

Cina leader globale nel settore delle tecnologie pulite?

Autori:

Françoise Huang

Guillaume Dejean

Patrick Hoffmann

In sintesi

- **La Cina come primo elettro-stato al mondo: un fornitore critico e un modello per il mondo in materia di tecnologie pulite.** La Cina si è affermata come leader globale nel settore delle tecnologie pulite, incanalando la maggior parte dei suoi investimenti record nelle energie rinnovabili. Le proiezioni indicano che la Cina potrebbe raddoppiare la sua produzione di energia da fonti rinnovabili entro i prossimi cinque anni, sostituendo i combustibili fossili nella fornitura di elettricità. I massicci investimenti hanno inoltre posizionato la Cina come leader globale nei prodotti industriali legati all'energia pulita, rappresentando il 60% della capacità produttiva globale nelle tecnologie solari, eoliche e delle batterie. Nonostante i timori per l'eccesso di capacità, gli sviluppi dell'energia pulita in Cina hanno contribuito a ridurre i prezzi delle principali tecnologie climatiche (ad esempio, -80% per i moduli solari fotovoltaici nell'ultimo decennio), consentendo alle economie in via di sviluppo (come l'Asia meridionale e sudorientale e l'Africa orientale) di passare direttamente alle energie rinnovabili. Sebbene le sfide rimangano, la leadership cinese nel settore delle tecnologie pulite dimostra che la transizione energetica può essere ambiziosa e realizzabile se sostenuta da politiche coordinate, innovazione e collaborazione internazionale.
- **Ma mentre la Cina prepara il suo prossimo piano quinquennale (2026-2030), il suo modello economico deve affrontare molteplici minacce, dalla sempre più frammentazione dell'ordine globale alla minaccia interna (o realtà) della giapponesizzazione.** A seguito del 4° Plenum tenutosi a Pechino dal 20 al 23 ottobre, è stata pubblicata una proposta per il 15° piano quinquennale (2026-2030), che evidenzia soprattutto la continuità delle politiche, con priorità data all'"autosufficienza scientifica e tecnologica" e una certa attenzione alla costruzione di "un solido mercato interno". Ma ciò che ha funzionato in passato potrebbe non essere sufficiente per affrontare le nubi che incombono sulle prospettive economiche della Cina negli anni a venire. Il primo è il rischio che gli shock delle esportazioni si trasformino in trappole per le esportazioni: dal 2018, l'abilità delle esportazioni della Cina si è spostata decisamente verso l'alto nella catena del valore verso settori high-tech e verdi, ed è anche riuscita a ridurre la dipendenza dagli input esteri per la sua produzione, raggiungendo una quasi sovranità in settori strategici come le apparecchiature per la produzione di energia, le ferrovie di fascia alta e la tecnologia agricola. Anche se gli Stati Uniti e la Cina raggiungessero un accordo commerciale, l'ordine globale sta cambiando, con misure più protezionistiche, politiche industriali e cambiamenti nelle catene di approvvigionamento globali, trasformando potenzialmente la forte dipendenza dell'economia dal commercio globale in una trappola. Allo stesso tempo, il declino demografico minaccia le basi di una crescita sostenuta dei consumi privati, mentre la disoccupazione giovanile mina la formazione della classe media e la capacità di spesa. La distruzione di ricchezza causata dalla recessione immobiliare pesa pesantemente anche sulla fiducia dei consumatori e sui consumi: stimiamo che dal 2021 si sia rinunciato a oltre 3 trilioni di RMB di spesa delle famiglie (pari a oltre il 2% del PIL del 2024).
- **Due pilastri politici dovrebbero essere messi a fuoco. In primo luogo, l'innovazione e l'IA come moltiplicatori della crescita: aumentare la produttività puntando sul potenziale di innovazione della Cina (al 10° posto a livello globale) e sulla sua co-leadership con gli Stati Uniti nella corsa globale all'IA.** La crescita della produttività totale dei fattori in Cina è diminuita gradualmente negli ultimi anni. In questo

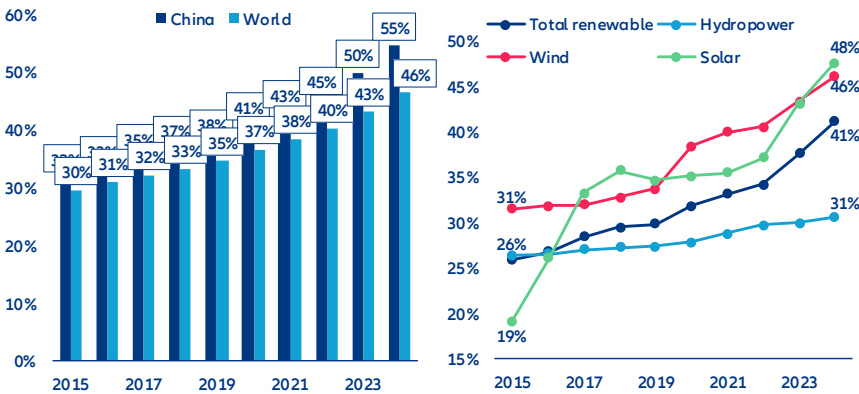
contesto, è probabile che le autorità cinesi continuino a concentrare gli sforzi politici sulla ricerca e lo sviluppo e sull'innovazione. La capacità di innovazione della Cina ha registrato guadagni costanti, con il paese che è entrato nella top 10 globale nel 2025 del Global Innovation Index dell'OMPI, rispetto ai 29 del 2015. Nel frattempo, la Cina e gli Stati Uniti sono testa a testa nella corsa globale all'intelligenza artificiale: la Cina è in testa per scala di ricerca, profondità dell'ecosistema industriale e ampia produzione di terre rare, mentre gli Stati Uniti mantengono chiari vantaggi in termini di intensità di capitale e infrastrutture tecnologiche. L'innovazione e l'intelligenza artificiale potrebbero contribuire ad aumentare la produttività, soprattutto nei settori manifatturieri come la chimica, la trasformazione alimentare, i metalli e l'estrazione mineraria, i macchinari e le attrezzature elettriche, il legno e i mobili, i tessili e le apparecchiature di comunicazione, i computer e altre apparecchiature elettroniche. In questi settori, troviamo che un aumento del +10% dell'intensità di R&S aumenterebbe la produttività del +7% in media.

- **In secondo luogo, il riequilibrio verso la domanda interna: dare lavoro, tempo, reddito e fiducia ai consumatori.** Per rilanciare i consumi delle famiglie è necessario ripristinare la fiducia dei consumatori per liberare alti tassi di risparmio e le autorità cinesi probabilmente continueranno a concentrarsi sull'arginare la recessione immobiliare. Ogni ulteriore calo del -1% dei prezzi delle abitazioni potrebbe ridurre i consumi privati di circa lo 0,2% del PIL. Stimiamo che 2 trilioni di RMB di finanziamenti (quasi il 2% del PIL) siano probabilmente necessari al governo per contribuire a portare il livello degli inventari abitativi a livelli più sostenibili. Tuttavia, il riequilibrio verso la domanda interna richiederà anche di dare lavoro, tempo e reddito ai consumatori. Abbinare gli aggiornamenti legati all'intelligenza artificiale e alla tecnologia con incentivi mirati per il settore dei servizi può aiutare a massimizzare l'aumento dell'occupazione e a consolidare la transizione della Cina da una potenza manifatturiera a un'economia equilibrata, più guidata dai servizi e dai consumi. Inoltre, gli aumenti di produttività potrebbero, in teoria, consentire ai lavoratori di lavorare meno, sostenendo al contempo standard di vita e una domanda interna più elevati. La media annua delle ore lavorate pro capite in Cina è attualmente superiore del 40% rispetto ad altre grandi economie. Anche se ciò richiederebbe un significativo cambiamento culturale, stimiamo che se l'orario di lavoro della Cina convergesse verso la media delle principali economie e ipotizzando incrementi di produttività in linea con l'ultimo decennio, nel prossimo decennio potrebbero essere sbloccati altri 4,8 punti percentuali di PIL in consumi privati extra. Nel frattempo, sarebbe utile anche una quota più elevata del PIL fornita alle famiglie: se la Cina dovesse aumentare la sua quota di reddito disponibile delle famiglie nel PIL dall'attuale 58% al 70-75% osservato nelle economie avanzate, i consumi privati potrebbero aumentare di circa 10 punti percentuali del PIL.
- **La prossima fase del RMB: la crisi immobiliare come punto di svolta finanziario?** Sebbene non vi siano ancora indicazioni di una crisi finanziaria sistemica, la recessione immobiliare sta influenzando in modo significativo diversi canali di finanziamento critici, la ricchezza delle famiglie e la fiducia degli investitori. Il numero di insolvenze e ristrutturazioni del debito nel settore immobiliare cinese è aumentato negli ultimi tre anni, mentre il ritmo delle ristrutturazioni è stato molto lento e le valutazioni attuali continuano a riflettere le deboli aspettative del mercato. Il crollo immobiliare e le successive insolvenze degli sviluppatori hanno eroso la fiducia negli asset nazionali, contribuendo ai deflussi di portafoglio mentre gli investitori rivalutano il profilo di rischio della Cina. In questo contesto, potrebbero essere ancora più necessari continui sforzi politici per aprire e approfondire i mercati dei capitali cinesi. Le autorità considerano la possibilità di fare affidamento sui punti di forza economici della Cina per utilizzare la finanza verde, il commercio estero di materie prime e la tecnologia come punte di diamante dell'internazionalizzazione del RMB. Mentre l'uso globale del RMB è ancora molto indietro rispetto all'USD, la Cina sembra perseguire l'approccio non ortodosso di voler diventare un fornitore di valuta di riserva, senza la piena convertibilità in conto capitale. L'aggressivo accumulo di oro in Cina dal 2023 funge da complemento strategico all'internazionalizzazione del RMB, con un RMB de facto associato all'oro che sembra in fase di formazione.

La Cina come primo elettro-stato al mondo e fornitore fondamentale per il mondo

La Cina si è affermata come leader globale nel settore delle tecnologie pulite, incanalando la maggior parte dei suoi investimenti record nelle energie rinnovabili. Le proiezioni indicano che la Cina potrebbe raddoppiare la sua produzione di energia da fonti rinnovabili entro i prossimi cinque anni. A partire dal 2025, la Cina rappresenta il 27% degli investimenti energetici globali, spendendo circa 893 miliardi di dollari, pari al 4,6% del suo PIL, nel settore energetico. Circa il 70% degli investimenti è stato destinato alle fonti di energia pulita, con il solare (204 miliardi di dollari; 32%), l'eolico (105 miliardi di dollari; 16%) e le reti (89 miliardi di dollari; 14%) che costituiscono i componenti principali. Alla luce di questi ingenti investimenti, la Cina è il più grande investitore in energia pulita, rappresentando il 41% del totale degli investimenti nelle rinnovabili. L'andamento degli investimenti e la riduzione dei costi hanno portato a un boom dell'espansione della capacità rinnovabile nel mercato interno cinese. Questo focus strategico ha permesso alla Cina di costruire la più grande capacità di energia rinnovabile del pianeta, pari a circa il 40% della capacità installata globale nel 2024. Nell'ultimo decennio, la Cina ha subito un notevole ed efficiente cambiamento tecnologico, aumentando rapidamente la sua produzione di energia pulita. Di conseguenza, la quota di energie rinnovabili nella produzione di elettricità in Cina è balzata dal 24% al 30% nell'ultimo decennio. Recenti proiezioni dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) suggeriscono che entro il 2030 il 71,5% dell'attuale fornitura di elettricità del paese potrebbe essere coperta da fonti rinnovabili. Questa espansione sostituirebbe in modo significativo i combustibili fossili, anche se il consumo totale di elettricità continua a crescere, aumentando la quota di elettricità a basse emissioni di carbonio a circa il 40-45% dell'offerta totale.

