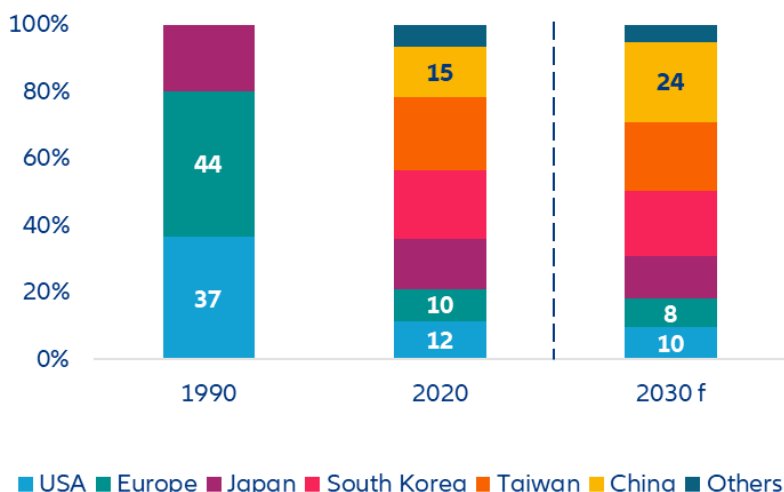
**Gli Stati Uniti stanno intensificando gli sforzi per contrastare la ricerca del dominio cinese sui chip.** Le carenze post-pandemia e le tensioni tra Cina e Stati Uniti hanno spinto molte grandi economie a progettare strategie per l'autosufficienza dei chip o a elaborare politiche per ridurre la dipendenza dai fornitori stranieri. Gli Stati Uniti stanno rafforzando le proprie capacità nello sviluppo e nella produzione di chip di fascia alta e di attrezzature per la produzione di chip, con il CHIPS and Science Act, approvato dal Congresso nel luglio 2022, che prevede finanziamenti per oltre 50 miliardi di dollari per promuovere gli investimenti nella ricerca, la produzione e la formazione della forza lavoro. Inoltre, nel 2022 sono stati inaspriti i controlli sulle esportazioni di chip e attrezzature per la produzione di chip in Cina (con il sostegno di Giappone e Paesi Bassi), limitando la vendita alla Cina di macchinari necessari per la produzione di chip di dimensioni inferiori ai 18 nm, che sono più avanzati.

**Gli Stati Uniti delocalizzeranno una parte della produzione, ma non saranno in grado di ripristinare la leadership degli anni '90.** Il Paese mantiene ancora forti quote in alcuni segmenti specifici della catena del valore: l'80% del software di Electronic Design Automation (EDA) e circa la metà della proprietà intellettuale di base e delle attrezzature di produzione sono di proprietà statunitense. Per non parlare del fatto che i principali progettisti di chip Qualcomm, Broadcom e Nvidia sono anch'essi aziende statunitensi. Detto questo, in altri segmenti del settore, nonostante le sovvenzioni e gli sforzi di aziende statunitensi come

Intel, non sarà possibile raggiungere TSMC e Samsung. Questi attori stranieri aumenteranno in qualche misura le loro capacità sul territorio statunitense, ma ciò dipenderà anche dalle loro ambizioni in Cina.

**Nonostante le restrizioni alla sua capacità di produrre i chip più avanzati, l'industria cinese dei semiconduttori, guidata da giganti come Semiconductor Manufacturing International Corporation (SMIC), ha intrapreso un percorso di espansione aggressivo.** Si prevede che la capacità di produzione di chip in Cina aumenterà del 60% nei prossimi tre anni e potrebbe raddoppiare nei prossimi cinque anni. Questa crescita si concentra principalmente sui chip per processori fondamentali, essenziali per un'ampia gamma di beni di consumo.

Figura 14 - Capacità di produzione di chip a livello mondiale, suddivisa per paese

