

# Panorama

Per investitori  
professionali  
A scopo di marketing

Edizione sulla Cina | UBS Asset Management

Questa è  
la Cina

Wugong Mountains  
Jiangxi, Cina



**UBS**

Per ulteriori contenuti e per consultare le edizioni precedenti di Panorama, compresi i video e ulteriori approfondimenti sugli investimenti, visitare [www.ubs.com/panorama-it](http://www.ubs.com/panorama-it) o scansionare il codice QR.

**Informazioni sulla pubblicazione:**

Panorama viene pubblicato semestralmente da UBS Asset Management.

**Edizione:** Novembre 2023

**Caporedattore:** James Whiteman

**Redattori:** Alesia Hsiao, John White

**Design:** Yasmin Zahedi, Kaleigh Griffin



# Sommario

7 Un nuovo manuale per capire la Cina: Barry Gill intervista l'economista Keyu Jin

---

15 I titoli azionari cinesi possono resistere al rallentamento dell'economia?

---

25 Uno stato imprenditoriale

---

37 Controtendenza: un indice e una visione attiva dei titoli azionari cinesi

---

47 Diffusione del dollaro: un'opportunità per la Cina di bilanciare le dinamiche di potere

---

55 Cina a emissioni zero: una questione di sostenibilità esistenziale

---

65 In che modo la Cina e gli Stati Uniti possono sostenere insieme il progresso mondiale: intervista a Michael Spence

---

# Introduzione



**Barry Gill**  
Head of Investments,  
UBS Asset Management

La Cina è circondata da molti miti e altrettanti malintesi. È un Paese tanto complesso quanto vario, e una costante fonte di perplessità per l'Occidente.

Eppure, l'importanza geopolitica ed economica della Cina è fuori discussione. Gli investitori, anche se solo indirettamente, non possono sottrarsi al confronto con la seconda economia mondiale, una realtà che non può che richiedere la nostra attenzione. Come disse una volta Henry Kissinger, "Non sono sempre d'accordo con la prospettiva cinese... Ma è necessario comprenderla, poiché la Cina giocherà un ruolo molto importante nel mondo che sta emergendo nel ventunesimo secolo".

Almeno in parte, dobbiamo mettere da parte le ideologie e gli stereotipi e trovare il modo di eliminare i nostri pregiudizi; solo così emergerà la vera Cina, quella che si nasconde dietro i titoli dei giornali, che è all'avanguardia nelle tecnologie rinnovabili, che privilegia la sicurezza alla libertà, che è attenta alla società e all'ambiente in modi che noi occidentali non riusciamo ancora a comprendere.

Questa edizione di Panorama vuole tracciare un quadro più equilibrato della Cina. Ne parliamo con Keyu Jin in **Un nuovo manuale per capire la Cina**, che smonta alcuni falsi miti e pregiudizi e afferma che una generazione di giovani, radicalmente diversi, rimodellerà l'economia e il futuro del Paese. Il lungo, pluridecennale periodo di crescita elevata della Cina si è concluso, ma le opportunità per gli investitori permangono. Nell'articolo **I titoli azionari cinesi possono resistere al rallentamento dell'economia?**, Evan Brown e Sylvia Liang delineano un chiaro quadro di riferimento per illustrare le sfide economiche interconnesse del Paese e allo stesso tempo indicano opportunità secolari sottovalutate, soprattutto nei settori a tecnologia avanzata che rivestono un'importanza geostrategica.

La spinta della Cina volta a raggiungere un predominio tecnologico è ulteriormente discussa in **Uno Stato imprenditoriale**, dove Michael Nell, Ellis Eckland e Jia Tan esaminano come il modello stato-centrico stimola l'innovazione, e confrontano l'approccio cinese con quello statunitense. **Controtendenza** esamina la relazione tra crescita del PIL e rendimenti azionari, nonché le opportunità offerte dalle A-Share cinesi nell'ambito degli investimenti in indici, con il contributo di Borianna Iordanova, e per quanto riguarda la parte relativa alla gestione azionaria attiva, con Ian McIntosh e Bin Shi.

In un quadro di tensioni ancora elevate tra Cina e Stati Uniti, le forze che spingono verso un decoupling stanno guadagnando terreno. Uno sviluppo che ritengo interessante è lo yuan digitale (cfr. **Diffusione del dollaro**). Il ruolo del dollaro statunitense come valuta principe delle riserve monetarie mondiali non è ancora stato messo in discussione, ma l'alternativa cinese, pioniera delle valute digitali delle banche centrali (CBDC, central-bank digital currency), un giorno potrebbe stravolgere lo scacchiere della finanza globale.

In generale, molti ritengono che il decoupling tra Stati Uniti e Cina possa avere un impatto negativo sul mondo. Nel capitolo **In che modo la Cina e gli Stati Uniti possono sostenere insieme il progresso mondiale**, il premio Nobel Michael Spence ritiene che i due Paesi possano e debbano collaborare per progredire su diverse questioni critiche. Lo stesso sostiene Lucy Thomas in **Cina a emissioni zero**: non è pensabile fermare il cambiamento climatico senza la Cina.

È sempre pericoloso guardare a un Paese e a una cultura attraverso un'unica lente, specialmente nel caso di un Paese come la Cina, che ha una storia lunga e molto ricca. Spero che i diversi punti di vista qui presentati offrano una pluralità che ancora manca nel dibattito pubblico, in particolare quando si tratta di investire in Cina. Il "Regno di Mezzo" è legato al resto del mondo e il suo impatto sull'economia e sui mercati globali non deve essere sottovalutato. È importante che gli investitori conoscano la vera Cina.

Speriamo che troviate interessante questa lettura, e vi invitiamo a condividere con noi il vostro parere.

**Barry Gill**  
Head of Investments,  
UBS Asset Management





Zhangjiajie National Forest Park,  
Hunan Province, Cina

# Un nuovo manuale per capire la Cina

Barry Gill intervista  
l'economista Keyu Jin

Come tutti quest'anno, sono stato costretto a mettere a fuoco le mie idee sugli investimenti in Cina. L'anno si era aperto con grandi speranze per l'economia e i mercati finanziari, speranze basate sulla ripartenza dopo il COVID. Come ben sappiamo, tutto questo non si è concretizzato.

Nel tentativo di capire gli eventi, mi sono imbattuto in un libro intitolato *The New China Playbook*, scritto da Keyu Jin, economista cinese, professoressa associata di economia presso la London School of Economics e Young Global Leader del Forum Economico Mondiale.



**Barry Gill**  
Head of Investments,  
UBS Asset Management



**Keyu Jin**  
Economista cinese, professoressa  
associata di economia presso la  
London School of Economics





Karst Mountains,  
Yangshuo Guilin, Cina

Il suo libro è un'analisi aggiornata della Cina che abbraccia un'ampia gamma di argomenti: dall'innovazione tecnologica al commercio, dalle abitudini di consumo e di risparmio ai postumi demografici e psicologici della politica del figlio unico, dalla finanza alla concorrenza aziendale, fino alla dinamica unica e delicata esistente tra il governo centrale e quello locale (la cosiddetta "economia dei sindaci").

Ma soprattutto ci obbliga a pensare alla Cina come a un Paese e a un'economia dinamici che stanno cambiando davanti ai nostri occhi. Secondo Jin, il "vecchio manuale" prevedeva sovvenzioni industriali e trasferimenti di tecnologia, ma una generazione di giovani radicalmente diversa è destinata a rimodellare il futuro della Cina. La nuova Cina che sta emergendo è dinamica ed entusiasmante, ma non è affatto perfetta e certamente non è priva di rischi.<sup>1</sup>

### Ci può spiegare perché ha scritto questo libro, e che obiettivi si era prefissata?

La Cina è un Paese grande e complesso, che spesso viene frainteso. Ho voluto fornire un punto di vista interno che adottasse una prospettiva storico-culturale. In sostanza, voglio ridurre i pregiudizi che spesso dividono Oriente e Occidente.

### Qual è la cosa principale che noi occidentali non capiamo della Cina?

Invece di essere uno Stato altamente centralizzato con un forte processo decisionale dall'alto verso il basso, il modello di sviluppo cinese è in realtà caratterizzato da una centralizzazione politica con una forma estrema di decentramento economico.

### I funzionari delle amministrazioni locali in Cina hanno un forte spirito imprenditoriale

Si concentrano sul fare ciò che è più vantaggioso per la rispettiva provincia. Attuano programmi economici, proteggono l'ambiente e perseguono l'innovazione tecnologica nei settori dell'high tech e dell'hard tech.

Esiste poi un malinteso piuttosto diffuso sulla cultura cinese. Il popolo cinese ha sempre dovuto bilanciare la deferenza verso l'autorità con l'esercizio indipendente del libero arbitrio. I rapporti tra figli e genitori, tra sudditi e imperatore, e oggi tra cittadini e stato cinese non sono mai stati netti, bianchi o neri. Paradossi che all'occhio occidentale possono sembrare inconciliabili non lo sono in Cina, e possono coesistere.

### Può spiegare come funziona la cosiddetta "economia dei sindaci" e l'intricato rapporto tra governo centrale e amministrazione locale?

Con il termine "sindaci" si intende il fatto che i governatori provinciali o i segretari di partito sono molto motivati a sviluppare l'economia locale in vari modi: sostenendo l'innovazione, mantenendo la stabilità sociale o proteggendo l'ambiente. Sono loro che comandano e sono tenuti a rispondere delle loro azioni.

Prendiamo l'esempio di Hefei. È una città di cinque milioni di abitanti che ospita la cosiddetta Global Quantum Avenue, un polo di aziende hi-tech molto innovative, ed è la sede di NIO, un produttore di veicoli elettrici intelligenti ad alte prestazioni. In quello che alcuni hanno battezzato "modello Hefei", l'amministrazione locale ha adottato un approccio imprenditoriale per attirare le aziende del settore della tecnologia e investire in esse. Molti altri funzionari locali di altre prefetture e province ne hanno imitato l'esempio per cercare di costruire tante Silicon Valley in tutto il Paese. Nulla di tutto questo è stato ordinato dal governo centrale.

Tuttavia, l'Occidente si è convinto dell'idea che lo Stato reprime gli imprenditori privati. In realtà è il contrario. I funzionari locali hanno più bisogno degli imprenditori privati di quanto questi ultimi abbiano bisogno di loro, per vari motivi: riscossione delle imposte, occupazione, innovazione tecnologica.

### Può dirci come si sono evolute le aziende statali (SOE) negli ultimi anni e come vede il loro ruolo in futuro?

Le aziende statali si sono evolute nel tempo assieme alle aziende private. In effetti, l'avvento del settore privato e di una maggiore concorrenza ha accelerato la necessità di riformare le imprese statali. Sebbene le SOE siano ancora monopoliste in alcuni settori strategici, la loro quota nell'economia è andata restringendosi gradualmente. L'industria manifatturiera, i servizi e la tecnologia sono settori dominati da aziende private. Ma appunto, i due tipi di aziende si spingono a migliorare l'un l'altra. La collaborazione tra lo Stato e le aziende private è molto sfumata e spesso le aziende statali assumono una partecipazione azionaria, direttamente o indirettamente. Questa relazione è interessante, perché avere una grande azienda di Stato come azionista può rimuovere alcune barriere d'ingresso, o aiutare a ottenere finanziamenti locali.

Inoltre, contrariamente all'opinione comune, i dati mostrano che le imprese statali sono diventate più produttive nel corso del tempo, uno sviluppo dovuto in gran parte alle riforme.

### Per decenni il *leitmotiv* degli investimenti in Cina è stato la spesa per le infrastrutture, il che ha portato a un'economia squilibrata. Cosa deve accadere perché la fiducia dei consumatori cresca, riducendo il tasso di risparmio?

In primis, al momento l'economia cinese è caratterizzata da una forte mancanza di fiducia. Questo è dovuto in larga parte al fatto che la Cina non ha iniettato un grande pacchetto di sostegni al consumo, come hanno fatto l'Europa e gli Stati Uniti durante la pandemia. A mio parere, questo contribuisce anche a spiegare in modo significativo la ripresa molto tiepida dopo la pandemia, e l'esigenza di far scendere il tasso di risparmio. Ci vorrà tempo per la ripresa. Non è nemmeno un problema di fiducia. Si tratta di abitudini, cultura, prezzi degli alloggi e mancanza di sviluppo del settore finanziario.