Figura 1: Quota di energie rinnovabili nella capacità totale di energia elettrica / Quota della Cina nella capacità rinnovabile globale



Fonti: Irena, Allianz Research

Figura 2: Variazione della capacità di produzione di energia elettrica in Cina (in MW)

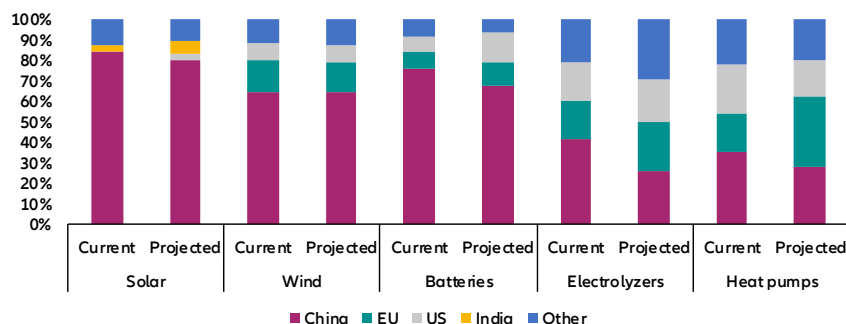
	2015	2024	Variazione media annua
Carbone	900.093	1247.045	4%
Gas naturale	66.033	108.14	6%
Olio	4.342	2.097	-6%
Fossile (n.s.)	9.424	41.228	30%
Nucleare	27.17	60.83	10%
Vento	131.048	521.266	17%
Solare	48.853	904.19	41%
Energia idroelettrica	296.5	377.26	3%

Stoccaggio di pompaggio	23.03	58.69	11%
Altro	2.703	15.241	22%

Fonti: IRENA, Allianz Research

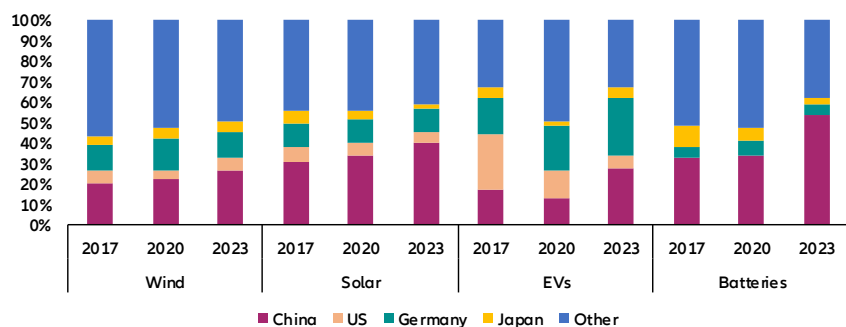
Massicci investimenti pubblici e privati, combinati con una pianificazione strategica centrale, sussidi e rapida innovazione, hanno posizionato la Cina come leader mondiale nella produzione di energia pulita e prodotti industriali correlati. Le economie di scala e le riduzioni dei costi che ne sono derivate hanno ridotto il prezzo delle tecnologie chiave in tutto il mondo. Oggi, la Cina rappresenta oltre il 60% della capacità produttiva globale nelle tecnologie solari, eoliche e delle batterie, incluso circa l'80% della capacità produttiva totale di energia solare. Nel commercio internazionale, nel 2023 la Cina ha rappresentato circa il 40% delle esportazioni di energia solare ponderate in valore e il 53% delle esportazioni globali di batterie. Oltre all'energia, la Cina ha anche iniziato a integrare le energie rinnovabili e le capacità elettriche a livello industriale, con un successo tangibile nel settore automobilistico, ad esempio, dove la Cina ha un leader tecnologico globale nel segmento dei veicoli elettrici.

Figura 3 - Concentrazione geografica attuale e prevista per la capacità produttiva di tecnologie chiave per l'energia pulita. 2022-2030



Fonte: AIE

Figura 4: Concentrazione delle esportazioni basata sul valore nei principali prodotti di transizione (in %)



Fonti: UN Comtrade, Allianz Research

Gli sviluppi dell'energia pulita in Cina hanno contribuito a ridurre i prezzi delle tecnologie chiave per il clima, consentendo alle economie in via di sviluppo di passare direttamente alle energie rinnovabili. Ma ci sono anche crescenti segnali di eccesso di offerta per la capacità di produzione di batterie e energia solare, che superano persino la domanda negli scenari di zero emissioni nette. Attraverso ampie economie di scala, una profonda integrazione industriale e un'innovazione aggressiva, la Cina ha reso la produzione

rinnovabile più accessibile. Il calo di oltre l'80% dei prezzi dei moduli solari fotovoltaici (PV) nell'ultimo decennio è un buon esempio. Da un lato, i prezzi bassi stanno mettendo sotto pressione i margini di profitto interni, portando a un potenziale consolidamento e a tensioni finanziarie tra i produttori più piccoli. A livello interno, lo squilibrio tra la capacità produttiva e la domanda di installazione rischia di creare attività inutilizzate e un'allocazione inefficiente del capitale. A livello internazionale, ha suscitato preoccupazioni, soprattutto nei mercati sviluppati, per le distorsioni del mercato e le tensioni commerciali, poiché l'eccesso di produzione è sempre più diretto verso i mercati di esportazione¹. D'altro canto, i prezzi globali più bassi delle tecnologie pulite le hanno rese più accessibili e più facili da collegare all'economia per un maggior numero di paesi, ridefinendo i modelli di investimento globali e consentendo alle economie in via di sviluppo di passare direttamente alle energie rinnovabili. Paesi come il Pakistan, l'Indonesia e il Kenya hanno adottato le tecnologie solari, delle batterie e dell'idroelettrico cinesi. In effetti, diversi grandi progetti infrastrutturali come il parco solare di Quaid-e-Azam in Pakistan o la centrale solare di Garissa in Kenya – la più grande capacità solare costruita rispettivamente in Asia meridionale e Africa orientale – sono stati sostenuti dalla Cina. Oltre ai costi, la Cina sta anche condividendo la sua esperienza ed esportando il suo know-how al di fuori dei confini, prendendo due piccioni con una fava diffondendo la sua influenza all'esterno e riempiendo i libri degli ordini per un settore che soffre di sovraccapacità (i produttori di apparecchiature solari ed eoliche).

La Cina offre un modello per il mondo sulle tecnologie pulite. L'accelerazione dell'industria delle tecnologie pulite in Cina riflette sia il coordinamento delle politiche guidato dallo Stato che il significativo impegno del settore privato, fungendo da modello per altre nazioni che si stanno muovendo verso un modello meno dipendente dai combustibili fossili (come il Brasile o il Sudafrica). La combinazione di politica industriale, investimenti infrastrutturali e cooperazione internazionale potrebbe essere replicata non solo nelle economie emergenti, ma anche in regioni come l'Europa che stanno lottando per una transizione efficace e rapida, cercando di decarbonizzare senza sacrificare lo sviluppo. Sebbene le sfide rimangano, la leadership cinese nel settore delle tecnologie pulite dimostra che la transizione energetica può essere ambiziosa e realizzabile se sostenuta da politiche coordinate, innovazione e collaborazione internazionale.

Riquadro 1: La Cina ha in mano l'asso delle terre rare

Nessuna digitalizzazione sarebbe possibile senza le terre rare... La rarità nelle terre rare si riferisce alla complessità del processo di raffinazione e alla limitata disponibilità di sostituti, piuttosto che al livello delle riserve stesse, che sono piuttosto elevate: circa 100 milioni di tonnellate in base alle stime più recenti. L'importanza delle terre rare è aumentata in modo significativo negli ultimi anni, insieme alla graduale "verdizzazione" delle economie sviluppate e all'aumento dell'uso di veicoli elettrici, nonché al rinnovamento digitale e all'automatizzazione dei processi di produzione e dei servizi ai consumatori, che si basano su dispositivi elettronici dipendenti da magneti in terre rare.

... e non ci sarebbero terre rare senza la Cina. Detenendo tra il 40 e il 50% delle riserve globali e lavorando quasi il 70% della produzione globale di terre rare dal 2022, la Cina ha una forte presa sulla catena di approvvigionamento globale. Investendo massicciamente e presto nella capacità di raffinazione delle terre rare per sfruttare le proprie risorse e controllare l'intera catena del valore della produzione, la Cina ha quasi il monopolio totale dell'industria della raffinazione delle terre rare (circa il 90% dell'attività globale). La Cina ha quindi un asso nella manica in quanto può influenzare il ritmo di consegna della produzione di terre rare e, di conseguenza, il livello di produzione globale di veicoli elettrici, smartphone, pannelli solari o laser ottici. Potrebbe anche decidere di favorire un partner commerciale rispetto a un altro.

Grazie a questo vantaggio, la Cina usa le terre rare come leva per vendicarsi o contrattare nei colloqui commerciali per alleviare le sanzioni affrontate dagli Stati Uniti e dall'Europa e non esita a usare argomenti di "sicurezza nazionale" per giustificare il controllo delle esportazioni. Ad aprile, la contrazione delle esportazioni estere attraverso un sistema di licenze obbligatorie ha portato a una contrazione di oltre il -35% del valore delle esportazioni tra maggio e luglio rispetto al 2024. Quando le regole sono state allentate a seguito di un accordo con gli Stati Uniti a luglio, le esportazioni sono aumentate del +400% rispetto ad agosto-settembre. In questo contesto, i governi del Nord America e dell'Europa stanno implementando sforzi per sviluppare la produzione interna di magneti in terre rare (USA) e/o sviluppare ulteriori alternative tecnologiche (Europa) e di riciclaggio (batterie senza magneti in terre rare) per compensare un deficit di risorse. Ma ci vorrà del tempo prima che questi sforzi possano sostituire la produzione cinese in quantità e qualità. Pertanto, la Cina ha un vantaggio chiave in termini di equilibrio di potere, in quanto i leader politici delle economie occidentali

Commentato [MT1]: In questo paragrafo dovremmo fornire esempi di come lo ha fatto di recente?

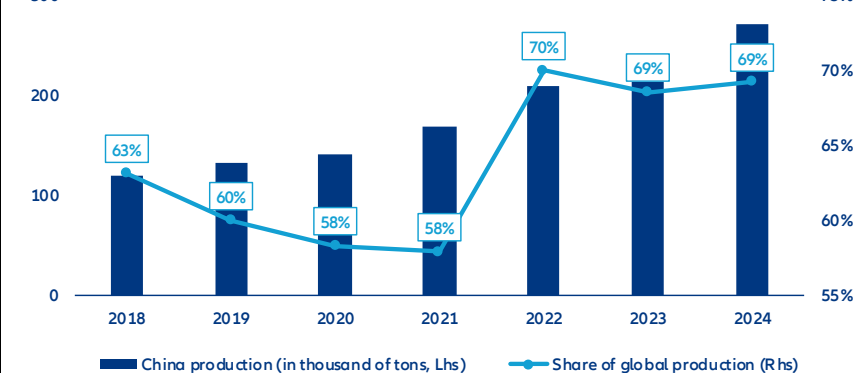
Commentato [MT2R1]: [BDEJIAN, GUILLAUME](#) (Alliance Trade)

Commentato [GD3R1]: [BTHOMAS, MARIA](#) (Alliance Trade)
Si prega di consultare il mio aggiornamento.

¹ Vedere [BNEF](#) per batterie e [BRACE](#) (p. 45) per il solare.

saranno costretti a lavorare fianco a fianco con la Cina – o almeno a negoziare accordi di reciproco interesse – per raggiungere i loro obiettivi di transizione verde e digitale.

Figura 5: Produzione annuale di terre rare della Cina e quota di mercato nella produzione globale



Fonti: US Geological survey (2025), Allianz Research

I pericoli: dalle trappole dell'export alla giapponesizzazione

Mentre la Cina prepara il suo prossimo piano quinquennale (2026-2030), il suo modello economico deve affrontare molteplici minacce, dalla sempre più frammentazione dell'ordine globale alla minaccia interna (o realtà) della giapponesizzazione. A seguito del 4° Plenum tenutosi a Pechino dal 20 al 23 ottobre, è stata pubblicata una proposta per il 15° piano quinquennale (2026-2030), che evidenzia soprattutto la continuità delle politiche, con priorità data all'"autosufficienza scientifica e tecnologica" e una certa attenzione alla costruzione di "un solido mercato interno". Ma ciò che ha funzionato in passato potrebbe non essere sufficiente per affrontare le nubi che incombono sulle prospettive economiche della Cina negli anni a venire. Stimiamo che la crescita potenziale della Cina dovrebbe scendere in media al +3,6% nel periodo 2031-2040, dal +4,6% nel periodo 2021-2030 e dal +7% nel periodo 2011-2020.