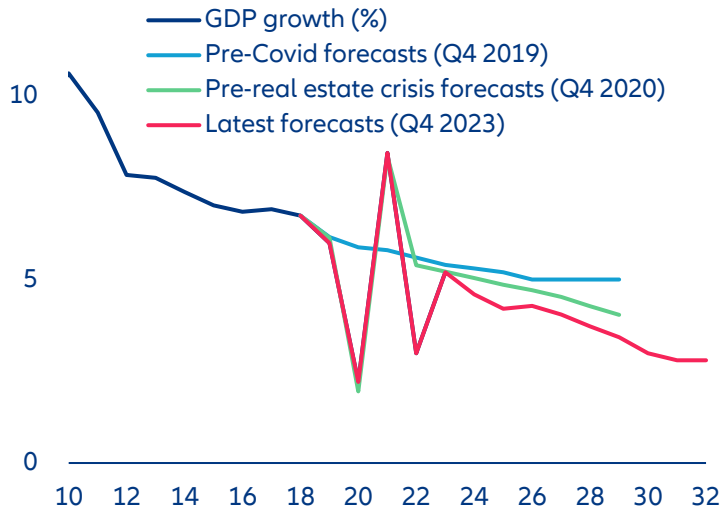


Fonti: BCG, Allianz Research

## Assessment su una crescita tendenziale inferiore

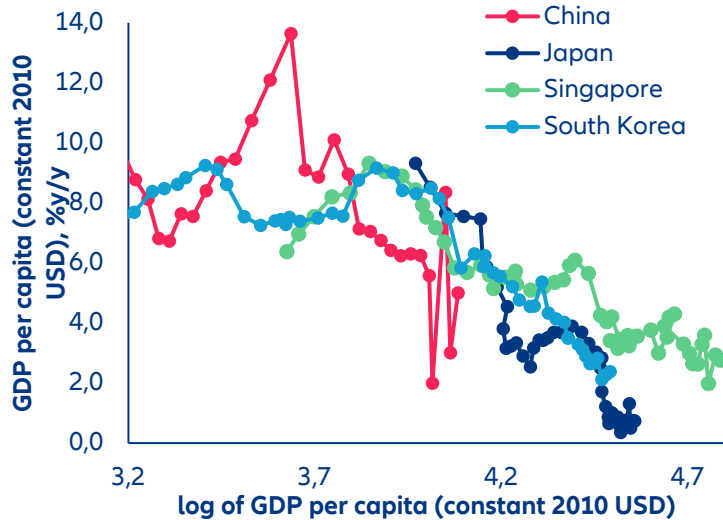
**Sebbene la giapponesizzazione non rientri nel nostro scenario di base, la Cina non può evitare un percorso di crescita più basso nel lungo periodo.** Ora prevediamo che l'economia cinese crescerà in media del +3,9% nel periodo 2025-2029. Questo dato si confronta con le previsioni del +5% prima dello scoppio della pandemia di Covid-19 e del +4,5% prima dello scoppio della crisi immobiliare (Figura 15). Nel nostro scenario di base, non vediamo quindi una "giapponesizzazione" dell'economia cinese. Ci sono certamente delle analogie tra l'economia cinese di oggi e quella giapponese dei primi anni '90: una popolazione in declino e una forte dipendenza dal debito, dagli investimenti (in particolare immobiliari) e dalle esportazioni. In effetti, il punto di svolta dei prezzi degli immobili in Cina dal terzo trimestre del 2021 ricorda quanto accaduto in Giappone circa 30 anni fa, quando i prezzi degli immobili residenziali raggiunsero il picco nel primo trimestre del 1991. Ma è anche interessante notare che il precedente aumento dei prezzi in Giappone è stato ancora più grande che in Cina: +85% nei 10 anni precedenti al 1° trimestre 1991, rispetto al +40% nei 10 anni precedenti al 3° trimestre 2021 in Cina. Ci sono anche altre importanti differenze che dovrebbero sostenere la crescita cinese a lungo termine: il PIL pro capite della Cina è circa il 40% di quello del Giappone nel 1991, il che suggerisce un ulteriore significativo margine di crescita (Figura 16). Allo stesso modo, il tasso di urbanizzazione della Cina si attesta attualmente al 66%, ancora lontano dal 78% osservato nel Giappone del 1991. Infine, come abbiamo esposto in precedenza, l'economia cinese può ancora contare in una certa misura sulle esportazioni e, a differenza del Giappone del 1991, la Cina non ha una bolla del mercato azionario e il suo conto capitale non è completamente liberalizzato.

Figura 15 - Previsioni di crescita del PIL a lungo termine (%)



Fonti: statistiche nazionali, Allianz Research

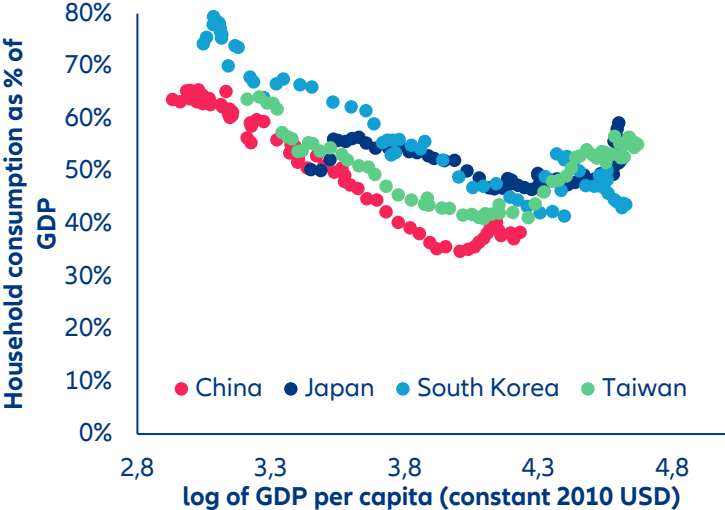
Figura 16 - PIL pro capite



Nota: i tassi di crescita di Giappone, Singapore e Corea del Sud sono stati smussati.  
Fonti: Banca Mondiale, Allianz Research

**Ulteriori sacche di crescita potrebbero essere trovate sul fronte dei consumatori, ma per ora sembra mancare il sostegno politico su questo fronte.** Dal 2022-2023 la fiducia dei consumatori cinesi è in fase di stallo. Molto dipende dagli sviluppi del settore immobiliare e una stabilizzazione dei prezzi degli immobili sarebbe utile per ripristinare almeno in parte la fiducia. Oltre a questo, i responsabili politici potrebbero anche prendere in considerazione misure più incentrate sui consumatori. I consumi privati in percentuale del PIL sono bassi in Cina, rispetto a quanto registrato da altre economie asiatiche a livelli di sviluppo simili (Figura 17). Un modello di crescita più inclusivo, l'urbanizzazione, l'invecchiamento della popolazione e un tasso di risparmio più basso nel lungo periodo dovrebbero aumentare la dipendenza dell'economia dai consumi. Con quasi il 50% del PIL, il risparmio interno lordo della Cina è molto elevato rispetto a quello registrato da altre economie a livelli di sviluppo simili o a livelli simili di indice di dipendenza degli anziani. Le politiche di rafforzamento della rete di sicurezza sociale e l'aumento della spesa pubblica per i servizi sanitari e pensionistici consentiranno probabilmente alle famiglie cinesi di risparmiare meno e di consumare di più.

Figura 17 - Rapporto consumi delle famiglie/PIL (%) vs. log del PIL pro capite



Nota: dati fino al 2019, estesi al 2023 per la Cina su stime di Allianz Research.  
Fonti: Penn World Table, Allianz Research