### Le abitudini di spesa dei giovani sono molto diverse da quelle delle generazioni precedenti

L'85% del credito al consumo totale è utilizzato da persone di età inferiore ai 35 anni.

<sup>1</sup> Un ringraziamento speciale a Brian Tart, Presidente di Viking Books, per aver organizzato questa intervista.

Questo contribuisce a spiegare la mancanza di sviluppo del sistema finanziario. Se si considera il credito aggregato, l'80% è intermediato dalle banche. Questa mancanza di profondità del mercato dei capitali è una caratteristica tipica di un mercato finanziario immaturo.

### Il PIL e il mercato azionario cinese sono celebri per la loro mancanza di correlazione. Lei ha una teoria interessante in merito. Le va di parlarne?

La correlazione tra i fondamentali economici e il mercato azionario è praticamente assente, il che pone la Cina in compagnia dell'Iran e di altri Paesi simili. A titolo di riferimento, per gli Stati Uniti o il Regno Unito il tasso di correlazione è superiore al 50%, a volte all'80%.

In Cina, per presentare una IPO, le aziende devono superare un rigido processo di approvazione. Questo sistema non è basato sulle registrazioni, come negli Stati Uniti, anche se la Cina sta valutando questa scelta. Le imprese sono obbligate a dimostrare vari anni di redditività prima di poter avviare la richiesta, il che può immobilizzare le risorse e spesso si traduce in una svalutazione dei titoli dopo l'IPO.

Inoltre, le società cinesi quotate sui mercati esterni alla Cina continentale, come Hong Kong o New York, ottengono risultati migliori rispetto alle IPO continentali. Questo è dovuto a una migliore governance aziendale: Evergrande, purtroppo, ne è l'esempio ideale. Tuttavia, le riforme del processo di quotazione e l'introduzione dello Shanghai Stock Exchange Science and Technology Innovation Board (Mercato STAR) sono incoraggianti.

### Nel suo libro parla delle numerose ripercussioni sismiche, ma non intenzionali, della politica del figlio unico. Cosa intende?

La politica del figlio unico mi sta a cuore perché ho svolto diverse ricerche in merito. Io appartengo alla prima ondata, i nati nei primi anni Ottanta.

Sul fronte negativo, questa politica ha creato un problema demografico. Essendosi abituata a famiglie piccole senza fratelli e sorelle, la generazione attuale non ha cambiato radicalmente le proprie abitudini dopo l'allentamento della politica. Il tessuto sociale delle tradizioni familiari è cambiato.

In senso più positivo, un tempo la gerarchia tra genitori e figli era netta. Oggi c'è più uguaglianza. Anzi, a volte i figli godono di uno status superiore a quello dei genitori perché non hanno fratelli e sorelle.

Ci sono state anche altre conseguenze economiche inaspettate.

Le persone con un solo figlio tendono a spendere meno di quelle con più figli. Inoltre, tendono a risparmiare di più per

Dai miei studi è emerso che la politica del figlio unico è una delle principali spiegazioni dell'elevato tasso di risparmio

la pensione, poiché avere un numero maggiore di figli significa in genere avere più possibilità di sostegno in età avanzata. Non solo, c'è anche una sorta di compromesso, "meno quantità ma più qualità", che ha portato a un'enorme ansia sociale nei confronti dell'istruzione, al punto che questo settore ottiene investimenti pari anche a un terzo del reddito familiare.

D'altra parte, però, ha portato a un'età dell'oro per le donne cinesi. In passato, le figlie ricevevano un'istruzione solo dopo i figli maschi, il che significa che la maggior parte delle donne ne riceveva poca o nulla. I livelli d'istruzione tra uomini e donne sono ormai arrivati a convergere. E i risultati ottenuti dall'istruzione da parte delle donne superano quelli ottenuti dagli uomini: che si tratti di aziende quotate in borsa o di posizioni nell'amministrazione, la quantità di leader donne è aumentata in modo significativo.

### In che modo tutto questo influenzerà i modelli di consumo, se mai lo farà, visto che l'economia dei consumi è una parte così limitata dell'economia cinese complessiva? E quali sono i grandi trend investibili che potrebbero emergere?

Ho grandi speranze. In primo luogo, i sondaggi e i dati dimostrano che le nuove generazioni sono molto più aperte e consapevoli dal punto di vista sociale; si preoccupano della disuguaglianza tra lavoratori, dell'ambiente e della natura.

Questo è in parte il risultato della maturazione della Cina. Un Paese anziano ma con un'economia giovane. All'aumentare di maturità e prosperità, aumenta anche la possibilità per le persone di curarsi di cose diverse dal semplice mettere il pane in tavola.

Le abitudini di consumo stanno cambiando. Le nuove generazioni sono propense a contrarre prestiti, spendono almeno il doppio delle generazioni precedenti in cose come cibo e vestiario, nonostante il reddito sia inferiore. Si sente parlare, a volte, del fenomeno del "lying flat", letteralmente "stare sdraiati", che esprime il rifiuto generazionale delle pressioni della società a rincorrere ambizioni eccessive.

Quest'idea dipinge un quadro (forse semplicistico) di una generazione molto istruita che si vuole godere la vita oltre a lavorare duramente.

Naturalmente, ci sono delle eccezioni: stelle dell'imprenditoria che sono ambiziose, laboriose e disciplinate come chiunque altro al mondo.

In termini di settori, c'è molta concorrenza nei settori legati al consumo. Ma le aziende del lusso trovano particolare fortuna in ambiti come snack, caffè gourmet e abbigliamento. Molti giovani cinesi hanno uno stile di vita urbano e frenetico, e promuovono innovazioni per migliorare in parte la vita delle persone.

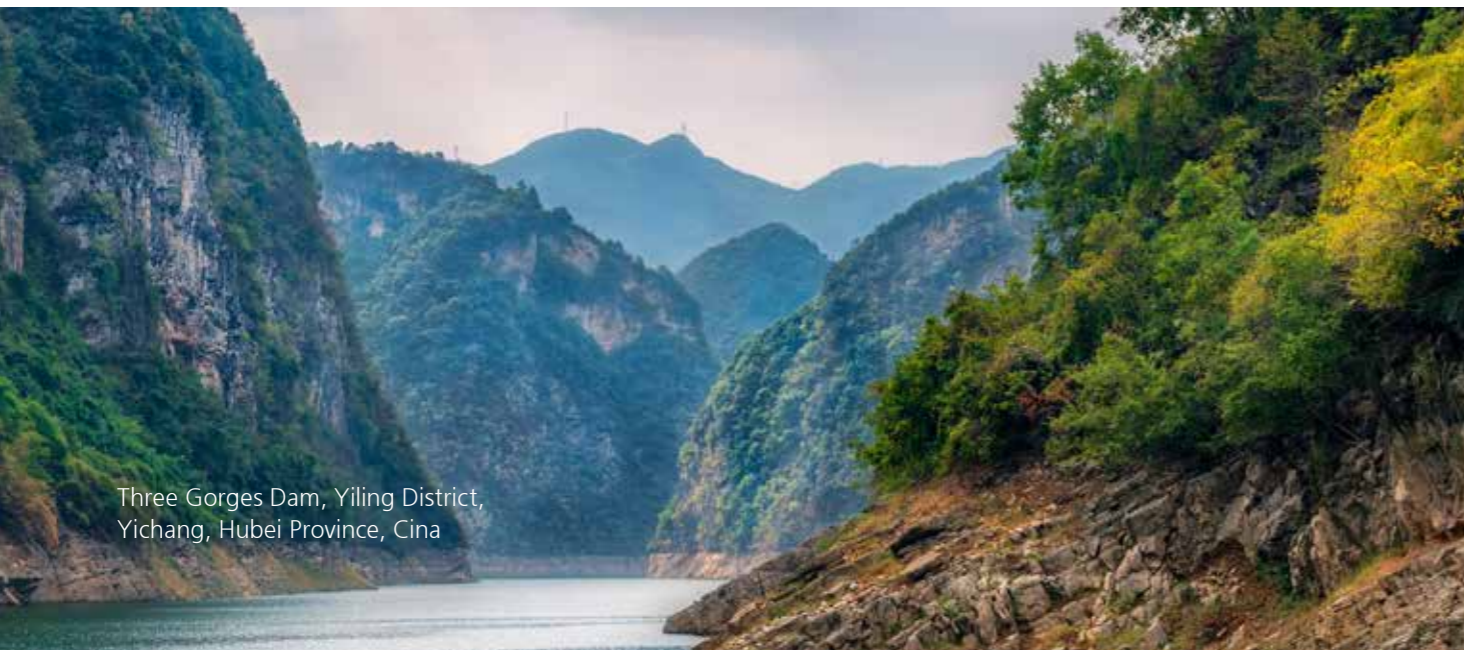
### Cosa intende per innovazioni Zero-to-One (da zero a uno) e One-to-N (da uno a N), e perché questi concetti sono utili per comprendere il futuro tecnologico della Cina e, in ultima analisi, del mondo?

La definizione di innovazione è in realtà piuttosto ampia. Innovazione è qualunque cosa migliori qualcosa di esistente. Tutti i processi o i prodotti che ci rendono più snelli, più puliti, più ecologici e più produttivi sono considerati innovazione. Questo è ciò che conta dal punto di vista economico.

Le innovazioni "Zero-to-One" sono le scoperte che cambiano il mondo: andare su Marte, curare il cancro, o inventare il primo computer o la prima macchina a vapore. Le innovazioni "One-to-N" sono applicazioni o miglioramenti basati su tecnologie esistenti, e la Cina ha trovato grande successo in questo ambito. Ancora oggi, quattro delle 10 app più scaricate negli Stati Uniti sono cinesi: TikTok, l'app di moda SHEIN, Temu (l'avamposto di Pinduoduo negli Stati Uniti) e CapCut.

Molti modelli di business cinesi si sono imposti sulla scena internazionale e vengono copiati; un tempo erano i cinesi a copiare, e ora la tendenza si è invertita

Tuttavia, l'adattamento non sarà semplice. Il governo cercherà di limitare l'attrito, fornendo sostegno. Per quanto riguarda il debito, sarà in buona parte assorbito dalle banche commerciali. A mio avviso, una grave crisi finanziaria è meno probabile in un sistema finanziario controllato e coordinato dallo Stato.



Three Gorges Dam, Yiling District, Yichang, Hubei Province, Cina



Quali sono i punti deboli della Nuova Via della Seta (BRI, Belt and Road Initiative)? Come vede l'evoluzione futura del "soft power" cinese, e cosa pensa dell'ampliamento dei BRIC in opposizione al ruolo tradizionale del G20?

La Nuova Via della Seta, inizialmente, era un progetto molto ambizioso. Era la risposta della Cina a un nuovo paradigma di globalizzazione, non solo nel commercio e negli investimenti, ma anche nella costruzione di una rete globale basata su infrastrutture fisiche o digitali per una maggiore connettività. Era una scelta sensata, perché quasi tutto oggi esiste all'interno di una rete. Ed è normale voler connettere i nodi della rete, ed esserne il componente centrale.

Ma credo che, nel tempo, le ambizioni della Cina abbiano superato la realtà fattuale del mondo: ovvero, non tutte le economie erano pronte per infrastrutture di una simile portata.

Ci sono state anche delle incomprensioni in materia di debito. In primo luogo, la qualità degli investimenti cinesi nei progetti della Nuova Via della Seta sono migliorati in maniera drastica, così come i Paesi e i regimi con cui la Cina ha collaborato. In secondo luogo, la maggior parte del debito dei mercati emergenti è detenuto da istituzioni finanziarie occidentali, non dalla Cina. In terzo luogo,

ci sono notizie errate sui pignoramenti. Non ci sono stati pignoramenti in Africa. Anche nello Sri Lanka, alcuni cittadini locali hanno dichiarato pubblicamente che la Cina è stata criticata ingiustamente. La Nuova Via della Seta è una buona idea che ha trovato un'applicazione deludente.