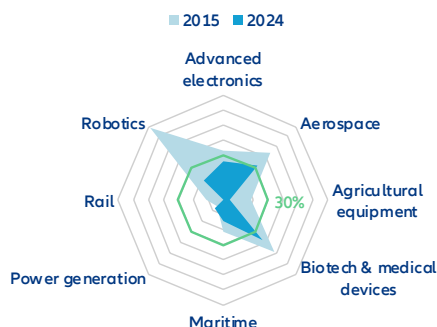
La Cina nella frammentazione globale: shock delle esportazioni o trappole delle esportazioni?

Il primo shock delle esportazioni cinesi (2001-2016) è stato innescato dalla sua adesione all'Organizzazione mondiale del commercio nel dicembre 2001, che ha sbloccato un'integrazione senza precedenti nelle catene del valore globali e ha alimentato la crescita trainata dal settore manifatturiero. Nel 2001, la Cina rappresentava solo il 4,3% delle esportazioni mondiali di merci; Nel 2009 era diventato il più grande esportatore mondiale e nel 2016 la sua quota era salita a oltre il 12%, triplicando in meno di 15 anni. Questa impennata delle esportazioni è stata inizialmente trainata da settori a basso valore aggiunto e ad alta intensità di manodopera (tessile, calzature, giocattoli ed elettronica di base), dove il commercio di trasformazione (importazioni di fattori produttivi intermedi per la riesportazione) rappresentava oltre la metà delle esportazioni totali nei primi anni 2000. Sostenute dalle riduzioni tariffarie (le tariffe medie industriali sono scese dal 18,5% nel 1998 all'8,9% nel 2004) e dalla semplificazione delle procedure doganali, le province costiere e le zone economiche speciali sono diventate poli di produzione, fornendo alle multinazionali servizi di assemblaggio e imballaggio efficienti in termini di costi. I finanziamenti a basso costo, gli sconti fiscali sulle esportazioni e la sottovalutazione del CNY hanno ulteriormente amplificato la competitività dei prezzi della Cina, comprimendo i costi di produzione globali e costringendo le imprese occidentali a spostare la produzione verso est. Nel 2016, con la quota del commercio di trasformazione in calo a circa un terzo, con l'aumento del valore aggiunto interno, il paniere delle esportazioni cinesi si era gradualmente graduato per includere macchinari a media tecnologia, elettronica di consumo e componenti automobilistici, gettando le basi per il suo secondo shock delle esportazioni nei settori a più alto valore.

Mentre espandeva la sua presenza globale, la Cina ha anche ridotto la dipendenza dai fornitori stranieri nell'ultimo decennio. Lanciato nel 2015, il piano "Made in China 2025" mirava ad espandere la capacità

nazionale in settori di maggior valore e a sostenere un'economia guidata dall'innovazione. Questo ha gettato le basi per la successiva leadership nelle catene del valore globali. Misuriamo la dipendenza come la quota di linee HS6 in cui le importazioni sono almeno il doppio delle esportazioni e monitoriamo i progressi rispetto a una dipendenza estera inferiore al 30% per benchmark di settore, derivata dall'obiettivo del piano di raggiungere il 70% di autosufficienza per i componenti principali. Su questa base, la Cina ha ridotto la dipendenza in sei dei settori analizzati², raggiungendo una quasi sovranità nelle apparecchiature per la generazione di energia (6% nel 2024), nelle ferrovie di fascia alta (0%) e nelle tecnologie agricole (4%). Nell'ingegneria marittima, partendo da una base relativamente solida, la dipendenza è stata ridotta dal 21% al 14%. Parallelamente, la Cina ha guadagnato quote di esportazione in molte delle stesse linee HS6, segnalando un passaggio dalla sostituzione delle importazioni a una maggiore presenza nei mercati globali. Due aree rimangono vulnerabili: i progressi sono stati più marginali nella biomedicina (38% nel 2024 dal 42% nel 2015) e nell'ingegneria aerospaziale (32% contro 44%), dove i contributi esteri sono ancora importanti nonostante il sostegno politico. Nel loro insieme, i dati puntano oltre il mero recupero con i concorrenti stranieri, verso la volontà del paese di sostenere la produttività e l'innovazione interne e di porsi in una posizione dominante e autosufficiente a livello globale nei settori ad alta tecnologia.

Figura 6: Quota di prodotti di cui la Cina importa il doppio di quanto esporta, per settore chiave (asse da 0 a 70 % – più piccola è l'area, minore è la dipendenza dall'estero)

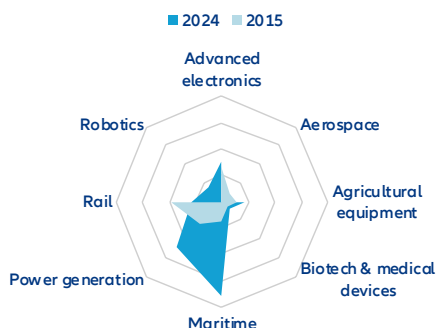


Fonti: UN Comtrade, CEPIL, Rhodium Group, Allianz Research

Il secondo shock delle esportazioni della Cina (2018-oggi) ha visto la sua capacità di esportazione risalire decisamente la catena del valore verso i settori high-tech e verdi, anche se le economie avanzate implementano politiche per ridurre la dipendenza dai fornitori cinesi. Tra il 2018 e il 2024, le esportazioni cinesi di prodotti manifatturieri ad alta tecnologia, tra cui computer, apparecchiature per le telecomunicazioni e componenti elettronici, sono cresciute a un tasso annuo composto di quasi il +10%, aumentando la loro quota delle esportazioni totali di beni dal 36% al 43%. Allo stesso tempo, le esportazioni di tecnologie verdi – pannelli solari, batterie agli ioni di litio e veicoli elettrici – sono aumentate di oltre il +15% all'anno, rappresentando l'8% delle esportazioni entro il 2024 rispetto ad appena il 2% nel 2016, riflettendo le politiche industriali mirate di Pechino, come la Dual Circulation Strategy e il "Made in China 2025". Concentrandoci su quest'ultimo, scopriamo che la Cina è chiaramente riuscita ad aumentare la sua presenza globale nei settori chiave presi di mira dal piano: sulla base dei dati sulle esportazioni a livello di prodotto HS6 per otto dei dieci settori ad alta tecnologia mirati, la quota di prodotti in cui la Cina detiene almeno il 30% della quota di mercato globale è aumentata dal 9% nel 2015 al 13% nel 2024. I progressi sono stati particolarmente visibili per i prodotti dell'ingegneria marittima (dal 7% al 36%), delle apparecchiature per la produzione di energia (dal 12% al 24%) e della robotica (dallo 0% al 7%).

Figura 7: Quota di prodotti di cui la Cina detiene almeno il 30% della quota di mercato globale, per settore chiave (asse da 0 a 40% – più piccola è l'area, meno dominante a livello globale)

² Il piano "Made in China 2025" individua dieci settori prioritari. Escludiamo i "nuovi materiali" e i "veicoli a risparmio energetico e a nuova energia", in quanto non corrispondono a un set di codici HS6 unico e non sovrapposto. La loro inclusione introdurrebbe l'attribuzione e il doppio conteggio nei nostri indicatori basati sull'HS.



Fonti: UN Comtrade, CEPII, Rhodium Group, Allianz Research

Gli shock delle esportazioni stanno diventando trappole per le esportazioni? Negli ultimi anni, gli Stati Uniti hanno imposto tariffe aggiuntive sulle celle solari cinesi e sui veicoli elettrici (EV) ai sensi della Sezione 301 e dei requisiti di contenuto dell'*Inflation Reduction Act*. A seguito dei dazi reciproci del "Giorno della Liberazione" degli Stati Uniti, la Cina è ora tra i paesi che devono affrontare i tassi tariffari effettivi più alti negli Stati Uniti. Allo stesso tempo, la legge sulle materie prime critiche e la legge sui chip dell'UE incentivano il *friendshoring* per diversificare le catene di approvvigionamento. Allo stesso modo, le economie del Giappone, della Corea del Sud e dell'ASEAN hanno firmato accordi commerciali per attirare la delocalizzazione della produzione di media e alta tecnologia. Anche se gli Stati Uniti e la Cina raggiungessero un accordo commerciale, l'ordine globale sta cambiando, con misure più protezionistiche, politiche industriali e cambiamenti nelle catene di approvvigionamento globali, trasformando potenzialmente la forte dipendenza dell'economia dal commercio globale in una trappola.

Minacce interne: calo demografico, disoccupazione e debolezza della fiducia

Nel perseguire l'innovazione guidata dall'intelligenza artificiale per aumentare la produttività, la Cina dovrebbe anche affrontare le molteplici pressioni che la domanda interna sta affrontando, tra cui il calo demografico, che minacciano le basi di una crescita sostenuta dei consumi. Nel 2024 la popolazione cinese è diminuita per il terzo anno consecutivo, scendendo di 1,39 milioni a 1,408 miliardi, accelerando un'inversione demografica che pone sfide fondamentali all'espansione della domanda interna. La popolazione in età lavorativa (tra i 16 e i 59 anni) è scesa a 858 milioni nel 2024, rappresentando il 60,9% della popolazione totale rispetto al 61,3% dell'anno precedente, mentre gli over 60 hanno raggiunto i 310,3 milioni. Questo cambiamento riflette gli effetti ritardati della politica del figlio unico attuata dal 1979 al 2015, che ha creato un crollo della fertilità che rimane resistente all'inversione: il tasso di natalità si è attestato ad appena 6,77 per 1.000 persone nel 2024, appena superiore al 6,39 registrato nel 2023. Le proiezioni delle Nazioni Unite dipingono un quadro a lungo termine: la popolazione cinese potrebbe scendere a 1,26 miliardi entro il 2050 e precipitare a soli 633 milioni entro il 2100, con gli over 60 che costituiscono il 52% della popolazione, rispetto a meno dell'8% sotto i 15 anni. Già per il decennio 2031-2040, stimiamo che il calo della forza lavoro stia contribuendo negativamente alla crescita potenziale della Cina di -0,6 punti percentuali, rispetto a -0,4 punti percentuali nel periodo 2021-2030, -0,3 punti percentuali nel 2011-2020 e +1,0 punti percentuali nel 2001-2010. I venti contrari demografici creano un circolo vizioso: meno giovani lavoratori significano una crescita del reddito più debole, che limita la formazione delle famiglie e la spesa dei consumatori, che a sua volta riduce le opportunità economiche che potrebbero incoraggiare le famiglie più numerose – esattamente la trappola della "giapponesizzazione" che i politici sperano di evitare.

La disoccupazione giovanile mina la formazione della classe media e la capacità di spesa. Il tasso di disoccupazione giovanile urbana in Cina per le persone di età compresa tra i 16 e i 24 anni (esclusi gli studenti) è salito al 18,9% nell'agosto 2025 (prima di scendere leggermente al 17,7% a settembre), il livello più alto dalla revisione della metodologia nel dicembre 2023 e in netto aumento rispetto al 14,5% di giugno. Questo picco coincide con un record di 12,2 milioni di laureati che entreranno nel mercato del lavoro nell'estate del 2025, confrontandosi con un'economia in cui i settori tradizionali in crescita come l'immobiliare e il manifatturiero si sono indeboliti e in cui esiste un persistente disallineamento tra i livelli di istruzione dei laureati e le posizioni disponibili. Anche la coorte di età compresa tra i 25 e i 29 anni deve affrontare un'elevata disoccupazione al

7,2% nel settembre 2025, quasi il doppio del tasso del 3,9% dei lavoratori di età compresa tra i 30 e i 59 anni, suggerendo che le difficoltà occupazionali persistono oltre le ricerche iniziali di lavoro. Il problema della disoccupazione giovanile minaccia direttamente la formazione di una classe media stabile che potrebbe guidare la crescita trainata dai consumi nel lungo periodo. Le famiglie della classe media in Cina danno priorità alla spesa per l'istruzione, alla proprietà immobiliare e al consumo discrezionale per viaggi e servizi, ma queste aspirazioni richiedono traiettorie di reddito costanti. Le autorità cinesi hanno risposto con iniziative di collocamento lavorativo e campagne estese per l'occupazione dei laureati, ma queste misure rischiano di affrontare i sintomi piuttosto che le cause strutturali. La sfida più profonda è che il modello di crescita ad alta intensità di innovazione della Cina richiede lavoratori altamente qualificati, ma produce più laureati di quanti l'economia possa assorbire a livelli di competenza adeguati: un paradosso che l'intelligenza artificiale e l'automazione potrebbero esacerbare piuttosto che risolvere se l'implementazione distruggesse i posti di lavoro con competenze medie più velocemente di quanto crei alternative ad alta competenza.