Per quanto riguarda la contrapposizione tra BRICS e G20, i mercati emergenti hanno un forte desiderio di trovare maggiore spazio nel sistema monetario e finanziario internazionale. Spingono per cercare di creare una coalizione che possa opporsi o bilanciare il ruolo delle potenze occidentali.

Questa spinta si vede su più fronti, tra cui una creazione di alternative al dollaro statunitense, che sia tramite un sistema parallelo allo SWIFT o all'internazionalizzazione del renminbi.

I BRICS sono più di una semplice idea. Assisteremo a un aumento del commercio tra il Sud del mondo e a una maggiore regionalizzazione in risposta alle tensioni geopolitiche e all'inaffidabilità delle catene di approvvigionamento globali.

Le regole valide per alcuni di questi prestatori multilaterali sono state scritte da una manciata di Paesi, con scarsa considerazione verso le reali esigenze dei mercati emergenti. Essendo un Paese emergente e un grande creditore, la Cina si considera più sensibile ad alcune delle loro esigenze.



Yu Long River and Karst Mountains, Yangshuo Guilin, Cina





Rice terraces, Wengjia Longji,  
Longsheng, Hunan Province, China

# I titoli azionari cinesi possono resistere al rallentamento dell'economia?

Il lungo, pluridecennale periodo di crescita elevata della Cina si è concluso, ma le opportunità per gli investitori permangono: a sostenerlo sono Evan Brown e Sylvia Liang



**Evan Brown**  
Head of Multi-Asset  
Strategy



**Sylvia Liang**  
Research  
Analyst



I problemi economici strutturali della Cina non sono un segreto. Sono stati ampiamente documentati e fanno seguito a un lungo periodo di crescita eccezionale, sospinta da grandi investimenti immobiliari e infrastrutturali, oltre che a un settore delle esportazioni molto competitivo.

Le "Quattro D", un concetto coniato da Zongyuan Zoe Liu del Council of Foreign Relations, sono un utile quadro di riferimento per comprendere le sfide economiche interconnesse della Cina.<sup>1</sup>



#### Domanda

La quota di consumo del PIL cinese è del 38%, ben al di sotto della media OCSE del 60%. Con il rallentamento del settore immobiliare e degli investimenti in generale, saranno i consumi a dover compensare. Ma in un contesto di flessione del settore immobiliare, di riduzione dell'indebitamento da parte delle famiglie, di fiducia vacillante dopo il COVID, di riluttanza degli Stati a fornire un sostegno diretto ai consumatori, sarà difficile catalizzare questa transizione.



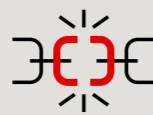
#### Debito

Costruttori, amministrazioni locali e famiglie devono ridurre l'indebitamento in questa fase di assestamento del mercato immobiliare. Se il debito del governo federale cinese è pari a circa il 50% del PIL, tenendo conto del debito delle amministrazioni locali questa percentuale sale a oltre il 120%, secondo le stime di Bloomberg e Morgan Stanley. Questo limita la capacità di fornire un cuscinetto fiscale per compensare una più ampia riduzione dell'indebitamento.



#### Demografia

La crescita a lungo termine di un'economia è guidata dalla produttività e dalla forza lavoro, ma la popolazione cinese sta invecchiando rapidamente. Questo pesa sulla crescita e limita anche la creazione di famiglie, necessaria a sostenere il mercato immobiliare e, di conseguenza, le entrate delle amministrazioni locali.



#### De-risking

Le restrizioni imposte dai governi occidentali alle tecnologie e il riallineamento delle catene di approvvigionamento da parte delle multinazionali di tutto il mondo ostacolano la crescita. I flussi di investimenti esteri diretti in Cina sono ai minimi da 26 anni, con una brusca inversione di tendenza rispetto al picco raggiunto nel 2021.

## Opportunità secolari

Tuttavia, riteniamo che la negatività del macrocontesto porti a una sottovalutazione delle opportunità secolari che la Cina offre.

In primo luogo, la politica sta adottando misure per stabilizzare e attenuare il rallentamento e, anche se l'espansione della Cina rallenta, si prevede che il Paese avrà comunque un tasso di crescita superiore alla media dell'economia mondiale per il prossimo quinquennio.<sup>2</sup>

Uno dei motivi principali per cui la crescita degli utili spesso non è in linea con la crescita economica è la capacità dei campioni nazionali di trasformarsi in potenze multinazionali e di generare una crescita degli utili superiore alla media.<sup>3</sup>

È qui che la Cina ha il potenziale per eccellere, con diversi settori e aziende che mostrano un livello notevole di innovazione e crescita.

Potrebbe essere necessaria una serie di successi a livello microeconomico per consentire ai mercati cinesi di raggiungere il loro potenziale. In particolare, la Cina gode tuttora di un ottimo posizionamento per raggiungere un valore significativamente più ampio nelle catene di approvvigionamento globali, passando dal grado di "produttore manifatturiero" a quello di "concorrente riconosciuto a livello globale", come già accaduto in settori come:



#### Elettrodomestici

I segmenti internazionali di Haier e Midea rappresentano attualmente quasi il 50% del fatturato del gruppo, e superano la crescita dei segmenti nazionali. La Cina può ora competere maggiormente sulla qualità contro i marchi europei, coreani e giapponesi, mentre prima era in grado di competere solo sul prezzo.



#### Elettronica di consumo

I marchi cinesi di smartphone hanno conquistato circa il 35% della quota di mercato globale e le esportazioni aumentano rapidamente. Aziende come Xiaomi hanno sfruttato la catena di approvvigionamento sviluppata quando leader globali come Apple e Samsung producevano i propri prodotti in Cina per accedere al mercato interno e poi risalire la catena del valore.



#### Veicoli elettrici

I veicoli elettrici cinesi sono supportati da capacità di ricerca e sviluppo e di produzione di batterie di livello mondiale, dopo che Tesla ha aperto stabilimenti e ha spinto l'adozione a livello locale dei veicoli elettrici. Secondo le stime di UBS Investment Bank, la Cina potrebbe veder raddoppiare la propria quota di mercato globale entro il 2030, passando dal 17% al 33%. A farne le spese sarebbe soprattutto l'Europa. Nel 2021 la Cina contava 5,4 milioni di dipendenti nel settore delle energie rinnovabili, un numero superiore a quello di Stati Uniti, UE, Sud America e Africa messi insieme.

<sup>1</sup> Zongyuan Zoe Liu, "Zero-COVID is the Least of Xi's Economic Problems", Novembre 2022 (Politica estera).

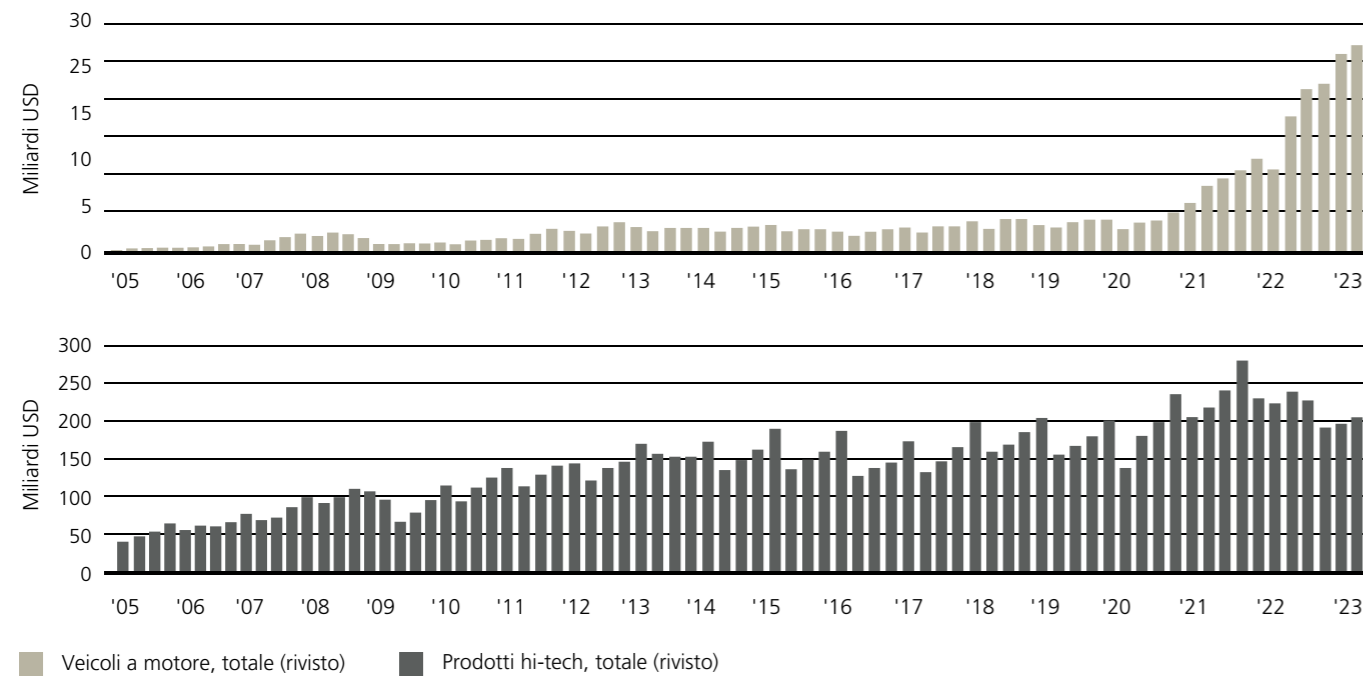
<sup>2</sup> Fondo Monetario Internazionale, "World Economic Outlook: Navigating Global Divergences", ottobre 2023.

<sup>3</sup> MSCI Barra, "Is There a Link Between GDP Growth and Equity Returns?" (Esiste un legame tra crescita del PIL e rendimenti azionari?), maggio 2010.



Grafico 1: aumentano le esportazioni di veicoli e prodotti hi-tech

**Esportazioni trimestrali della Cina per prodotto**



Fonte: UBS Asset Management, Macrobond. Dati aggiornati ad agosto 2023.

Oltre a questi settori più noti, il governo cinese sta effettuando investimenti aggressivi nelle tecnologie avanzate per garantire l'auto-sostenibilità e sviluppare una leadership globale.

Secondo il National Bureau of Statistics, nella prima metà di quest'anno, gli investimenti fissi nei settori ad alta tecnologia in cui la Cina spera di risalire la catena del valore sono aumentati del 12,5% rispetto allo stesso periodo del 2022. Questo dato va rapportato a un aumento del 3,8% degli investimenti fissi totali.

Da un certo punto di vista, l'ostacolo rappresentato dal "de-risking" per la Cina è un riconoscimento implicito dei progressi economici già fatti e fornisce un ulteriore incentivo a dare priorità allo sviluppo di competenze in settori ad alta tecnologia, o comunque di importanza geostrategica. Questi rapidi avanzamenti tecnologici, uniti ai vivaci ecosistemi già esistenti nell'approvvigionamento, alle infrastrutture pubbliche di primo livello e al sostegno statale condurranno con buona probabilità a un costante aumento di impianti manifatturieri in tutto il Paese.

**Alcuni esempi di questi progressi sono:**



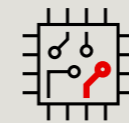
**Automazione industriale**

Secondo l'International Federation of Robotics, le aziende cinesi hanno installato 168.000 robot industriali nel 2020, rispetto ai 68.000 in Europa e ai 31.000 negli Stati Uniti. L'applicazione dell'automazione dovrebbe favorire la produttività e contribuire a compensare alcune delle pressioni dovute alla demografia che ostacolano la crescita.



**Brevetti e imprenditorialità**

Classificata all'11° posto del Global Innovation Index nel 2022, la Cina, inoltre, conta il maggior numero di depositi di brevetti a livello mondiale e ospita il maggior numero di unicorni nel settore della tecnologia.



**Settori meno visibili**

Come la produzione di componenti di precisione per laser, carburi di silicio e componenti optoelettronici, oltre che nei settori dei macchinari industriali e delle energie alternative. Molte di queste aree consentono alle aziende cinesi di essere una parte più radicata ed essenziale delle catene di approvvigionamento e di aumentare la quota di mercato nei settori in rapida crescita, contribuendo a compensare parte dell'impulso di "de-risking".