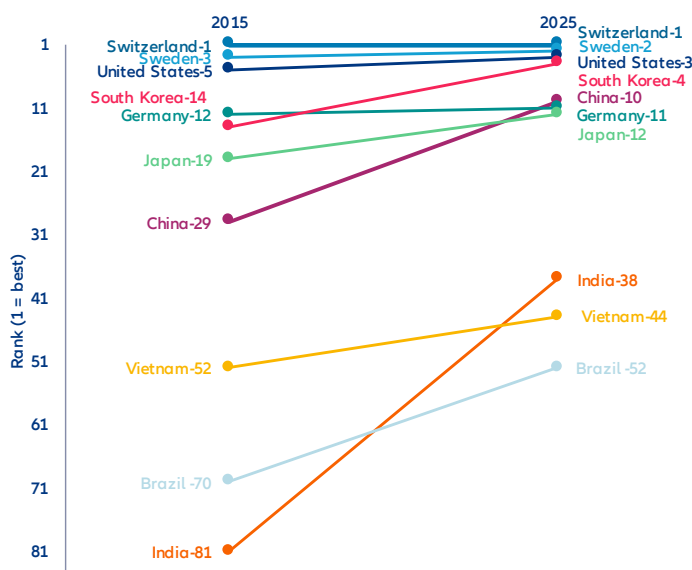
Anche la distruzione della ricchezza causata dalla recessione immobiliare pesa pesantemente sulla fiducia dei consumatori e sui consumi: stimiamo che dal 2021 si sia rinunciato a oltre 3 trilioni di RMB di spesa delle famiglie (pari a oltre il 2% del PIL del 2024). La fiducia dei consumatori in Cina rimane vicina ai minimi storici nonostante i miglioramenti marginali nel 2025 (indice di fiducia dei consumatori a 88 in media quest'anno, rispetto a una media a lungo termine pre-pandemia di 110), con lo stress prolungato del mercato immobiliare che crea un effetto ricchezza negativo che sopprime la spesa delle famiglie. Prima dell'inizio della recessione immobiliare nel 2021, l'edilizia abitativa rappresentava circa il 70% della ricchezza media delle famiglie in Cina, rendendo la correzione pluriennale del settore profondamente dannosa per la ricchezza percepita e la fiducia. Con i prezzi degli immobili in calo di circa il -20% nel mercato secondario e di circa il -10% nel mercato primario rispetto ai picchi del 2021, stimiamo che la recessione immobiliare in Cina abbia già cancellato circa 60 trilioni di RMB di ricchezza delle famiglie cinesi, pari a quasi la metà del PIL del 2024. L'elasticità standard della ricchezza rispetto ai consumi privati suggerisce che dal 2021 si è rinunciato a più di 3 trilioni di RMB di spesa delle famiglie, pari a oltre il 2% del PIL del 2024. In questa fase, non c'è alcun segno di inversione di tendenza: mentre le città di fascia alta hanno registrato miglioramenti temporanei a seguito dei tagli dei tassi ipotecari, della riduzione dei requisiti di acconto e dell'allentamento delle restrizioni all'acquisto introdotte nel settembre 2024, queste misure hanno in gran parte liberato la domanda repressa piuttosto che generare una ripresa sostenuta: le città di livello inferiore con squilibri più pronunciati tra domanda e offerta rimangono deboli.

I pilastri della politica monetaria: produttività guidata dall'IA e riequilibrio interno

Innovazione e AI come moltiplicatori della crescita

La capacità di innovazione della Cina ha registrato guadagni costanti, con il paese che è entrato nella top ten globale nel 2025 del Global Innovation Index dell'OMPI, rispetto al 29° posto del 2015. La Cina ha superato la Germania (11°), mentre la Svizzera (1°), la Svezia (2°) e gli Stati Uniti (3°) continuano a mantenere il comando a livello globale. Il Global Innovation Index (GII) analizza 139 economie attraverso 80 indicatori, che spaziano dagli input all'innovazione (R&S, istruzione, finanza, contesto imprenditoriale) ai prodotti dell'innovazione (brevetti, esportazioni di prodotti high-tech), includendo sia l'invenzione che l'adozione. La Cina supera le aspettative dato il livello del suo PIL pro capite, classificandosi al primo posto tra le economie a reddito medio-alto e con risultati guidati più dai prodotti produttivi che dagli input, dimostrando che gli investimenti si stanno traducendo in innovazione misurabile. Il suo ecosistema combina una rapida espansione universitaria e una più profonda ricerca e sviluppo del settore, ospitando 24 dei primi 100 cluster di innovazione del mondo (rispetto ai 22 degli Stati Uniti), segnalando una crescente concentrazione di aziende e talenti. In particolare, il contesto è sempre più orientato al business, con la Cina al secondo posto per attività di R&S finanziate dalle imprese (rispetto al 5° posto negli Stati Uniti) e alle operazioni di VC in fase avanzata (rispetto al 1° posto negli Stati Uniti), insieme a una forte presenza di importanti investitori aziendali in R&S (al 3° posto rispetto al 1° negli Stati Uniti).

Figura 8: Classifica del Global Innovation Index, 2015 rispetto al 2025



Fonti: Global Innovation Index Database WIPO, Allianz Research

La Cina e gli Stati Uniti sono testa a testa nella corsa globale all'intelligenza artificiale, per ora. I dati rivelano un sorprendente equilibrio di punti di forza complementari in questa fase. La Cina è leader nella scala della ricerca e nella profondità dell'ecosistema industriale: rappresenta oltre la metà dei ricercatori mondiali di IA, quasi un quarto delle pubblicazioni totali sull'IA e un impressionante 70% dei brevetti globali sull'IA. Sebbene la qualità delle pubblicazioni sull'intelligenza artificiale non sia così alta come negli Stati Uniti, ottiene un punteggio più che decente. L'ampia base di ricerca della Cina e l'ampia produzione di terre rare (circa il 69% della produzione mineraria globale) rafforzano anche il suo controllo a monte sui materiali chiave abilitanti l'intelligenza artificiale. Al contrario, gli Stati Uniti conservano chiari vantaggi in termini di intensità di capitale e infrastrutture tecnologiche: controllano circa il 62% degli investimenti privati nell'IA e quasi la metà della capacità di calcolo globale generata dai data center. Questi vantaggi sono sostenuti dall'enorme potenza finanziaria dei suoi hyperscaler e da un dinamico mercato del private equity e del venture capital: circa il 58% dei 150 miliardi di dollari investiti dai fondi di venture capital negli Stati Uniti nel 2025 è stato destinato al segmento GenAI. Questo slancio di capitale si traduce nella più grande pipeline di espansione dei data center al mondo, con circa 91 GW, ovvero quasi il 75% delle aggiunte di capacità globali pianificate. Questi vantaggi strutturali, abbinati a prestazioni più elevate in pubblicazioni molto citate e alla produzione di chip all'avanguardia, sostengono il vantaggio degli Stati Uniti nell'esecuzione tecnologica. L'Europa, nel frattempo, mostra risultati mediocri in tutte le categorie, senza un unico dominio di dominio. Ciò evidenzia la sfida dell'Europa di tradurre la R&S pubblica relativamente forte in innovazione scalabile o in attrazione di capitali privati. Nel complesso, la corsa globale all'intelligenza artificiale sta diventando una doppia competizione tra l'innovazione cinese basata sulla scala e il modello statunitense basato sul capitale e sulla tecnologia, lasciando l'Europa sempre più periferica.

Figura 9: Componenti chiave nella corsa globale all'IA, confronto tra Cina, Stati Uniti ed Europa

Commentato [MT4]: Dovrebbe essere "terre rare" nella tabella ?

Concept		Indicator	Unit	China	US	Europe
Research	Research talent	Number of researchers	as share of global proxy (2024)	51%	16%	28%
	Research quantity	AI publications	as share of global total (2023)	23%	9%	21%
	Research quality	AI publication citations	Number of highly cited publications in top 100 (2023)	34	50	12
	Patents	Granted AI patents	as share of global total (2023)	70%	14%	3%
Funding	Public funding	Government R&D spending	as share of global proxy (2023)	20%	24%	23%
	Private funding	Stock of private investment	as share of global total (2024)	16%	62%	11%
Infrastructure	Computing capacity	Computing capacity generated by datacenters	as share of global total (H1 2025)	9%	47%	12%
	Grid capacities	Data center electricity consumption	Projected 2030 as % of 2024 power generation capacities	2.7%	9.3%	3.0%
Critical components	Rare earth	Mine production	as share of global total (2024)	69%	12%	0%
	Cutting-edge chips	Gross value-added output (Logic10-22nm)	as share of global total (2022)	6%	28%	13%
Adoption	AI adaptation readiness	Implementation of generative AI in firms	share of firms reporting full implementation (SAS survey in 2024)	19%	24%	7%

Nota: per quanto riguarda il numero di ricercatori nel settore dell'IA e la spesa pubblica in R&S, abbiamo preso l'UE-27 come indicatore dell'Europa.

Fonti: Stanford HAI, OCSE, Cushman & Wakefield, Enerdata, IEA, US Geological Survey, SEMI, SAS, Allianz Research

Riquadro 2: Il settore dei semiconduttori – La Cina vuole fare un passo avanti tra le tensioni geopolitiche e il boom dell'IA

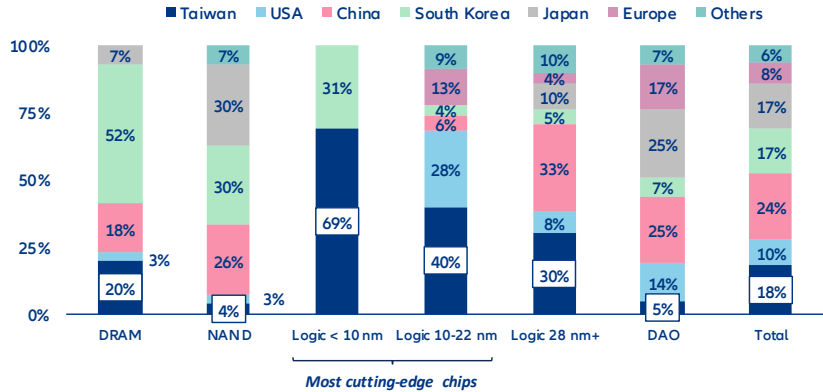
Nell'ultimo decennio, la Cina è riuscita a migliorare la sua industria dei semiconduttori. Storicamente, la Cina si è specializzata in chip di fascia medio-bassa (sopra i 28 nm), utilizzati principalmente nell'elettronica di consumo – come smartphone, PC e dispositivi domestici – di cui circa il 35% sono prodotti in Cina. Nell'ambito di questa strategia, la Cina si è concentrata più sulla scala che sulla sofisticazione. Un primo cambiamento tecnologico si è verificato nell'ultimo decennio, sotto l'impulso del rapido sviluppo e dell'internazionalizzazione dei campioni nazionali nei settori dell'informatica, delle telecomunicazioni e, più recentemente, dell'automobile. Perseguendo la sua strategia di lavorare a livello nazionale per limitare la dipendenza esterna, la Cina ha aggiornato il suo ramo dei semiconduttori e ha investito in una capacità di chip più avanzata (segmento 10-22 nm), ma nulla di paragonabile agli Stati Uniti e a Taiwan, che producono oltre i due terzi di questa categoria di chip.

La Cina sta ora perseguendo un'altra trasformazione strategica, da hub manifatturiero a hub tecnologico, spinta sia dalle pressioni geopolitiche che da una più ampia ambizione di risalire la catena del valore globale. Un altro passo è in corso, e questa volta per lo più guidato da forze esterne: in primo luogo

le tensioni commerciali e in secondo luogo il boom dell'intelligenza artificiale. Tra l'escalation delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti dal 2017 e la nuova strategia dell'Europa di ridurre il rischio dalla Cina dopo la pandemia, osserviamo un ampio rimodellamento delle connessioni commerciali, con conseguente indebolimento dell'impronta diretta della produzione cinese in questi mercati. Inoltre, gli Stati Uniti e l'Europa stanno cercando di limitare l'accesso della Cina alla tecnologia avanzata attraverso divieti di esportazione e schemi di licenza, che potrebbero minacciare di limitare l'esposizione della Cina al potenziale di crescita legato all'intelligenza artificiale.

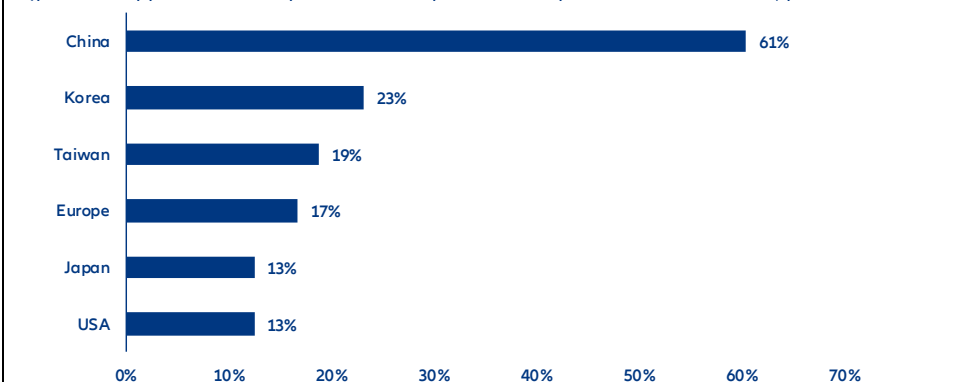
La Cina sta moltiplicando gli sforzi per affrontare le minacce di isolamento, ma ci vorranno anni per ridurre l'attuale divario tecnologico con gli Stati Uniti quando si tratta dei chip più avanzati. Nel 2024, attraverso il National Integrated Circuit Fund, la Cina ha lanciato un terzo ciclo di investimenti pari a quasi 350 miliardi di RMB - la somma dei due cicli precedenti implementati nell'ultimo decennio - concentrandosi in particolare su semiconduttori e apparecchiature avanzate. A livello privato, dopo la pandemia, oltre il 60% delle entrate generate dal settore viene reinvestito in infrastrutture, espansione del personale o ricerca e sviluppo, una quota 3 volte superiore rispetto ai colleghi sudcoreani e taiwanesi che attualmente guidano entrambi le attività di chip di tipo AI, e quasi 5 volte superiore ai colleghi statunitensi che attualmente offrono i chip più potenti sul mercato, grazie alla tecnologia all'avanguardia nella progettazione e nell'ideazione. Diversi progetti di chip interni di tipo AI sono stati lanciati da grandi aziende tecnologiche cinesi per contestare il primato degli Stati Uniti, ma ci vorranno anni per ridurre il divario tecnologico in corso. Nonostante un riorientamento strategico delle risorse per sviluppare semiconduttori di valore più elevato, la Cina non ha ancora una capacità sufficiente a livello nazionale per competere nella corsa in corso per la leadership dell'IA (attualmente valutata attraverso il livello di capacità di calcolo prospettica generata dalle flotte di data center) con soluzioni strettamente interne. Questo spiega il forte interesse per l'industria taiwanese e la sua ben riconosciuta competenza nei chip più avanzati (3nm e inferiori). Contrariamente agli Stati Uniti, che negli ultimi anni hanno moltiplicato le partnership e facilitato l'accesso delle fonderie taiwanesi sul loro territorio, la Cina non può godere degli stessi benefici a causa delle storiche tensioni politiche con Taiwan. L'industria dei semiconduttori ha acquisito un rinnovato status geopolitico in quanto è la pietra angolare della trasformazione digitale e dell'automazione globale in corso. Rimarrà una priorità fondamentale per il governo cinese e di conseguenza influenzerà le future decisioni economiche, commerciali e potenzialmente anche politiche.

Figura 10: Produzione di valore aggiunto lordo per categorie di semiconduttori per disaccareaazione aeografica



Fonti: SEMI, Allianz Research.

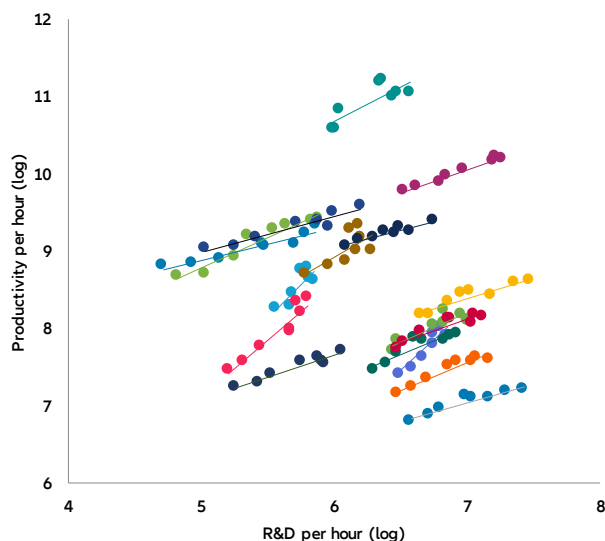
Figura 11 - Rapporto medio di spesa in conto capitale delle imprese di semiconduttori, periodo 2021-2025



Dati aggiornati al 1° semestre 2025.
 Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

L'innovazione come modo per aumentare la produttività. La crescita della produttività totale dei fattori in Cina è diminuita gradualmente negli ultimi anni. Stimiamo che il contributo alla crescita potenziale sia diminuito da 2,4 punti percentuali nel periodo 2001-2010 a 1,8 punti percentuali nel periodo 2011-2020, ed è probabile che raggiunga 1,4 punti percentuali nel periodo 2021-2030. I dati delle Penn World Tables mostrano che il tasso di crescita medio annuo della produttività totale dei fattori ha superato il +4% negli anni 2000, ha superato il +2% negli anni 2010 e ha raggiunto il +1,7% in media tra il 2000 e il 2023. La letteratura accademica e i dati suggeriscono che l'innovazione può aiutare ad aumentare la produttività. Un'analisi granulare dei dati settoriali rivela che la correlazione tra l'intensità della R&S e la produttività è più forte nei settori manifatturieri come la chimica, la trasformazione alimentare, i metalli e l'estrazione mineraria, i macchinari e le attrezzature elettriche, il legno e i mobili, i tessili e le apparecchiature di comunicazione, i computer e altre apparecchiature elettroniche. In questi settori, un aumento del +10% dell'intensità di R&S aumenterebbe la produttività in media del +7%. Al contrario, settori come quello delle utility non mostrano una forte relazione tra le metriche dell'innovazione e i risultati della produttività: la loro performance è probabilmente più guidata dai quadri normativi, dall'allocazione del capitale e dai cicli di investimento delle immobilizzazioni, piuttosto che dal progresso tecnologico. Questa divergenza evidenzia la necessità di politiche di innovazione su misura per il settore: mentre l'industria manifatturiera beneficia del sostegno diretto alla R&S e alla diffusione delle tecnologie, i settori dei servizi e delle infrastrutture possono invece richiedere riforme istituzionali e incentivi all'efficienza. Nel complesso, il sostegno alla crescita della produttività nella prossima fase di sviluppo della Cina dipenderà dal rafforzamento della traduzione degli input di innovazione (R&S, adozione digitale e capitale umano) in guadagni misurabili in termini di efficienza, in particolare nei settori manifatturieri a media tecnologia, che rappresentano ancora la maggior parte dell'occupazione e del valore aggiunto.

Figura 12: Intensità di R&S in rapporto alla produttività, per settori industriali e dal 2015



Fonti: Ufficio Nazionale di Statistica della Cina, Allianz Research

Riequilibrio verso la domanda interna: dare lavoro, tempo, reddito e fiducia ai consumatori

Dare lavoro ai consumatori: le riforme cinesi dell'istruzione e della formazione guidate dall'intelligenza artificiale possono creare contemporaneamente milioni di nuovi posti di lavoro e catalizzare la crescita del settore dei servizi sottosviluppato della Cina. Nel 2025, la Cina ha imposto l'istruzione sull'intelligenza artificiale a tutti i livelli di istruzione: non solo nelle università, ma in tutta la scuola secondaria e persino primaria, con requisiti specifici per integrare i contenuti dell'intelligenza artificiale in migliaia di micro-major, nuovi moduli didattici e centri professionali. Incorporando strumenti di intelligenza artificiale, le autorità cinesi mirano a fornire a 25 milioni di studenti all'anno competenze in semiconduttori, robotica, biotecnologie e campi correlati, generando ruoli di insegnamento, supporto e ricerca e sviluppo presso istituzioni educative locali, centri di formazione privati e aziende edtech. Oltre ai percorsi high-tech, l'integrazione dell'intelligenza artificiale nei programmi di riqualificazione degli adulti può affrontare la discrepanza tra le qualifiche dei laureati e le esigenze del mercato, riducendo la disoccupazione giovanile e incanalando i talenti nei settori dei servizi emergenti, in particolare nei servizi personali come l'assistenza agli anziani, l'assistenza sanitaria, l'assistenza all'infanzia e l'ospitalità, dove persiste la carenza di manodopera. Il settore dei servizi alla persona rappresenta attualmente solo l'8,2% del PIL cinese e impiega il 13% della forza lavoro, contro oltre il 20% delle economie avanzate. L'espansione di questo segmento assorbirebbe i lavoratori espulsi dal settore manifatturiero e immobiliare, stimolando al contempo i consumi interni attraverso redditi più elevati delle famiglie e un miglioramento del benessere sociale. Inoltre, le piattaforme basate sull'intelligenza artificiale per la telemedicina, le strutture intelligenti per l'assistenza agli anziani e i servizi domiciliari on-demand possono creare ruoli che vanno dall'annotazione dei dati e dalla manutenzione del sistema all'assistenza clienti e all'assistenza specializzata. Tali sviluppi non solo affrontano i venti contrari demografici fornendo assistenza a una popolazione che invecchia, ma promuovono anche una classe media più profonda. Mentre i responsabili politici calibrano l'iniziativa "IA per l'occupazione", l'abbinamento degli aggiornamenti tecnologici con incentivi mirati per il settore dei servizi (come agevolazioni fiscali per le start-up di servizi di assistenza e sovvenzioni per la ricerca sull'IA, ecc.) sarà essenziale per massimizzare i guadagni occupazionali e consolidare la transizione della Cina da una potenza manifatturiera a un'economia equilibrata e guidata dai consumi.

Dare tempo ai consumatori: gli aumenti di produttività della Cina potrebbero, in teoria, consentire ai lavoratori di lavorare di meno, sostenendo al contempo standard di vita e una domanda interna più elevati. Nel 2023 le ore medie annue lavorate per persona in Cina hanno raggiunto le 2328 unità, circa il 40% in più rispetto alle altre principali economie (1.657 in media negli Stati Uniti, Giappone, Corea del Sud, Germania, Francia, Svezia e Brasile). In teoria, sostenere la crescita della produttività potrebbe liberare molto tempo per i

lavoratori per diventare consumatori. Per quantificare questo potenziale, stimiamo quanto consumo privato potrebbe essere sbloccato se le ore lavorative della Cina convergessero verso la media delle principali economie (un calo di 671 ore per persona all'anno), ipotizzando che la produttività oraria aumenti abbastanza da mantenere stabili i redditi annuali, e che si verifichi un significativo cambiamento culturale. Utilizzando la quota di reddito da lavoro della Cina, pari al 56% del PIL, e una propensione marginale media al consumo (MPC) di 0,6, la nostra analisi suggerisce ulteriori 9,6 punti percentuali di PIL in termini di consumi privati potenziali, equivalenti a circa 13 trilioni di RMB. Naturalmente, questi dati dipendono da importanti ipotesi, la principale delle quali è che la produttività oraria aumenti di circa il +40%, in modo che la riduzione dell'orario non eroda i redditi. Per contestualizzare questo dato, i dati storici mostrano che la produttività in Cina è aumentata del +44% tra il 2005 e il 2015, del +26% tra il 2010 e il 2020 e del +25% tra il 2013 e il 2023 (ultimi dati disponibili). Con un'ipotesi di +20% di incrementi di produttività (e un MPC ancora a 0,6), la nostra analisi suggerisce ulteriori 4,8 punti percentuali di PIL in consumi privati potenziali. In pratica, la traduzione del tempo in spesa dipende dalla distribuzione degli incrementi di produttività, dalla trasmissione dei salari e dal comportamento di risparmio delle famiglie, ecc. Inoltre, un maggiore tempo libero potrebbe non tradursi completamente in un maggiore consumo monetario, in quanto parte di esso potrebbe essere assorbito sotto forma di attività ricreative o informali non di mercato. Tuttavia, l'esercizio sottolinea che sostenere la crescita della produttività potrebbe sbloccare un importante dividendo della domanda interna, consentendo alle famiglie cinesi di consumare di più e vivere meglio senza sacrificare la produzione.