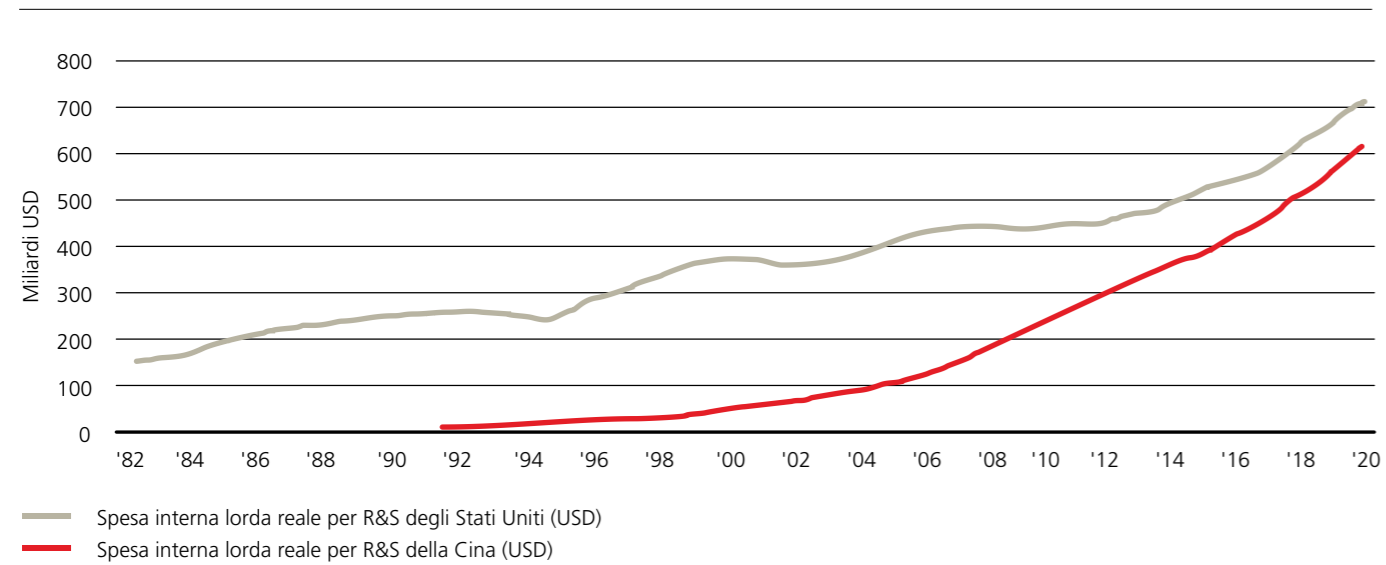
**Altri settori di nicchia**

Come la comunicazione avanzata a radiofrequenza, la produzione di idrogeno e ammoniaca per l'energia, la biologia sintetica e i sensori fotonici. Queste aree apparentemente di nicchia possono sostenere innovazioni a lungo termine in settori strategici chiave come l'energia, le comunicazioni, l'informatica e le scienze biologiche.

Il potenziale di rapida crescita dei settori tecnologici avanzati ad alto margine offre un terreno fertile per le opportunità di alfa nella selezione dei titoli, specie se si considera che il mercato cinese non è stato coperto particolarmente bene dagli analisti rispetto alle controparti dei mercati sviluppati.



Grafico 2: gli investimenti cinesi in ricerca e sviluppo stanno recuperando terreno rispetto agli USA



Fonte: UBS Asset Management, Macrobond, OCSE. Dati aggiornati a gennaio 2021.



The Red Earth Terraces, Dongchuan, Yunnan, Cina

## Il prezzo è giusto?

Non sorprende che le difficili condizioni avverse per l'economia non siano passate inosservate agli occhi degli investitori. Le valutazioni convenienti dei titoli azionari cinesi sembrano implicare inoltre che le notizie negative siano state in gran parte scontate.

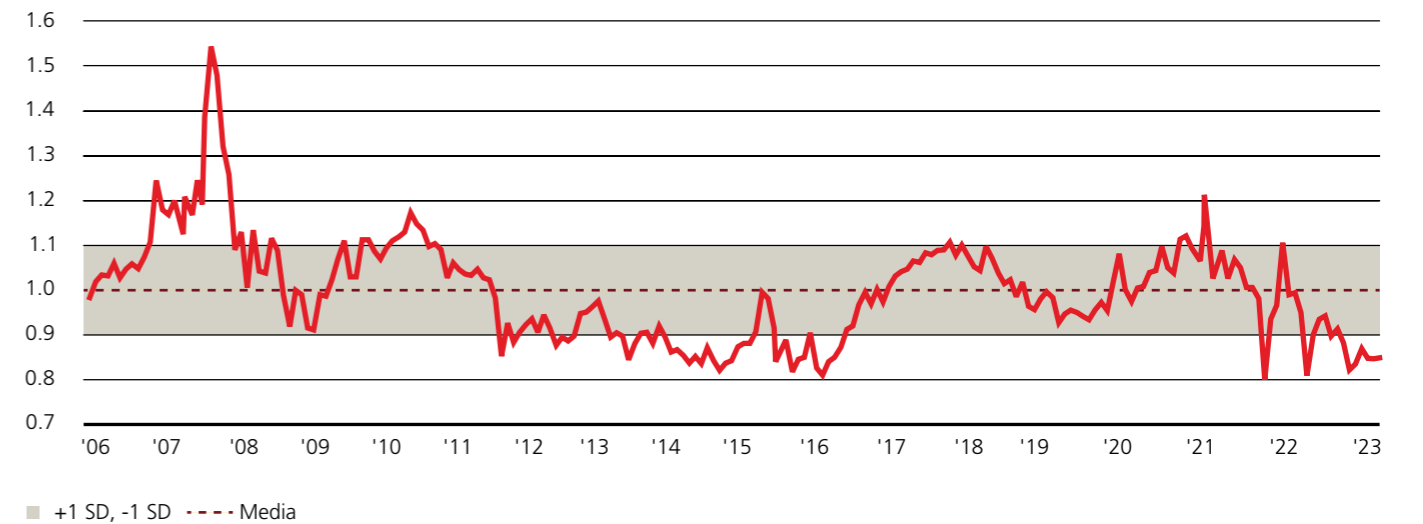
Le valutazioni sono poco costose rispetto agli altri mercati emergenti. I titoli cinesi sono scambiati a un rapporto prezzo-utili a 12 mesi di 9,8, uno sconto significativo rispetto all'indice MSCI World (dati aggiornati al 1° novembre 2023). Prevediamo che nel tempo l'asset allocation delle famiglie si sposterà verso i titoli azionari

quotati in borsa, come di solito accade quando un'economia matura.<sup>4</sup> Inoltre, il crollo del settore immobiliare probabilmente ridurrà l'attrattiva di questa tipologia di investimento per gli investitori nazionali. Questo aspetto potrebbe spostare le preferenze e i flussi di investimento relativi a favore delle partecipazioni pubbliche.

Le nostre aspettative quinquennali sul mercato dei capitali indicano rendimenti prospettici dell'8,2% annuo per i titoli cinesi, ben al di sopra della stima del 6,3% per le azioni globali o del 4,2% previsto per le large-cap statunitensi.

Grafico 3: i titoli cinesi sono scambiati con uno sconto significativo rispetto all'MSCI World

Rapporto Prezzo/Utili prospettico a 12 mesi di MSCI China rispetto all'MSCI World



Fonte: UBS Asset Management, Macrobond. Dati aggiornati a ottobre 2023.

4 UBS Asset Management, "Chinese assets: diversification and return" (Asset cinesi: diversificazione e rendimento), agosto 2020.



## Segnali incoraggianti

Non c'è dubbio che l'economia cinese nel 2023 è stata deludente e nei prossimi anni dovrà affrontare notevoli sfide per abbandonare il modello di crescita incentrato sul credito e sul settore immobiliare.

A livello macro, abbiamo fiducia che la politica saprà fornire un sostegno sufficiente per gestire questo rallentamento ciclico. I dati economici da agosto a ottobre sostengono, in generale, l'idea che l'attività si sia stabilizzata grazie a incentivi fiscali e monetari moderati, mentre le revisioni delle previsioni sulla crescita cinese si stanno spostando verso l'alto.

A livello micro, troviamo incoraggianti i molti modi in cui la Cina ha scalato la catena del valore durante il suo sviluppo economico, oltre che il suo potenziale ruolo di leadership globale in una serie di settori nascenti e in rapida crescita

Questa politica incentrata sull'innovazione per sviluppare competenze in settori tecnologici avanzati relativamente nuovi, unita alle basse valutazioni dei titoli nazionali, ci fa credere che i titoli azionari cinesi saranno in grado di registrare buone prestazioni anche in presenza di una crescita economica più moderata.



The Red Earth Terraces,  
Dongchuan, Yunnan, Cina





Dunhuang Crescent Moon Spring,  
Gansu, Cina

# Uno stato imprenditoriale

La Cina si candida a diventare la superpotenza dell'innovazione del XXI secolo. Avrà successo?

Con l'avanzare della Quarta Rivoluzione Industriale e la contrazione dei tempi per il raggiungimento dell'obiettivo zero emissioni, il progresso globale è destinato a dipendere sempre più dall'innovazione tecnologica.

I Paesi che saranno in grado di costruire e mantenere la leadership in tecnologie fondamentali come l'intelligenza artificiale (IA), l'informatica quantistica e l'energia pulita raccoglieranno di certo enormi benefici, dal punto di vista sia politico che economico: un aspetto che la Cina ha riconosciuto e codificato da tempo nella sua politica industriale. In questo contesto, vale la pena chiedersi fino a che punto il modello stato-centrico della Cina ne aiuterà o ostacolerà gli sforzi per raggiungere il dominio tecnologico in diversi settori strategici.



**Ellis Eckland**  
Senior Investment  
Analyst



**Mike Nell**  
Senior Investment  
Analyst



**Jia Tan (TJ)**  
Head of Research,  
O'Connor China Equity L/S



## Lo Stato come catalizzatore di innovazione

Con ogni probabilità, oggi il frutto dell'innovazione più onnipresente nelle vite di ognuno di noi, è lo smartphone: un dispositivo che cattura a tal punto la nostra attenzione da impedire alla maggior parte di noi di separarcene volontariamente.

In effetti, molti considerano lo smartphone come l'archetipo del trionfo dell'innovazione del settore privato: la prova fisica del potere del capitalismo di incentivare e manifestare prodotti e servizi che cambiano la vita.

Tuttavia, come ci ricorda Mariana Mazzucato nel suo libro *The Entrepreneurial State*, "Sebbene la bellezza del design e l'integrazione dei componenti siano merito del genio di Jobs e del suo grande team, quasi tutte le tecnologie all'avanguardia presenti nell'iPod, nell'iPhone e nell'iPad sono il risultato, spesso trascurato e ignorato, degli sforzi di ricerca e del sostegno finanziario del governo e delle forze armate".