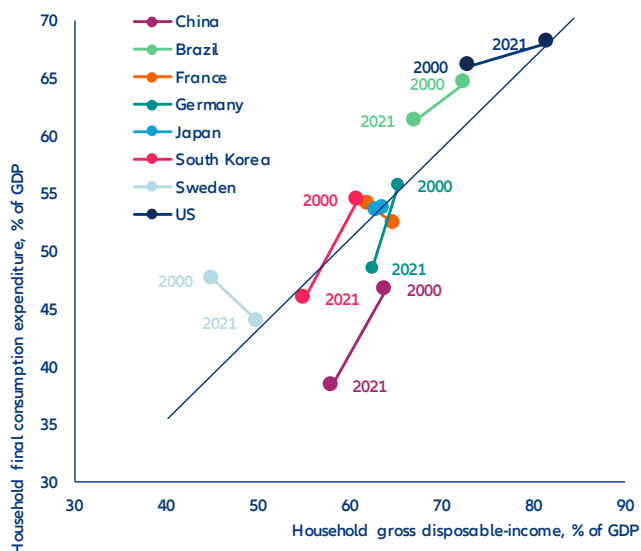
Figura 13: Incrementi dei consumi privati (in pp del PIL), se le ore lavorate annuali della Cina corrispondessero alla media delle altre principali economie, secondo ipotesi di propensione marginale al consumo e di incrementi di produttività

Extra private consumption, in pp of GDP		Marginal propensity to consume				
		0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
Productivity gains	10%	0.8	1.6	2.4	3.2	4.0
	20%	1.6	3.2	4.8	6.4	8.0
	30%	2.4	4.8	7.2	9.6	12.0
	40%	3.2	6.4	9.6	12.8	16.0
	50%	4.0	8.0	12.0	16.0	20.0

Fonti: fonti nazionali, Penn World Tables, Allianz Research

Condividere più reddito con i consumatori: il deficit di consumo della Cina deriva più da una bassa quota del PIL del reddito usa e getta delle famiglie, che da una quota relativamente bassa del PIL del reddito da lavoro. Nel 2023, i consumi privati in Cina rappresentavano solo il 40% del PIL, molto al di sotto di Stati Uniti (68%), Giappone (55%), Corea del Sud (49%) e Germania (50%). Eppure la quota di reddito da lavoro della Cina, pari a circa il 56% del PIL, è ampiamente paragonabile a quella degli Stati Uniti e persino superiore a quella della Corea del Sud (54%). Il divario nasce dopo le tasse, i contributi sociali e i trasferimenti: le famiglie cinesi conservano una quota molto più piccola del reddito nazionale al netto delle imposte rispetto alle altre principali economie del mondo. Mentre il reddito disponibile lordo delle famiglie statunitensi ha raggiunto circa l'81% del PIL nel 2023, quello cinese si è aggirato tra il 55% e il 60% dal 2010, in calo rispetto al 66% degli anni '90. Un fenomeno del genere, in cui le famiglie acquisiscono meno del reddito nazionale dopo la redistribuzione, sembra limitare i consumi anche quando i salari aumentano. In Corea del Sud, la quota di lavoro è rimasta stabile dal 1990 (a circa il 55% del PIL), ma i consumi privati si sono moderati dal 50% al 48% del PIL, mentre la quota di reddito disponibile delle famiglie nel PIL è scesa di -10 punti percentuali dagli anni '90, riflettendo in parte l'aumento delle tasse e dei contributi, gli utili aziendali non distribuiti e il risparmio precauzionale delle famiglie. Anche se questa non sembra essere una priorità politica assoluta in questa fase, se la Cina dovesse aumentare la quota del reddito disponibile delle famiglie nel PIL dall'attuale 58% al 70-75% osservato nelle economie avanzate, i consumi privati potrebbero aumentare di circa 10 punti percentuali del PIL. Ciò sottolinea come una chiave per sbloccare il potenziale di consumo della Cina non risieda semplicemente nell'aumento dei salari, ma nel consentire alle famiglie di trattenere e spendere una quota maggiore del reddito nazionale.

Grafico 14 - Reddito disponibile lordo delle famiglie e spesa per consumi finali, in percentuale del PIL (%)



Fonti: OCSE, Banca Mondiale, Allianz Research

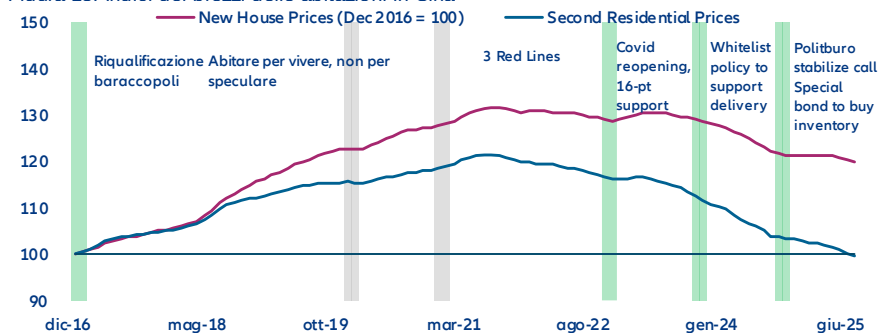
Rafforzare la fiducia dei consumatori: oltre all'occupazione e al reddito, per stimolare i consumi delle famiglie è necessario ripristinare la fiducia dei consumatori per ridurre gli elevati tassi di risparmio. A tal fine, vediamo due principali linee d'azione politiche che contribuirebbero a incentivare la spesa e a ridurre i persistenti elevati tassi di risparmio della Cina: l'istituzione di una rete di sicurezza sociale più forte e inclusiva e il sostegno politico per stabilizzare i prezzi delle case. Attualmente, le famiglie cinesi risparmiano oltre il 30% del loro reddito disponibile (significativamente più alto rispetto alle economie avanzate), in parte a causa delle preoccupazioni per le spese per l'assistenza agli anziani, l'assistenza sanitaria e l'assistenza all'infanzia. L'espansione della copertura e il miglioramento della qualità dei servizi sociali in queste aree allevierebbe il motivo del risparmio precauzionale, consentendo alle famiglie di spostare i risparmi verso i consumi e catalizzare la crescita della domanda interna. La spesa sociale pubblica cinese ammonta a circa il 13% del PIL, rispetto al 19% degli Stati Uniti, al 25% del Giappone, al 27% della Germania e al 31% della Francia. Le autorità cinesi hanno recentemente emanato misure che impongono i contributi dei datori di lavoro ai benefici per i dipendenti, comprese le pensioni e l'assicurazione sanitaria, ma le incongruenze nell'applicazione e i timori tra le piccole imprese per l'aumento dei costi continuano a ostacolare i progressi. I governi locali potrebbero anche trovarsi di fronte a vincoli fiscali per espandere e rafforzare in modo completo la rete di sicurezza sociale. Inoltre, il governo dovrebbe dare priorità alla stabilizzazione del fragile mercato immobiliare per ripristinare gli effetti di ricchezza che sono stati un forte freno al sentimento dei consumatori. Stimiamo che le attuali scorte di abitazioni in eccesso ammontino ancora a 1,6 miliardi di metri quadrati, in calo del -40% rispetto al picco di agosto 2021, ma che corrispondono ancora a 25 mesi di vendite, creando una prolungata pressione al ribasso sui prezzi e sulla percezione della ricchezza. Il ritorno al livello di inventario pre-crisi di 19 mesi di vendite, in base all'attuale ritmo di vendita, implicherebbe che 389 milioni di metri quadrati di scorte di abitazioni dovranno essere assorbiti. Considerando il prezzo medio di mercato delle abitazioni e il fatto che è probabile che il governo effettui gli acquisti con uno sconto, l'assorbimento di 389 milioni di metri quadrati di inventari immobiliari richiederebbe circa 2 trilioni di RMB di finanziamenti (quasi il 2% del PIL). Per accelerare l'assorbimento delle scorte e rafforzare la fiducia, sono in corso azioni politiche come incentivi mirati per gli acquirenti di case, il completamento dei progetti di costruzione e l'allentamento delle restrizioni all'acquisto. Assorbire questo surplus immobiliare è fondamentale: l'elasticità standard della ricchezza rispetto ai consumi privati suggerisce che ogni ulteriore calo del -1% dei prezzi delle abitazioni potrebbe ridurre i consumi privati di circa lo 0,2% del PIL.

La prossima fase del renminbi: dallo shock immobiliare all'apertura del mercato dei capitali

La crisi immobiliare come punto di svolta finanziario

Il settore immobiliare in Cina sta subendo una correzione pluriennale. I dati sui prezzi delle abitazioni sottolineano la profondità e la persistenza dell'aggiustamento. Dall'introduzione della politica delle "tre linee rosse" nel 2020 e dai picchi dei prezzi delle case nel 2021, i prezzi delle nuove case sono scesi di circa il -10%, mentre i prezzi delle case di seconda mano sono diminuiti di quasi il -20%, tornando ai livelli visti l'ultima volta nel 2017. Gli interventi politici dal 2022, come il piano di sostegno in 16 punti, la whitelist dei finanziamenti per il completamento dei progetti e la recente emissione di obbligazioni speciali per assorbire le scorte, finora hanno solo stabilizzato il ritmo del declino piuttosto che innescare un rimbalzo. Sebbene non vi siano ancora indicazioni di una crisi finanziaria sistemica, la recessione immobiliare sta influenzando in modo significativo diversi canali di finanziamento critici, la ricchezza delle famiglie e la fiducia degli investitori. I governi locali, che prima facevano più affidamento sui ricavi della vendita di terreni (38% del reddito totale nel 2021), hanno visto questa quota scendere al 22% entro il 2024, poiché i ricavi della vendita di terreni sono diminuiti da 8,7 trilioni di RMB nel 2021 a 4,9 trilioni di RMB nel 2024. Questa stretta fiscale ha frenato la capacità di investimento locale e inasprito le condizioni finanziarie. Per le famiglie, la correzione ha indebolito l'accumulo di ricchezza e il conseguente effetto negativo sulla ricchezza ha limitato i consumi. È importante sottolineare che il crollo immobiliare e le successive insolvenze degli sviluppatori hanno eroso la fiducia negli asset nazionali, contribuendo ai deflussi di portafoglio mentre gli investitori rivalutano il profilo di rischio della Cina.

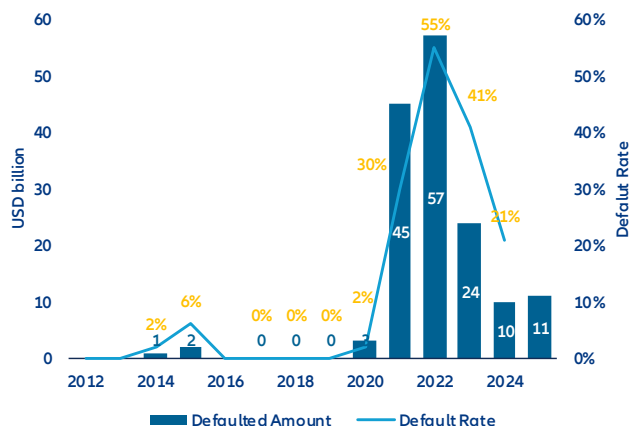
Figura 15: Indici dei prezzi delle abitazioni in Cina



Fonti: Ufficio Nazionale di Statistica della Cina, Allianz Research

Il numero di insolvenze e ristrutturazioni del debito nel settore immobiliare cinese è aumentato negli ultimi tre anni, in parte a causa delle difficoltà del settore durante la pandemia e dell'inasprimento della regolamentazione e delle regole creditizie. Dall'inizio del 2020, almeno 60 emittenti immobiliari cinesi con oltre 140 miliardi di dollari di obbligazioni in dollari in circolazione sono andati in default, il che ha portato a un'impennata del tasso di default per il settore immobiliare high yield (HY) cinese.