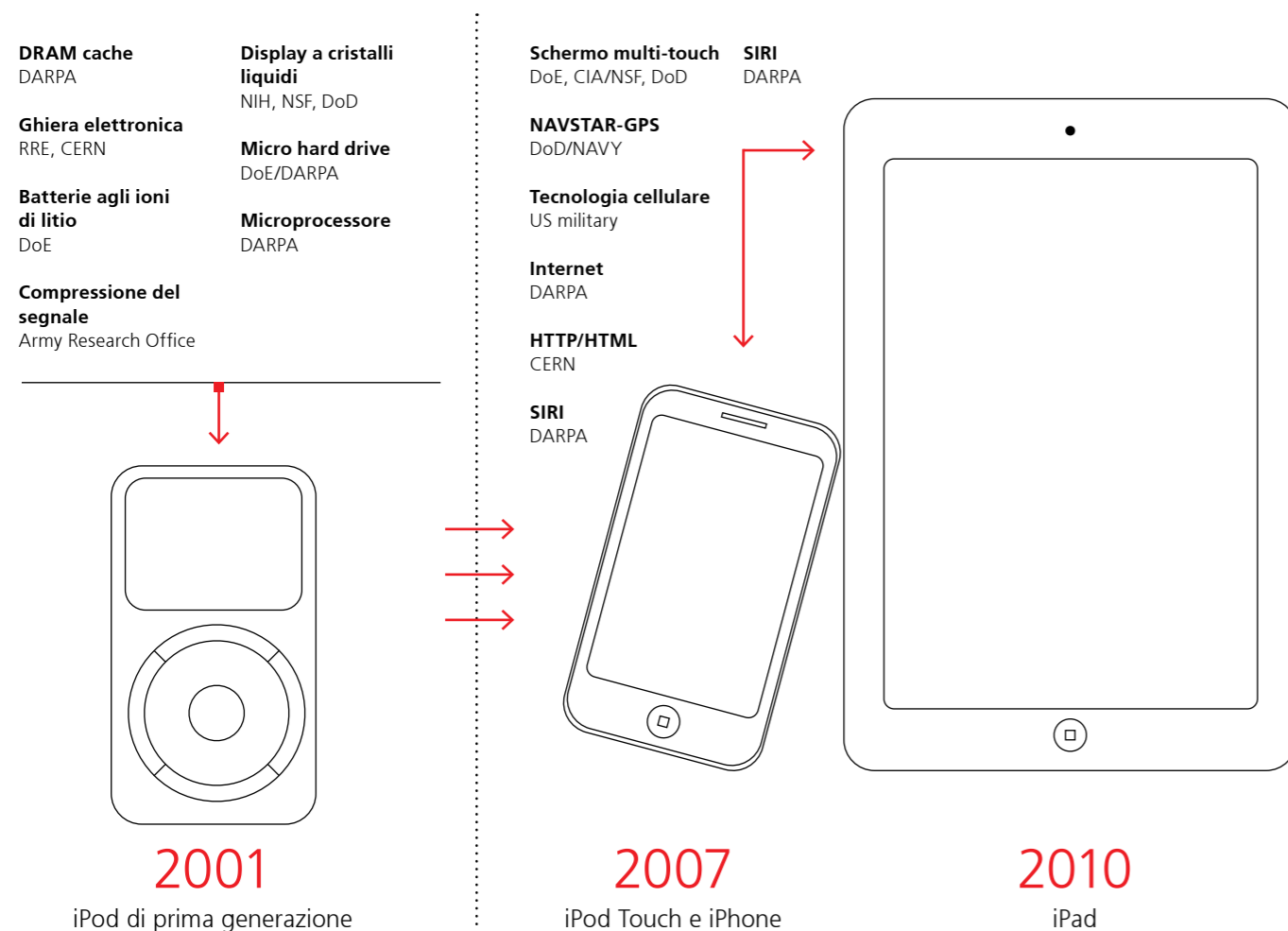
Dalla tecnologia touchscreen al GPS, da SIRI a Internet, il lancio del primo iPhone da parte di Apple nel 2007 si basava su una serie di tecnologie che hanno radice nello sviluppo finanziato dallo Stato.

Riconoscere tutte queste radici tecnologiche non toglie nulla all'utilità straordinaria dell'iPhone, e la combinazione di queste specifiche tecnologie in quello specifico formato rimane un'opera di creatività commerciale di cui Apple ancora oggi raccoglie i frutti. L'innovazione in tutti i campi è iterativa; le scoperte di oggi si basano su quelle delle generazioni precedenti.

Ma la disamina della tecnologia dell'iPhone introduce importanti sfumature nel dibattito sull'innovazione e su quali siano le condizioni migliori per produrla. I più dogmatici tra i liberali economici spesso feticizzano l'innovazione come un fenomeno esclusivamente capitalista, un miracolo economico portato dalla libera concorrenza che ha successo a dispetto dell'intervento statale.

In quest'ottica, è probabile che le condizioni ottimali per l'innovazione emergano da un'interazione tra la sfera pubblica e quella privata, con lo stato che promuove le infrastrutture fondamentali e le tecnologie di punta, e il settore privato che le costruisce e le itera con un occhio di riguardo alla domanda di consumo. Questo modo di pensare ha ridato vita a politiche industriali un tempo molto in voga, che ora trovano nuovo smalto negli USA e in Europa, dove i governi tornano a sostenere direttamente le industrie chiave per perseguire l'autosufficienza strategica.

## Esempio 1: cosa rende "smart" un iPhone?



Secondo Mazzucato, questa è nel migliore dei casi una semplificazione eccessiva, nel peggiore una contraddizione della realtà. L'autrice sostiene che lo Stato svolge invece un ruolo chiave nella catena dell'innovazione. Grazie alla sua disponibilità ad accettare rischi, teorie e costi, lo Stato ha spesso gettato le basi su cui l'impresa privata ha realizzato le più grandi scoperte commerciali del mondo.

La storia recente fornisce un ampio sostegno a queste argomentazioni. Come sottolinea Mike Nell, Senior Equity Analyst e Portfolio Manager di UBS Asset Management, nella citazione di seguito:

"Il programma spaziale statunitense degli anni '50 e '60 ha prodotto un'infinità di tecnologie che in seguito sono state commercializzate con un successo spettacolare, tra cui satelliti, microchip, sistemi di filtraggio dell'acqua e latte artificiale"

In Asia, l'ingresso della Corea del Sud nell'industria delle memorie a semiconduttori è spesso citato come un esempio da manuale del cosiddetto "stato sviluppatore", e ha ovviamente ottenuto un successo travolgente.

## L'eccezionalismo cinese

Se la tesi di Mazzucato è in generale da ritenersi corretta, quali sono le sue implicazioni per le analisi degli investitori sulla Cina, uno stato enorme e molto interventista, con l'intenzione dichiarata di raggiungere il dominio su una serie di tecnologie di importanza strategica?

Prima di farsi prendere troppo la mano, Nell aggiunge qualche importante sfumatura sul modo in cui pensare all'approccio della Cina.

Il governo statunitense non voleva inventare le "tecnologie di consumo di domani" quando investiva nello sviluppo di tecnologie fondamentali per gli smartphone

Nell sostiene che, al contrario, i cinesi vogliono saltare questo passaggio per finanziare direttamente idee vincenti in tecnologie che con ogni probabilità troveranno applicazioni dirette ai consumatori. "È più simile alla politica industriale del Ministero del commercio internazionale e dell'industria giapponese degli anni '70 e '80 che agli sforzi della DARPA e del programma spaziale degli Stati Uniti del passato", afferma.

Comunque sia, le ambizioni della Cina di diventare una superpotenza dell'innovazione sono state ben pubblicizzate dalla sua leadership. E in questo senso ha ottenuto successi notevoli, soprattutto in quelle che la dott.ssa Keyu Jin, professoressa associata della London School of Economics, definisce innovazioni "One-to-N", cioè miglioramenti iterativi delle innovazioni "Zero-to-One", cioè le scoperte che cambiano il mondo.<sup>1</sup> Così, mentre un tempo si riteneva che la Cina si limitasse a copiare la tecnologia occidentale, oggi produce tecnologie proprie con un ruolo di leader a livello mondiale, e le aziende cinesi vengono copiate dai loro concorrenti in campi che vanno dai social media ai pagamenti online. Secondo il World Economic Forum, la Cina ha dato vita a più di 300 unicorni, e i finanziamenti attratti dalle sue start-up si sono rivelati solo marginalmente inferiori a quelli degli Stati Uniti.

1 'The New China Playbook', 2023, Dott.ssa. Keyu Jin

## Iperadattativo e "iperadottivo"

Come ha fatto la Cina a ottenere tutto questo? Il cosiddetto "Stato imprenditoriale" ha chiaramente svolto il suo ruolo. È nota la volontà della Cina di agire come una società di capitale di rischio, di proteggere dalla concorrenza i settori nascenti e di investire pesantemente nell'istruzione nei settori delle scienze, della tecnologia, dell'ingegneria e della matematica (STEM), oltre che in ricerca e sviluppo.



Salt lake, Qinghai Province, Cina

Ma questi non sono gli unici fattori. Come sottolinea la l'economista Jin, la Cina beneficia di una serie di altre importanti caratteristiche.

Il mercato cinese prevede una concorrenza feroce, come qualsiasi altro mercato. Il fatto di essere relativamente poco sviluppata rispetto agli Stati Uniti e all'Europa ha permesso alla Cina di beneficiare di alcuni salti tecnologici, sviluppando interi ecosistemi tecnologici, ad esempio nel settore dei pagamenti digitali, senza l'ingombro dei sistemi tradizionali.

Anche solo le dimensioni del mercato interno cinese sono un fattore sottovalutato: si dice che i dati siano il nuovo petrolio. Se è così, le aziende cinesi, che possono interagire con 1,4 miliardi di consumatori, sono più ricche di quelle di qualsiasi altro Paese. L'accesso a questo tipo di mercato offre agli innovatori cinesi un numero ineguagliabile di transazioni e interazioni da cui imparare, un processo che probabilmente si traduce in un vantaggio incorporato in termini di innovazione.

Come ha sostenuto la Harvard Business Review (HBR), a creare questo vantaggio non sono solo le dimensioni del mercato cinese, ma le sue caratteristiche uniche. I consumatori cinesi, che hanno vissuto cambiamenti straordinari, sono particolarmente a proprio agio e ricettivi nei confronti di una rapida evoluzione sociale e tecnologica, il che li rende particolarmente propensi ad adottare tecnologie innovative.<sup>2</sup>

Come sostiene Zak Dychtwald nel suo articolo per HBR:

"È questo aspetto dell'ecosistema dell'innovazione cinese, ovvero centinaia di milioni di consumatori "iperadattativi" e "iperadottivi", a rendere la Cina così competitiva a livello globale

In fin dei conti, le innovazioni si giudicano in base alla volontà delle persone di utilizzarle. E su questo fronte la Cina non ha rivali".<sup>3</sup> Infatti, mentre nel 2019 Apple Pay era utilizzato da meno di un quarto degli americani, WeChat Pay era già diventato quasi onnipresente tra gli utenti di smartphone in Cina.<sup>4</sup>

2, 3 e 4 China's new innovation advantage, Harvard Business Review (Zak Dychtwald), maggio-giugno 2021



## Monopolio tecnologico

Uno sguardo particolarmente dettagliato sul profilo dell'innovazione cinese proviene da una ricerca pubblicata dall'Australian Strategic Policy Institute (ASPI). Pur essendo solo una tra tante fonti, il Critical Technology Tracker dell'ASPI ha evidenziato un gran numero di tecnologie di importanza strategica in cui la Cina ha già un ruolo dominante, oltre a molte altre in cui è ben posizionata per raggiungere, come dice l'ASPI, il "monopolio tecnologico".

L'ASPI ha usato la versione di marzo del suo Tracker per lanciare un monito: "La Cina ha costruito le basi per posizionarsi come la principale superpotenza scientifica e tecnologica del mondo, stabilendo un vantaggio a volte sbalorditivo nella ricerca ad alto impatto nella maggior parte dei settori tecnologici critici ed emergenti", e questo vantaggio, "unito a strategie di successo per tradurre le scoperte ottenute dalla ricerca in sistemi e prodotti commerciali che vengono forniti a un'efficiente settore manifatturiero, potrebbe consentire alla Cina di stabilire un predominio assoluto nell'approvvigionamento a livello mondiale di determinate tecnologie di importanza critica". Secondo l'ASPI la Cina ha raggiunto questa posizione

concentrando le competenze tecnologiche, un obiettivo strategico deliberatamente perseguito dal sistema dell'istruzione, dalla preponderanza di ricercatori e istituzioni negli ambiti STEM, dai significativi investimenti in una ricerca e sviluppo in ambito scientifico e tecnologico e dal sostegno diretto garantito ai settori strategici.

Come ogni altro strumento teso a quantificare realtà complesse e dinamiche, la metodologia del tracker dell'ASPI può essere messa in discussione, ma le sue conclusioni, almeno in linea generale, meritano certamente di essere prese in considerazione, e il riconoscimento del progresso tecnologico cinese da parte dell'Occidente è certamente in aumento.

A dirla tutta, queste osservazioni stanno già alimentando una risposta, con governi e multinazionali che si affannano a far rimpatriare la capacità produttiva e a proteggere le catene di approvvigionamento. Al netto di tutto, il risultato per l'economia globale sarà probabilmente una diminuzione dell'efficienza manifatturiera, in quanto le attrezzature di capitale e la capacità produttiva verranno riportate in Europa e negli Stati Uniti, anziché essere concentrate in centri di comprovata eccellenza come Taiwan.

Tabella 1: Paese dominante e rischio di monopolio tecnologico

Tecnologia	Paese leader	Rischio di monopolio tecnologico
<b>Materiali e produzione avanzati</b>		
1. Materiali e produzione su scala nanometrica	Cina	■ Alto
2. Rivestimenti	Cina	■ Alto
3. Materiali smart	Cina	■ Medio
4. Materiali compositi avanzati	Cina	■ Medio
5. Nuovi metamateriali	Cina	■ Medio
6. Processi di lavorazione ad alte specifiche	Cina	■ Medio
7. Esplosivi avanzati e materiali energetici	Cina	■ Medio
8. Estrazione e lavorazione di minerali critici	Cina	■ Basso
9. Magnetici e superconduttori avanzati	Cina	■ Basso
10. Protezione avanzata	Cina	■ Basso
11. Sintesi chimica a flusso continuo	Cina	■ Basso
12. Produzione additiva (inclusa stampa in 3D)	Cina	■ Basso
<b>Intelligenza artificiale, informatica e comunicazioni</b>		
13. Comunicazioni avanzate a radiofrequenza (inclusi 5G e 6G)	Cina	■ Alto
14. Comunicazioni ottiche avanzate	Cina	■ Medio
15. Algoritmi di intelligenza artificiale (IA) e acceleratori hardware	Cina	■ Medio
16. Registri distribuiti	Cina	■ Medio
17. Analisi avanzata dei dati	Cina	■ Medio
18. Apprendimento automatico (incluse reti neurali e deep learning)	Cina	■ Basso
19. Tecnologie di protezione della cibersicurezza	Cina	■ Basso
20. Calcolo ad alte prestazioni	USA	■ Basso
21. Progettazione e fabbricazione avanzata di circuiti integrati	USA	■ Basso
22. Elaborazione del linguaggio naturale (inclusi riconoscimento e analisi del parlato e del testo)	USA	■ Basso
<b>Energia e ambiente</b>		
23. Idrogeno e ammoniaca per l'energia	Cina	■ Alto
24. Supercondensatori	Cina	■ Alto
25. Batterie elettriche	Cina	■ Alto
26. Fotovoltaico	Cina	■ Medio
27. Gestione e riciclaggio dei rifiuti nucleari	Cina	■ Medio
28. Tecnologie dell'energia diretta	Cina	■ Medio
29. Biocarburanti	Cina	■ Basso
30. Energia nucleare	Cina	■ Basso
<b>Quantum</b>		
31. Calcolo quantistico	USA	■ Medio
32. Crittografia post-quantistica	Cina	■ Basso
33. Comunicazioni quantistiche (inclusa distribuzione di chiavi quantistiche)	Cina	■ Basso
34. Sensori quantistici	Cina	■ Basso
<b>Biotechologia, ingegneria genetica e vaccini</b>		
35. Biologia sintetica	Cina	■ Alto
36. Produzione biologica	Cina	■ Medio
37. Vaccini e contromisure mediche	USA	■ Medio
<b>Rilevamento, temporizzazione e navigazione</b>		
38. Sensori fotonici	Cina	■ Alto
<b>Difesa, spazio, robotica e trasporti</b>		
39. Motori aeronautici avanzati (compresi quelli ipersonici)	Cina	■ Medio
40. Droni, sciame e robot collaborativi	Cina	■ Medio
41. Piccoli satelliti	USA	■ Basso
42. Tecnologia di funzionamento dei sistemi autonomi	Cina	■ Basso
43. Robotica avanzata	Cina	■ Basso
44. Sistemi di lancio spaziali	USA	■ Basso

Fonte: Australian Strategic Policy Institute, Critical Technology Tracker, marzo 2023.



Hanging Temple, Hunyuan County, Datong City, Shanxi Province, Cina

## Produttività e profitto

Mike Nell concorda sul fatto che le ambizioni tecnologiche della Cina sono state talvolta liquidate in modo prematuro, e che i suoi ingenti investimenti le faranno probabilmente acquisire una posizione dominante in diverse tecnologie chiave, tra cui i pannelli solari, i veicoli elettrici (EV) e i semiconduttori.

Per quanto riguarda i semiconduttori, ad esempio, Nell spiega che, sebbene l'offerta cinese odierna sia spesso ritenuta poco sviluppata, è probabile che i produttori cinesi compiano rapidi progressi partendo da applicazioni che già coprono, il che, a lungo termine, potrebbe rivelarsi una strada per dominare il mercato. Nell cita il caso della presentazione da parte di Huawei del Mate 60 Pro, dotato di processore SMIC da 7 nanometri: un segnale che la produzione cinese di chip ha di gran lunga superato l'opinione comune.

Ma, come sottolinea Nell, c'è un'importante distinzione da fare tra posizione dominante sul mercato e redditività. Gli investitori devono chiedersi non solo se la Cina sia in grado di dominare una tecnologia, ma anche se possa farlo con profitto: "La Cina sovvenziona molti settori che sono, di fatto, non redditizi. Quindi per molti di essi è difficile restare al passo in Europa e negli Stati Uniti. Ma bisogna porsi una domanda: ha senso restare al passo in un settore non redditizio? In molti casi, no. I veicoli elettrici sono un buon esempio, dato che, a quanto pare, sembrano destinati a diventare la potenza dominante. La domanda, però è questa: quanto saranno redditizi, i veicoli elettrici?".

Quando si tratta di valutare la Cina, quindi, le preoccupazioni degli investitori non sono necessariamente le stesse dei politici, ed è importante avere chiare le proprie priorità. Come spiega Nell: "Ciò che conta dal punto di vista azionario, a nostro avviso, è il valore intrinseco del titolo, che è la somma dei flussi di cassa attualizzati che l'azienda genererà nel corso della sua vita. Dobbiamo considerare i titoli cinesi con lo stesso criterio con cui consideriamo tutti i titoli, e quelli in cui non riusciamo a vedere una redditività realistica, probabilmente non saranno adatti agli investimenti". Nell esorta gli investitori a non farsi prendere troppo dall'entusiasmo e a credere che la Cina vinca investendo in settori non redditizi e dominandoli.

Jia Tan (TJ), Head of Research per O'Connor China Equity Long/Short, ritiene che vi siano chiare opportunità di investimento. "Anche le aziende che sviluppano e integrano applicazioni di IA in settori quali l'e-commerce, la pubblicità e il gioco online e la biologia dello sviluppo molecolare potrebbero trarre grandi vantaggi.

Inoltre, riteniamo che nel settore dei semiconduttori si possano trovare opportunità a esclusivo lungo termine", aggiunge.

## Dominio delle rinnovabili

È importante notare che il dominio cinese dei veicoli elettrici e del fotovoltaico avvantaggia la società e la leadership cinese, anche se non genera buoni rendimenti per gli investitori. Come sottolinea Eckland, "dominare i veicoli elettrici e il fotovoltaico ha un grande vantaggio strategico, in quanto costringe l'Occidente a scegliere, di base, tra 1) una rapida transizione energetica (impossibile senza la partecipazione della Cina) o 2) qualsiasi tipo di rivalità "dura" con la Cina (guerra, decoupling economico, forti sanzioni o barriere commerciali)".

La scala e i conseguenti bassi costi che derivano dal dominio del fotovoltaico e un domani dall'eolico, avranno anche forti benefici indiretti per l'industria cinese. Questo perché rende probabile un costo più basso per l'elettricità rinnovabile destinata alla produzione, e quindi un vantaggio strategico in termini di costi per prodotti industriali *green* a basse emissioni di carbonio. Questo vantaggio nei beni a valle destinati all'export in mercati che hanno a cuore le emissioni "integrate" nei prodotti (cioè l'Europa, a cui potenzialmente faranno seguito gli altri Paesi dell'OCSE) potrebbe portare vantaggi alla redditività industriale cinese in grado di compensare i danni dell'eccessiva allocazione di capitale nei settori della produzione eolica e solare. "Ma soprattutto (almeno per i leader cinesi), dominare la produzione *green* di prodotti a valle a maggiore valore sposterà in Cina posti di lavoro a retribuzione relativamente elevata, il che potrebbe aiutare a risolvere il problema della disoccupazione giovanile e consentire al Paese di passare a un livello superiore di sviluppo industriale", spiega Eckland.

Inoltre, mentre sia i veicoli elettrici che il fotovoltaico sono piuttosto commoditizzati, e quindi non svilupperanno mai le posizioni di mercato di Netflix o Amazon, la posizione dominante della Cina potrebbe portare a un'economia di scala a livello di ecosistema. Ciò offrirebbe vantaggi su larga scala all'intero settore cinese dell'energia solare e dei veicoli elettrici, e potrebbe portare le aziende cinesi di questi settori a generare una redditività superiore rispetto ai concorrenti globali.

Tuttavia, con il deteriorarsi dei rapporti e della fiducia reciproca tra Cina e Stati Uniti, molti in Occidente si chiedono come la Cina potrebbe usare questo dominio, se dovesse realizzarsi. Un controllo cinese su qualsiasi tipo di tecnologia strategica sarebbe visto come una minaccia,

e offrirebbe alla Cina un potente strumento per costringere i governi e le aziende, e gonfiare i prezzi riducendo l'offerta, se lo volesse.

Questi timori hanno portato sia USA che UE a prevedere le cosiddette "leggi sui chip", per promuovere una maggiore resilienza delle catene di approvvigionamento di semiconduttori,<sup>5,6</sup> e non hanno fatto che aumentare in seguito alla recente limitazione all'esportazione, da parte della Cina, di gallio e germanio, metalli minori fondamentali per la produzione di semiconduttori.<sup>7</sup> Mosse di questo tipo ricordano all'Occidente che molte delle sue aziende più innovative sono ancora fortemente dipendenti da materiali di proprietà o lavorazione cinese per la produzione di tecnologie di nuova generazione.

Il dominio della Cina nella transizione energetica ne è un buon esempio. Nel 2023 la Cina investirà 543 miliardi di USD nella transizione energetica, quasi il triplo dell'Unione Europea (180 miliardi di USD) e quasi il quadruplo degli Stati Uniti (141 miliardi di USD). Questi investimenti hanno portato a una posizione completamente dominante in tecnologie chiave come le batterie per veicoli elettrici.<sup>8</sup>

Come sottolinea Eckland, la loro posizione dominante si estende anche a monte, ai metalli chiave utilizzati per la produzione di batterie e veicoli elettrici. Qui la Cina, a livello mondiale, raffina il 68% del nichel, il 40% del rame, il 59%

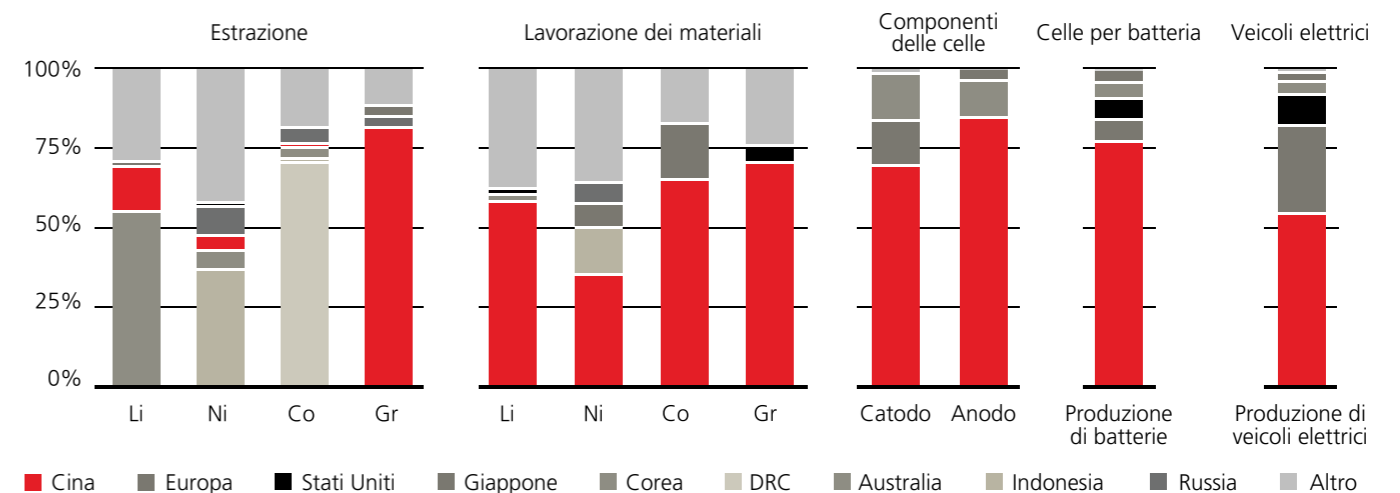
del litio e il 73% del cobalto. Eckland sostiene che questo "renderà difficile per altri Paesi approvvigionarsi di metalli sufficienti a ridurre la quota della Cina nella produzione di batterie"<sup>10</sup>

La Cina è anche il leader a basso costo nella produzione di energie rinnovabili moderne. È responsabile dell'80% della capacità produttiva mondiale di energia solare,<sup>11</sup> e i produttori non cinesi hanno quasi sempre bisogno di sussidi governativi o di barriere commerciali per rimanere in attività. La Cina è anche il produttore più economico di turbine eoliche e, come dice Eckland, "sembra che ora stia facendo passi da gigante anche nella riduzione dei costi di produzione degli elettrolizzatori di idrogeno".