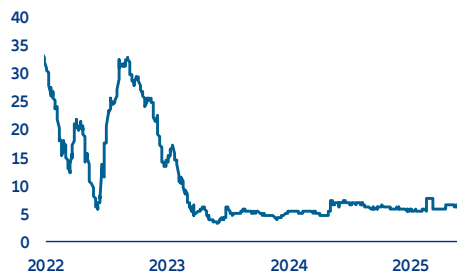
Figura 16: Insolvenze nel settore immobiliare cinese



Fonti: JP Morgan, Bloomberg, Allianz Research

Il ritmo della ristrutturazione è stato molto lento e le valutazioni attuali continuano a riflettere le deboli aspettative del mercato e la bassa probabilità di flussi di cassa futuri per gli sviluppatori in difficoltà. La lenta ristrutturazione è in gran parte dovuta alla prolungata flessione del settore, con le vendite complessive che rimangono contenute: le vendite di immobili sono diminuite del -6% a/a in termini di volume da inizio anno e i prezzi delle case hanno ripreso a diminuire dopo una certa stabilizzazione nel 4° trimestre 2024 e nel 1° trimestre 2025, a seguito di precedenti misure di allentamento delle politiche. In questo contesto, i prezzi medi delle obbligazioni del settore immobiliare in difficoltà cinese si sono attestati per lo più a un livello medio-alto a una cifra dal 4° trimestre 2023.

Figura 17: Prezzo medio delle obbligazioni degli sviluppatori immobiliari cinesi

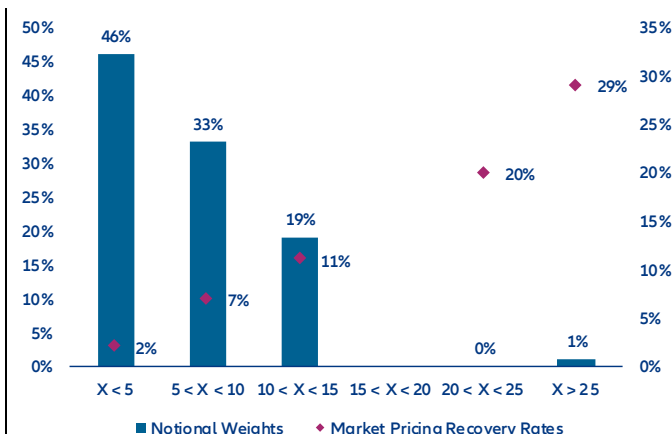


Fonte: Bloomberg

Riquadro 3: Concentrarsi sui promotori immobiliari in default

I mercati continuano a scontare una bassa probabilità di ripresa per gli sviluppatori immobiliari cinesi in default. Ad eccezione di tre emittenti immobiliari cinesi in sofferenza/insolvenza, gli altri stanno valutando tassi di recupero inferiori al 15% per le loro obbligazioni offshore in USD. Il secchio con il maggior numero di emittenti è quello con il prezzo medio delle obbligazioni inferiore a 5cts. A titolo di confronto, il tasso medio di recupero per le obbligazioni societarie senior non garantite asiatiche in USD è di circa il 30%.

Figura 18: Distribuzione degli emittenti immobiliari cinesi in stile HY in base al prezzo medio delle obbligazioni



Fonti: Morgan Stanley, Allianz Research

La ragione principale della mancata ripresa dei prezzi è che le ristrutturazioni non migliorano significativamente le strutture del capitale a livelli più sostenibili. Molti dei piani di debito proposti dagli sviluppatori hanno lo scopo di guadagnare tempo, facendo forte affidamento sulle estensioni delle scadenze. I bilanci ad elevato indebitamento, le riserve di capitale ridotte, i fuori bilancio e le passività potenziali sono i principali ostacoli che impediscono una riduzione significativa dell'indebitamento. Non riuscendo ad affrontare il livello di debito, l'emittente calcia efficacemente il barattolo lungo la strada. Ciò potrebbe risolvere le crisi di liquidità a breve termine, ma non affrontare il problema più grande della solvibilità. Pertanto, la capacità di pagamento post-ristrutturazione dell'azienda rimane un problema. Gli elementi chiave della ristrutturazione dovrebbero mirare alla riduzione dell'indebitamento dei bilanci e al ripristino della continuità aziendale. Pertanto, le equitazioni, le iniezioni di capitale, i nuovi investitori strategici e gli scarti di garanzia principali sostengono una struttura del capitale più sostenibile.

Un'insufficiente riduzione dell'indebitamento implica il rischio di ripetute ristrutturazioni, che si sono già verificate a diversi promotori e hanno sottolineato la mancanza di redditività del piano di ristrutturazione, nonostante il precedente sostegno dei creditori. Quindi, una ristrutturazione offshore di successo è solo il primo passo. Per vedere una ripresa significativa dei prezzi, gli emittenti devono anche completare la ristrutturazione delle passività onshore, adempiere agli obblighi di costruzione e consegna e normalizzare le operazioni e il flusso di cassa.

Una ripresa più ampia dipende anche da un settore immobiliare più sano. Affinché gli sviluppatori immobiliari funzionino realmente come aziende in attività, è fondamentale una ripresa del sentiment e dei fondamentali del mercato, in particolare la stabilizzazione o l'apprezzamento graduale dei prezzi delle case, in linea con l'inflazione. Pertanto, la capacità del governo di stabilizzare il settore e ripristinare la fiducia dei consumatori è fondamentale per sostenere la ripresa della domanda immobiliare e ridurre il rischio di ulteriori ristrutturazioni.

Si prevede una ripresa iniziale biforcata a partire dal medio termine, con le società che hanno completato con successo la ristrutturazione del debito che probabilmente sovraperformeranno quelle più lente nella ristrutturazione e ancora in default. I primi rimborsi in contanti sulle obbligazioni ristrutturate iniziano in genere due o tre anni dopo la data di entrata in vigore. Se le operazioni si stabilizzano e i pagamenti vengono effettuati in tempo, ci si aspetta una leggera ripresa da un livello a una cifra a un livello basso a due cifre. Per il lungo termine (5 anni+), per gli sviluppatori che sopravvivono e si adattano al nuovo contesto operativo, i livelli di recupero potrebbero raggiungere livelli medi a due cifre e convergere gradualmente verso la pari, a seconda della stabilizzazione dei prezzi delle case e del volume complessivo delle vendite. Si prevede che la forte spinta all'urbanizzazione in Cina e una rinnovata spinta al rinnovamento urbano sosterranno ulteriormente gli sviluppatori sopravvissuti nel lungo periodo.

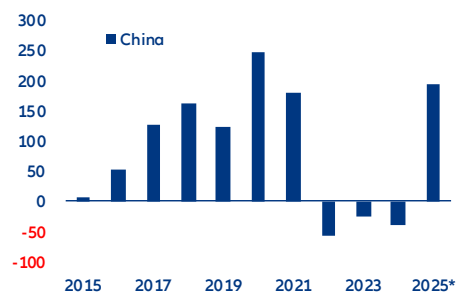
La crisi immobiliare in Cina non ha precedenti, con esiti che rimangono altamente incerti. Tuttavia, è possibile una significativa ripresa dei prezzi per gli sviluppatori immobiliari cinesi, come evidenziato dalle passate ristrutturazioni dovute a problemi specifici delle società, con i prezzi delle obbligazioni che sono scesi a basse due cifre e hanno mostrato una piena ripresa dei prezzi dopo la ristrutturazione. Le società private che hanno evitato il default sono un altro esempio con livelli di prezzo alti a 90, mostrando a cosa può negoziare uno sviluppatore privato funzionante.

Apertura selettiva e internazionalizzazione dello yuan

Apertura calibrata e approfondimento dei mercati dei capitali: proseguimento degli sforzi politici e sequenziamento delle riforme. La Cina ha intrapreso un percorso ventennale di liberalizzazione del mercato dei capitali, implementando iniziative come il programma Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) nel 2002, lo Stock Connect nel 2014 e il Bond Connect nel 2017. Queste riforme hanno operato attraverso un approccio "learning-by-doing": le autorità di regolamentazione testano le aperture controllate, monitorano i risultati e poi si espandono gradualmente. Il Shanghai-Hong Kong Stock Connect si è dimostrato particolarmente trasformativo, con un aumento del trading in direzione nord di 26 volte, passando da 5,8 miliardi di RMB nel 2014 a 150,1 miliardi di RMB nel 2024, che ora rappresentano oltre il 10% del fatturato totale del mercato di Shanghai e Shenzhen. I recenti miglioramenti includono la rimozione nel 2019 dei limiti di quota QFII, la fusione nel 2020 degli schemi QFII e RQFII, con l'ampliamento dell'ammissibilità degli asset per includere i derivati, e l'eliminazione dei limiti di proprietà straniera nei settori finanziari. Alla fine del 2024, il numero di licenze per investitori stranieri attraverso il programma QFII era salito a 861 da appena 92 nel 2010.

Tuttavia, permangono sfide poiché l'esposizione estera ai mercati dei capitali cinesi rimane limitata. La crisi immobiliare potrebbe diventare un catalizzatore per ulteriori riforme. Un certo grado di convalida internazionale dell'apertura del mercato dei capitali cinese è stato raggiunto grazie all'ingresso di azioni e obbligazioni cinesi nei principali indici finanziari mondiali dal 2018³. Tali inclusioni hanno sbloccato sostanziali flussi di investimento passivi, in quanto i fondi internazionali che replicano questi indici hanno dovuto acquistare asset cinesi per ribilanciare i portafogli. A marzo 2025, le partecipazioni estere in obbligazioni e azioni cinesi hanno raggiunto circa 7,4 trilioni di RMB, riflettendo il sostenuto appetito estero nonostante i venti contrari interni. Detto questo, l'accesso estero ai mercati dei capitali cinesi rimane limitato: gli investitori stranieri detengono ancora meno del 5% del valore del mercato azionario cinese, l'accesso ai derivati rimane limitato solo a scopi di copertura e i controlli sui capitali continuano a limitare il movimento di denaro. La recessione immobiliare dal 2021 è paradossalmente diventata un catalizzatore per le conversazioni sulle riforme: con i canali patrimoniali tradizionali interrotti e la fiducia degli investitori intaccata, i responsabili politici si trovano di fronte a una rinnovata urgenza di approfondire i mercati dei capitali, migliorare gli standard di corporate governance e aumentare la trasparenza normativa per incanalare i risparmi in investimenti produttivi.

Figura 19: Flussi di portafoglio in Cina (miliardi di dollari)



Fonti: WIND, Allianz Research

La finanza verde come punta di diamante dell'internazionalizzazione del renminbi? Sfruttare il soft power della Cina attraverso il capitale climatico. La Cina ha posizionato strategicamente la finanza verde come un percorso distintivo per l'internazionalizzazione del renminbi (RMB o CNY), capitalizzando sul suo status di uno

³ Ad esempio, l'indice MSCI EM nel 2018, il FTSE Russell GEIS nel 2019, il Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index nel 2019, il JP Morgan GBI-EM Index nel 2020.

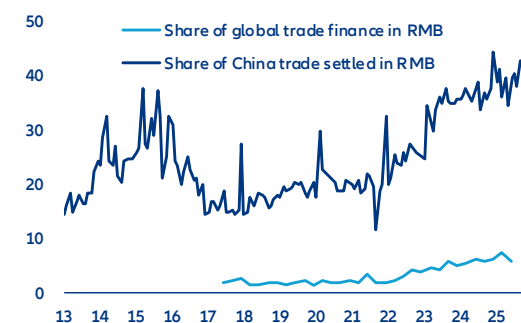
dei maggiori emittenti di green bond al mondo, il più grande emettitore di carbonio in fase di transizione e il più grande produttore di cleantech a livello globale. Secondo la tassonomia della Climate Bonds Initiative, nel 2024 la Cina ha emesso 69 miliardi di dollari in green bond allineati⁴, diventando la terza fonte a livello globale (dopo gli Stati Uniti con 85 miliardi di dollari e la Germania con 73 miliardi di dollari). Parallelamente, la Belt and Road Initiative (BRI) è diventata un veicolo fondamentale per l'esportazione di finanziamenti per il clima denominati in RMB: nel giugno 2024, la Bank of China ha emesso i primi sustainability bond da 940 milioni di dollari, per finanziare progetti sia verdi che sociali esclusivamente per i Paesi BRI, distribuiti sia in USD che in RMB. Queste obbligazioni hanno finanziato progetti che vanno dalla produzione di batterie per veicoli elettrici in Ungheria all'energia eolica in Uzbekistan e alla pesca sostenibile in Cile. L'approccio della Cina sfrutta i suoi vantaggi tecnologici e di costo nelle tecnologie pulite per creare una "diplomazia del capitale climatico".⁵ Le obbligazioni verdi denominate in RMB offrono ai paesi BRI (in genere con rating creditizi bassi che richiedono tassi di interesse relativamente più elevati) l'accesso a finanziamenti più convenienti (il recente sustainability bond di Bank of China ha registrato solo il 2,82% di interesse). Questa strategia affronta la duplice sfida della limitata mobilitazione del capitale privato e della scarsa trasparenza nei prestiti allo sviluppo, incanalando i fondi attraverso obbligazioni con standard più chiari, un rischio di insolvenza inferiore e requisiti di divulgazione obbligatoria.