La Cina produce il 79% delle celle delle batterie EV a livello mondiale, il 70% degli anodi delle batterie, l'85% dei catodi delle batterie e il 66% dei separatori e degli elementi di terre rare (REE), fondamentali per i motori EV, per i quali la Cina produce e lavora oltre il 60% della fornitura mondiale<sup>9</sup>

## Grafico 1: la Cina domina l'intera catena di approvvigionamento a valle di batterie per veicoli elettrici

Distribuzione geografica della catena di approvvigionamento globale delle batterie per veicoli elettrici



Fonte: Analisi AIE basata su: Volumi sui veicoli elettrici: US Geological Survey (2022); Benchmark Mineral Intelligence; Bloomberg NEF. Luglio 2022.  
Nota: Li = litio; Ni = nichel; Co = cobalto; Gr = grafite; DRC = Repubblica Democratica del Congo. La ripartizione geografica si riferisce al Paese in cui avviene la produzione. L'estrazione mineraria si basa sui dati relativi alla produzione. La lavorazione dei materiali si basa sui dati relativi alla capacità produttiva di raffinazione. La produzione dei componenti delle celle si basa sui dati relativi alla capacità produttiva di materiali catodici e anodici. La produzione di celle per batterie si basa sui dati relativi alla capacità produttiva di celle per batterie. La produzione di veicoli elettrici (EV) si basa sui dati di produzione di nichel di grado EV. Sebbene l'Indonesia produca circa il 40% del nichel totale, poco di questo viene attualmente utilizzato nella catena di fornitura delle batterie EV. I maggiori produttori di nichel per batterie di Classe 1 sono Russia, Canada e Australia.



## Innovazione ingegneristica

Il successo della Cina nella promozione dell'innovazione è sempre più difficile da ignorare. Questo successo può essere attribuito a molti fattori, tra cui le straordinarie caratteristiche del mercato, la concorrenza e il ruolo attivo dello Stato come promotore e protettore di tecnologie chiave emergenti. Se le migliori condizioni per l'innovazione emergono davvero dall'interazione tra la sfera pubblica e quella privata, allora la Cina ha chiaramente motivo di essere ottimista riguardo alle sue ambizioni di leadership tecnologica.

Naturalmente, esiste un altro punto di vista. Il Global Innovation Index 2022, edito dalla World Intellectual Property Organization (WIPO), pone la Cina fuori dalla top ten dei Paesi mondiali. Gli Stati Uniti rimangono una potenza dell'innovazione, con una spesa di oltre 700 miliardi di dollari annui in ricerca e sviluppo, e ospitano quattro dei cinque maggiori finanziatori di ricerca e sviluppo al mondo (Amazon, Alphabet, Microsoft, Apple). La Silicon Valley rimane una concentrazione unica di talenti, capitali e aspirazioni e agli Stati Uniti è tuttora riconducibile un'enorme percentuale delle scoperte tecnologiche fondamentali a livello mondiale.

Come avverte l'economista Jin: "Affinché ciò accada, sarà necessario modificare profondamente la società civile cinese, i suoi mercati e il ruolo dello stato". Nel frattempo, naturalmente, i Paesi occidentali stanno rispondendo in modo più proattivo alla crescente abilità tecnologica della Cina.

La realtà è che sia i sistemi cinesi che quelli occidentali continueranno a generare innovazione e a costruire imprese redditizie sulla base di questa innovazione.

A livello geopolitico, i politici e le aziende cercheranno sempre più di mitigare il rischio di monopolio tecnologico cinese nei prossimi anni, il che implica una netta riduzione dei tassi di trasferimento tecnologico e innovazione a livello globale, con ripercussioni negative sugli obiettivi di riduzione delle emissioni.

Tuttavia, al riscaldarsi della retorica politica, gli investitori non devono commettere l'errore di rimanerne accecati, ignorando le opportunità che la Cina offre.

È vero che la Cina sta raggiungendo una notevole padronanza nel campo delle tecnologie "One-to-N", in particolare per quanto riguarda le applicazioni internet e la progettazione di modelli di business, ma non è ancora in grado di realizzare innovazioni pionieristiche "Zero-to-One"

5 Sovranità digitale: La legge europea sui chip entra in vigore oggi, Commissione europea, 21 settembre 2023.

6 CHIPS and Science Act will lower costs, create jobs, strengthen supply chains, and counter China, The White House, 9 agosto 2022.

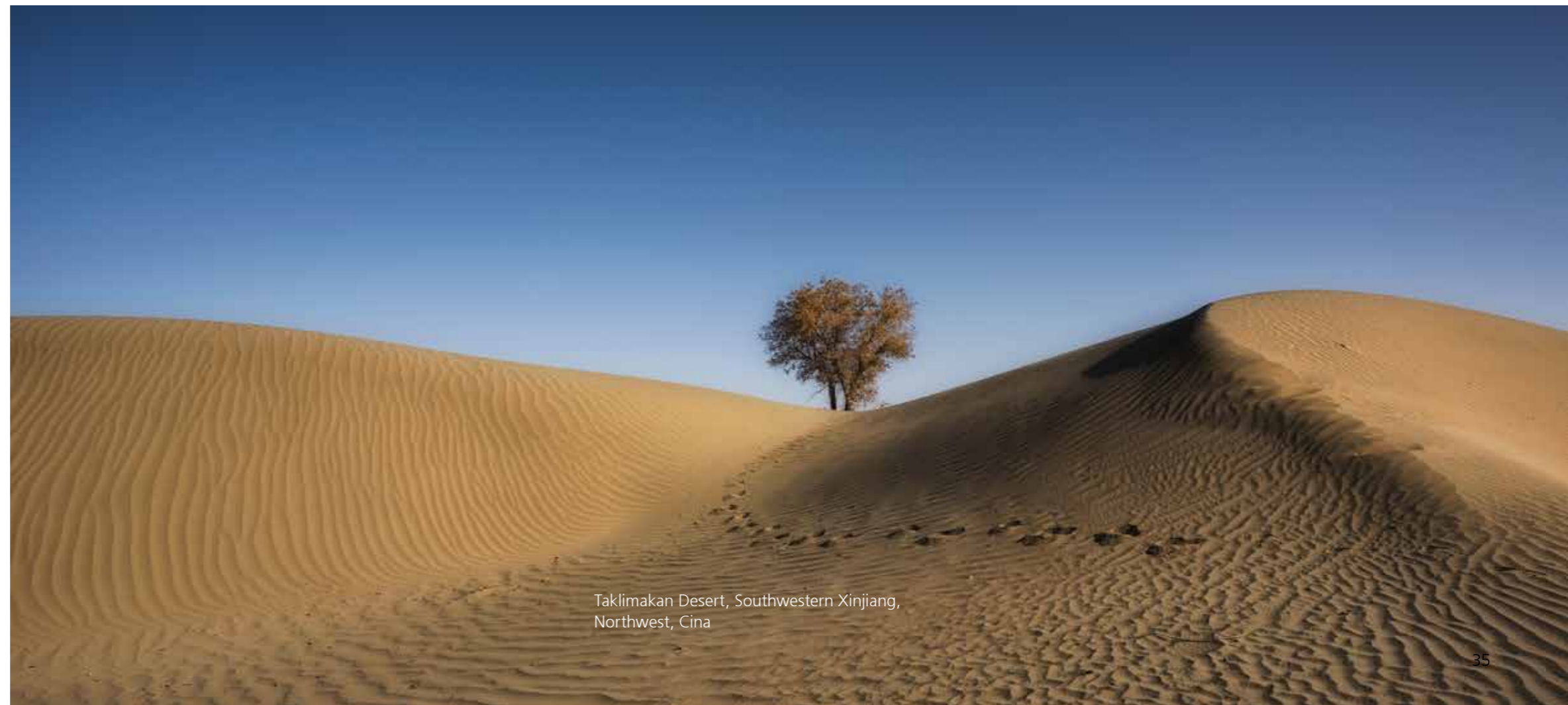
7 China gallium, germanium export curbs kick in; wait for permits starts, Reuters, 1 agosto 2023

8 China Invests USD 546 billion in Clean Energy, Far Surpassing the US, Scientific American, 30 gennaio 2023

9 China's Role in Supplying Critical Minerals for the Global Energy Transition, Leveraging Transparency to Reduce Corruption project (LTRC), luglio 2022.

10 China's Role in Supplying Critical Minerals for the Global Energy Transition, Leveraging Transparency to Reduce Corruption project (LTRC), luglio 2022.

11 Solar exports from China increase by a third, Ember, 14 settembre 2023.



Taklimakan Desert, Southwestern Xinjiang, Northwest, Cina





Azure Lake, Jiuzhaigou National Park, Sichuan Province, Cina

# Controtendenza

Una visione delle azioni cinesi per investimenti attivi e in indici

Molti investitori stanno mettendo in discussione i loro investimenti in Cina quest'anno, a causa delle notizie negative e della volatilità del mercato. L'economia cinese sta rallentando drasticamente dopo decenni di crescita elevata, ma una crescita più lenta significa necessariamente anche rendimenti azionari più bassi, in futuro? Gli studi sembrano dire di no, e i risultati possono causare perplessità e sembrare persino controintuitivi.

Soprattutto, continuiamo a trovare opportunità di investimento interessanti nel mercato delle A-Share. Riteniamo che la Cina sia un'economia troppo grande per essere ignorata, e persistano buoni motivi per investire in Cina, per investimenti sia attivi che in indici. Useremo entrambi i punti di vista per approfondire le opportunità e i rischi che intravediamo nei titoli azionari cinesi.



**Boriana Iordanova**  
Head of Index  
Research



**Ian McIntosh**  
Head of Active  
Equities



**Bin Shi**  
Head of China  
Equities



# Una panoramica dei titoli azionari basati su indici/regole

**Boriana Iordanova**  
Head of Index Research

Dopo aver valutato (e rifiutato) l'inclusione del trading azionario di titoli cinesi in Cina continentale, anche noti con il nome di A-Share cinesi, nel suo Emerging Markets Index per ben tre anni di fila, il 20 giugno 2017 MSCI ha annunciato finalmente la loro inclusione, seppur parziale (con un fattore di inclusione del 5%), attuata nel 2018.

Altri fornitori di indici hanno seguito il suo esempio. Nel 2019, MSCI ha aumentato il fattore di inclusione delle A-Share cinesi al 20%, mentre FTSE Russell ha incluso per la prima volta le A-Share cinesi nei suoi indici relativi ai mercati emergenti (con un fattore di inclusione del 25%). A cinque anni dall'inclusione iniziale delle A-Shares nell'MSCI EM Index, pur avendo registrato una performance migliore rispetto ad altri titoli cinesi, l'entusiasmo degli investitori in questo settore si è un po' raffreddato e si sono fatti strada i dubbi sulla possibilità che il mercato azionario cinese possa davvero offrire rendimenti solidi e costanti.