Il RMB come valuta di regolamento per il commercio di materie prime e tecnologia. Nel 2025 i regolamenti commerciali denominati in RMB hanno raggiunto livelli senza precedenti, trainati da cambiamenti strutturali sia nei mercati delle materie prime che nelle catene di approvvigionamento high-tech che favoriscono i vantaggi comparativi della Cina. Nel commercio di materie prime, la Cina ha sfruttato la sua posizione di maggiore importatore mondiale di materie prime per prezzare gradualmente i beni strategici in RMB. I futures sul petrolio greggio denominati in RMB dello Shanghai International Energy Exchange sono stati lanciati nel 2018 e sono diventati il terzo mercato mondiale di futures sul petrolio per volume di scambi entro il 2020, stabilendo il benchmark "Shanghai Oil" insieme a WTI e Brent. Guardando al futuro, i metalli per batterie e le catene di approvvigionamento dei veicoli elettrici rappresentano un'opportunità interessante per i prezzi del RMB, data la schiacciante posizione dominante della Cina: la Cina controlla il 75% della produzione globale di batterie agli ioni di litio, il 70% della capacità catodica, l'85% della produzione di anodi, l'82% degli elettroliti e il 74% dei separatori (a partire dal 2022). Nel 2023 la Cina ha importato il 44% del commercio interregionale globale di minerali grezzi e lavorati per batterie (quasi 12 milioni di tonnellate corte) e ha esportato il 58% (quasi 11 milioni di tonnellate corte) di materiali, pacchi e componenti per batterie. Questa posizione di "strozzatura" nella catena del valore dei veicoli elettrici, dalla raffinazione del litio all'assemblaggio delle celle delle batterie, crea una leva naturale per il regolamento del RMB. Il regolamento delle transazioni in RMB può contribuire a ridurre il rischio valutario per gli esportatori cinesi, offrendo al contempo agli acquirenti stranieri l'accesso agli strumenti di finanziamento in RMB. In questo contesto, la quota del commercio cinese regolata in RMB ha superato il 40% a settembre di quest'anno (ultimi dati disponibili), rispetto al 20% del 2021. Tuttavia, un documento di lavoro del FMI (settembre 2025) rileva che, anche se la fatturazione in RMB si è espansa oltre l'Asia in Europa e in America Latina, solo il 6,5% delle esportazioni cinesi è fatturato in RMB, evidenziando un divario tra il regolamento (la valuta utilizzata per i pagamenti) e la fatturazione (la valuta in cui sono fissati i prezzi), con quest'ultima che conta di più per l'influenza economica perché determina il modo in cui i movimenti dei tassi di cambio influenzano i flussi commerciali. La discrepanza suggerisce che molte transazioni possono essere prezzate in USD per la stabilità, ma pagate in RMB (a causa degli incentivi politici cinesi o degli accordi di finanziamento), il che significa che i tassi di cambio in USD – non i tassi del CNY – continuano a guidare l'economia di gran parte del commercio cinese.

Figura 20: Uso del RMB nel commercio cinese e nella finanza del commercio globale

⁴ Nonostante un calo del -18% rispetto al picco del 2023, il mercato ha dimostrato maturità grazie a una maggiore trasparenza: il 61% delle obbligazioni verdi etichettate nel 2024 era sostenuto da opinioni di seconde parti, segnalando un maggiore allineamento con gli standard internazionali.

⁵ Nel 2023, l'impegno della Cina nel settore dell'energia solare ed eolica nei Paesi BRI ha raggiunto i 7,9 miliardi di dollari, rappresentando il 28% dell'impegno totale nel settore dell'energia, il mix più ecologico dall'inizio dell'iniziativa nel 2013. L'impegno per l'energia idroelettrica ha rappresentato ulteriori 1,6 miliardi di dollari, il 6% dell'impegno totale nel settore energetico.

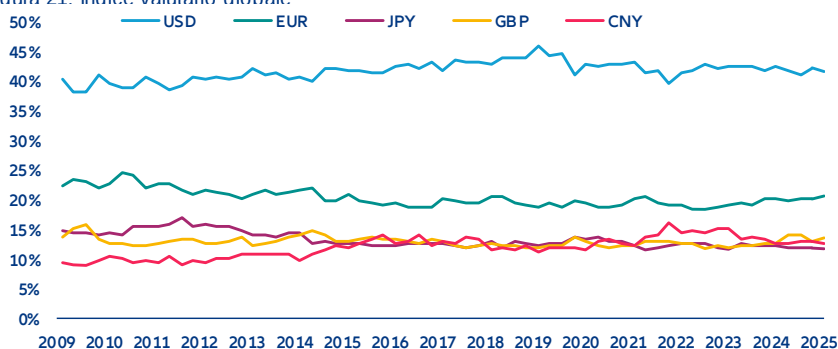


Fonti: statistiche nazionali, SWIFT, Allianz Research

La Cina come fornitore di valuta di riserva: non nel senso tradizionale del termine

L'uso globale del RMB è ancora molto indietro rispetto all'USD, almeno in senso tradizionale, come dimostrato dall'Allianz Research Global Currency Index. L'indice, che aggrega i ruoli delle principali valute attraverso i concetti di dimensione economica, credibilità dell'economia, internazionalizzazione della valuta (ad esempio nei pagamenti, fatturazione commerciale, mercati finanziari, ecc.), convertibilità della valuta e presenza nelle riserve valutarie globali, evidenzia il dominio duraturo dell'USD. A partire dal 2025, il nostro indice valutario globale per l'USD è ancora ben al di sopra di qualsiasi altra valuta: circa il doppio del valore dell'EUR e quattro volte quello del RMB. L'indice valutario globale per il RMB sembra aver raggiunto il picco nel 2022, dopo essere diminuito modestamente principalmente a causa della performance più debole della componente di credibilità dell'indice, in un contesto di inflazione molto bassa che potrebbe ostacolare l'attrattiva percepita del RMB come riserva di valore. Nel frattempo, la forza dell'USD si basa non solo su mercati dei capitali profondi e liquidi, ma anche sulla sua credibilità istituzionale e sugli effetti di rete nel commercio e nella finanza. Sebbene il RMB stia gradualmente acquisendo rilevanza transazionale (in particolare in Asia e nel Sud del mondo), rimane ben lungi dal competere con il dominio radicato dell'USD nel sistema monetario globale.

Figura 21: Indice valutario globale



Fonte: Allianz Research (per i dettagli sulla metodologia, si veda "Globalizzazione finanziaria: verso un sistema polarizzato?", novembre 2022)

La Cina sembra perseguire l'approccio non ortodosso di voler diventare un fornitore di valuta di riserva, senza la piena convertibilità in conto capitale. L'aggressiva accumulazione di oro da parte della Cina dal 2023 funge da complemento strategico all'internazionalizzazione del RMB, rafforzando la fiducia nella stabilità della valuta senza richiedere la piena liberalizzazione del conto capitale. La People's Bank of China (PBOC) ha acquistato 225 tonnellate nel 2023, 44 tonnellate nel 2024 e 21 tonnellate fino alla metà del 2025, portando le riserve ufficiali a 2.298,5 tonnellate a partire dal 2° trimestre 2025, anche se gli analisti sospettano che le partecipazioni effettive superino le cifre ufficiali. Questa ondata di acquisti è in linea con l'impennata dei prezzi dell'oro a livelli record superiori a 3.790 USD/oz nel settembre 2025, riflettendo una più ampia mossa globale delle banche centrali per diversificare gli asset in USD dopo il congelamento delle riserve russe di 300

miliardi di dollari nel 2022. L'accumulo di oro della Polonia (che ha aggiunto 287 tonnellate nel periodo 2023-2025 per raggiungere il 20% delle riserve) illustra il più ampio appeal internazionale di tali strategie di diversificazione in un mondo frammentato. Un esperto di politica cinese coinvolto in discussioni interne ha detto a Reuters che le riserve auree della Cina dovrebbero raggiungere almeno 5.000 tonnellate (più del doppio delle riserve attuali), allineando così il peso monetario della Cina con la sua quota del PIL globale e posizionandola come il secondo più grande detentore ufficiale di oro al mondo dopo gli Stati Uniti (8.133,5 tonnellate).

Oltre all'accumulo di riserve, la Cina sta sperimentando una nuova architettura istituzionale per internazionalizzare il suo mercato dell'oro ed estendere la sua influenza monetaria. Lo Shanghai Gold Exchange (SGE), istituito nel 2002 e ampliato attraverso un consiglio internazionale nel 2014, consente agli investitori stranieri di negoziare contratti d'oro con prezzo in RMB tramite conti della Free Trade Zone. Da allora il benchmark "Shanghai Gold" è diventato un prezzo di riferimento nei mercati internazionali (con i derivati ad esso collegati quotati al Chicago Mercantile Exchange dal 2019), consolidando il ruolo di Shanghai come il più grande hub di trading di oro fisico al mondo, con una lavorazione di 54.000 tonnellate nel 2023, pari a circa il 75% del fatturato spot globale. L'obiettivo è quello di corteggiare le banche centrali straniere, in particolare nel sud-est asiatico e nei paesi della Belt & Road Initiative, per conservare l'oro appena acquistato in magazzini di custodia collegati a SGE, offrendo un'alternativa ai centri di custodia occidentali, tra le crescenti preoccupazioni sulla sicurezza degli asset.

La strategia dell'oro integra l'internazionalizzazione del RMB in tre modi critici e intrecciati. In primo luogo, fornisce una riserva di valore tangibile a sostegno delle riserve in RMB per i paesi che esitano a detenere grandi posizioni in RMB a causa dei controlli sui capitali. L'oro funge da "asset ponte" che riduce la dipendenza dall'USD senza richiedere la piena convertibilità in RMB. In secondo luogo, il benchmark dell'oro denominato in RMB della SGE rafforza il potere di determinazione dei prezzi della Cina in un hard asset riconosciuto a livello globale, aumentando la credibilità del RMB nella fatturazione commerciale. In terzo luogo, offrendo infrastrutture di custodia e regolamento, la Cina promuove relazioni bilaterali "appiccicose" che approfondiscono l'integrazione finanziaria e l'uso del RMB nei flussi commerciali e di investimento. In pratica, questa simbiosi tra oro e RMB è già visibile in diversi accordi commerciali sulle materie prime, in particolare nel settore dell'energia e dei metalli, in cui le opzioni di regolamento consentono la conversione delle entrate del RMB in oro tramite il SGE. Questo meccanismo fornisce alle controparti una "copertura di hard asset", aumentando la convenienza con le transazioni denominate in RMB.

In definitiva, mentre la Cina non ha mai approvato un ancoraggio formale all'oro, sembra essere in corso un RMB de facto associato all'oro, come evidenziato dal costante accumulo di riserve auree del paese, dall'internazionalizzazione del SGE e dall'aumento degli scambi di materie prime regolate in RMB. Questo approccio riconosce i vincoli solitamente identificati dagli economisti secondo cui l'internazionalizzazione del RMB senza la piena liberalizzazione del conto capitale richiede alla Cina di fornire un accesso stabile e prevedibile ai servizi del RMB sostenuti da riserve in USD e meccanismi di convertibilità. Piuttosto che perseguire lo status di valuta di riserva attraverso l'apertura dei conti capitale in stile occidentale, la Cina sembra seguire un modello di "credibilità degli hard asset", ancorando la fiducia nel renminbi attraverso riserve tangibili, convertibilità delle materie prime e infrastrutture finanziarie che si allineano con un sistema globale multipolare.

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai 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 AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

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