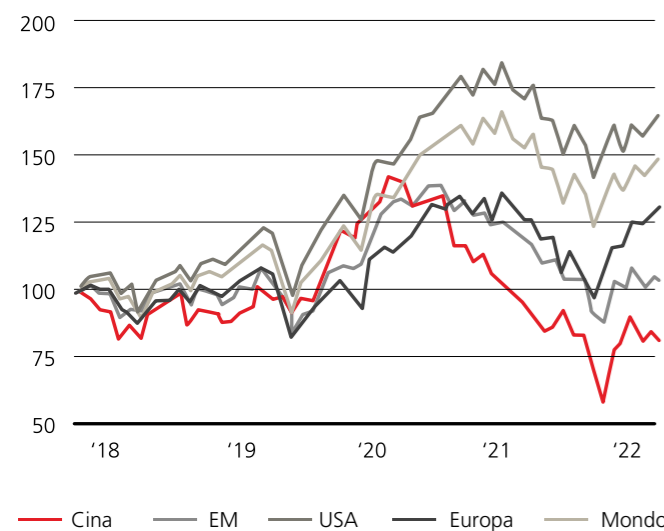
Alcuni investitori in indici hanno persino iniziato a scegliere indici relativi ai mercati emergenti che escludono la Cina come benchmark per i propri portafogli di indici.

Un pessimismo comprensibile, dato che negli ultimi cinque anni il mercato azionario cinese è rimasto indietro sia rispetto agli indici dei mercati emergenti globali che a quelli dei mercati sviluppati, con un distacco del 17% annuo rispetto al mercato azionario statunitense (grafico 1).

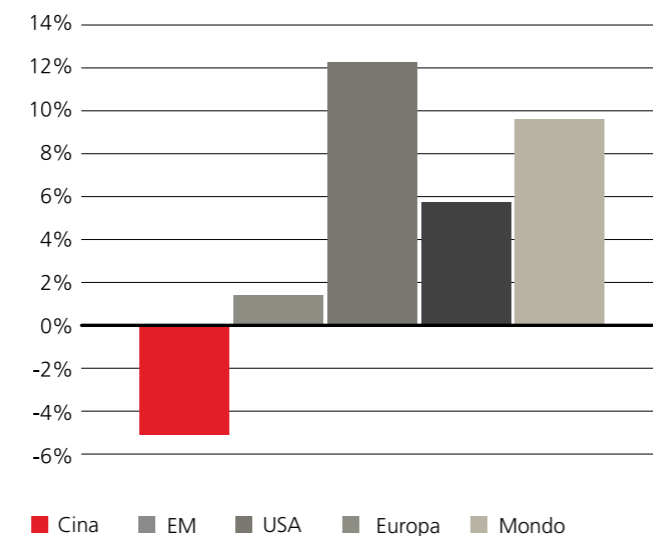
Particolarmente frustrante e preoccupante per gli investitori è stato il continuo scollamento tra la crescita del PIL cinese e la performance del suo mercato azionario, come illustrato nel grafico 2. Mentre negli Stati Uniti e nell'Europa sviluppata una crescita annua del PIL reale a una sola cifra (circa il 2% o meno) è stata accompagnata da buoni rendimenti del mercato azionario, in Cina un tasso di crescita annua del PIL reale superiore al 5% non si è ancora tradotto in forti rendimenti del mercato azionario.

Grafico 1: il mercato azionario cinese è rimasto indietro rispetto ai mercati azionari globali negli ultimi 5 anni

Rendimento totale degli indici MSCI rispetto al rendimento cumulativo lordo in USD ricalcolati a 100

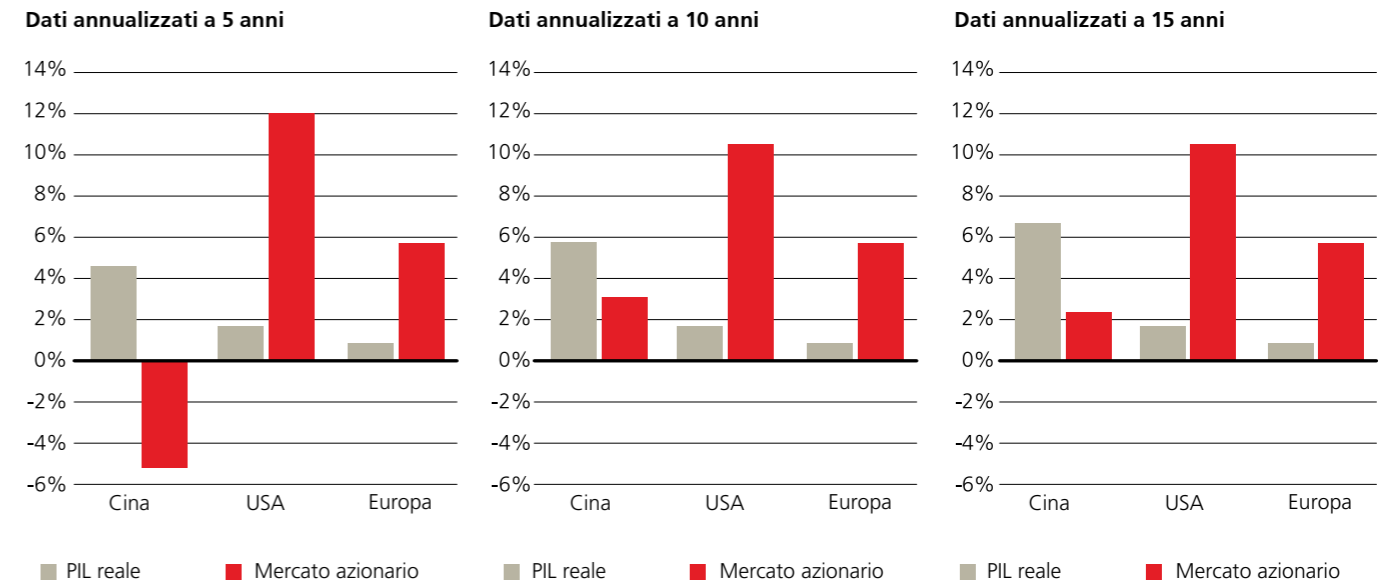


Dati sul rendimento totale annualizzato lordo degli indici MSCI in USD



Fonte: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. Dati dal 30 giugno 2018 al 30 giugno 2023. EM: Paesi Emergenti. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Grafico 2: occhio al divario. La robusta crescita del PIL cinese non si traduce ancora in forti rendimenti del mercato azionario



Fonte: UBS Asset Management, MSCI, RIMES, FactSet. Dati annualizzati al 30 giugno 2023. Dati di confronto tra gli indici MSCI: il rendimento totale cresce annualizzato in USD e il tasso di crescita annualizzato del PIL reale (basato sui prezzi del 2005) in USD. I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Che opzioni hanno, quindi, gli investitori su titoli basati su indici/regole che vogliono un'esposizione azionaria con, potenzialmente, migliori rendimenti corretti per il rischio rispetto al più ampio mercato azionario cinese?

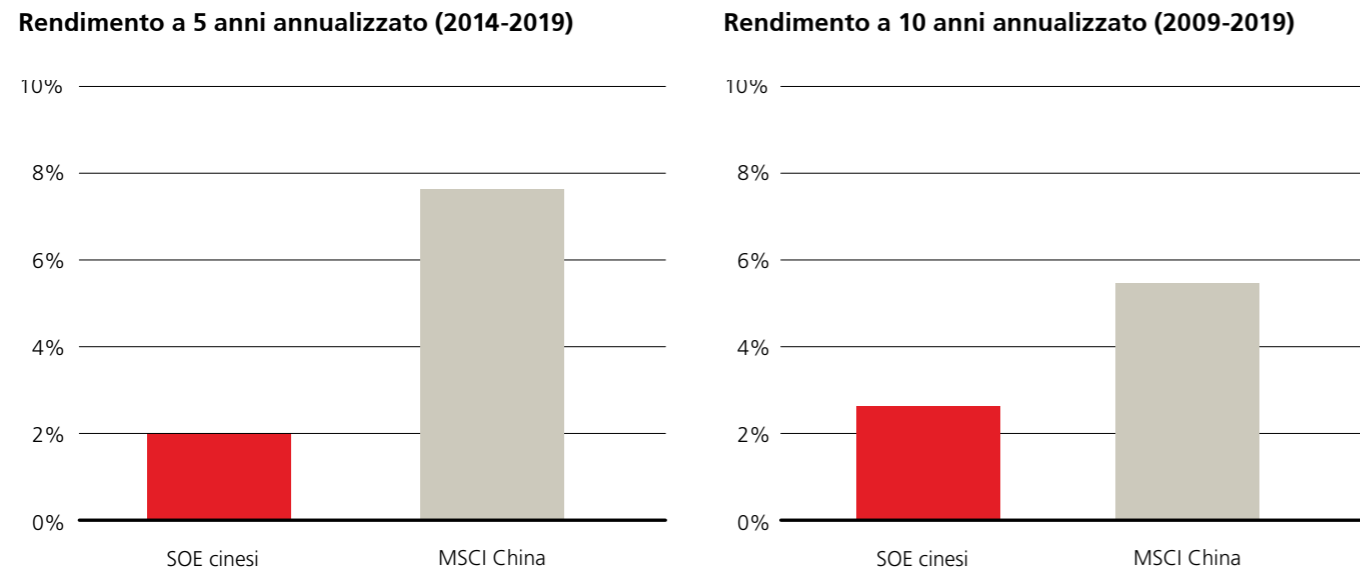
Tre anni fa a questa domanda avremmo suggerito agli investitori di escludere le azioni delle aziende statali cinesi. Le aziende statali sono una componente importante dell'economia cinese, con entrate totali pari a circa il 70% del PIL cinese e con una quota di mercato di circa il 70% in settori fondamentali e legati alla sicurezza come l'energia, le infrastrutture, i servizi pubblici e la finanza. Sono anche una componente importante degli indici azionari cinesi. Ad esempio, più di 300 degli oltre 700 componenti dell'MSCI

China Index consistono in aziende di Stato, con un peso aggregato dell'indice pari a circa il 30%.

Tuttavia, queste aziende sono spesso percepite come meno efficienti rispetto alle loro omologhe del settore privato e sono state storicamente associate a una governance aziendale debole e al *Principle-Agent problem* (problema principale-agente), in quanto aziende (agente) e Stato (principale) potrebbero avere interessi o priorità in conflitto. Come le aziende statali di altri mercati emergenti, anche quelle cinesi tendono storicamente a sottoperformare rispetto alle omologhe del settore privato (grafico 3) e le strategie basate su indici e regole che escludono questi titoli ne hanno tratto vantaggio.



Grafico 3: le aziende statali cinesi storicamente sottoperformano rispetto all'indice generale cinese



Fonte: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. Dati di rendimento annualizzato a 5 e 10 anni in USD al 31 dicembre 2019. SOE cinesi: aziende statali cinesi. **I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

Tuttavia, questo modello di sottoperformance sembra essere in fase di inversione (grafico 4). Le recenti riforme mirano a rendere le aziende statali cinesi più competitive e a rafforzarne i rendimenti migliorando gli aspetti della tecnologia, dell'efficienza e del branding. Questo potrebbe portare a una maggiore performance finanziaria e, potenzialmente, a migliori rendimenti azionari.

La Cina ha una lunga storia di riforme delle aziende statali, risalente agli anni '70, ma stavolta il governo cinese subisce una pressione fiscale. Il rafforzamento dei rendimenti per gli azionisti delle aziende statali potrebbe alleviare parzialmente il problema e contribuire alla crescita economica.

L'ultima serie di riforme mira a riutilizzare la capacità in eccesso chiudendo le aziende con fondamentali deboli e fondendo le aziende per creare campioni nazionali; potenziare le funzioni principali delle aziende statali, migliorare l'efficienza di capitale e rafforzare la competitività chiave; concentrarsi sulla digitalizzazione, sulla trasformazione *green* e sui progressi tecnologici. Il governo centrale cinese ha iniziato a utilizzare il *Return on Equity* (ROE) per valutare la performance del management nelle aziende statali centrali, e si prevede che le autorità regionali, che supervisionano le aziende statali locali, adottino linee guida simili.

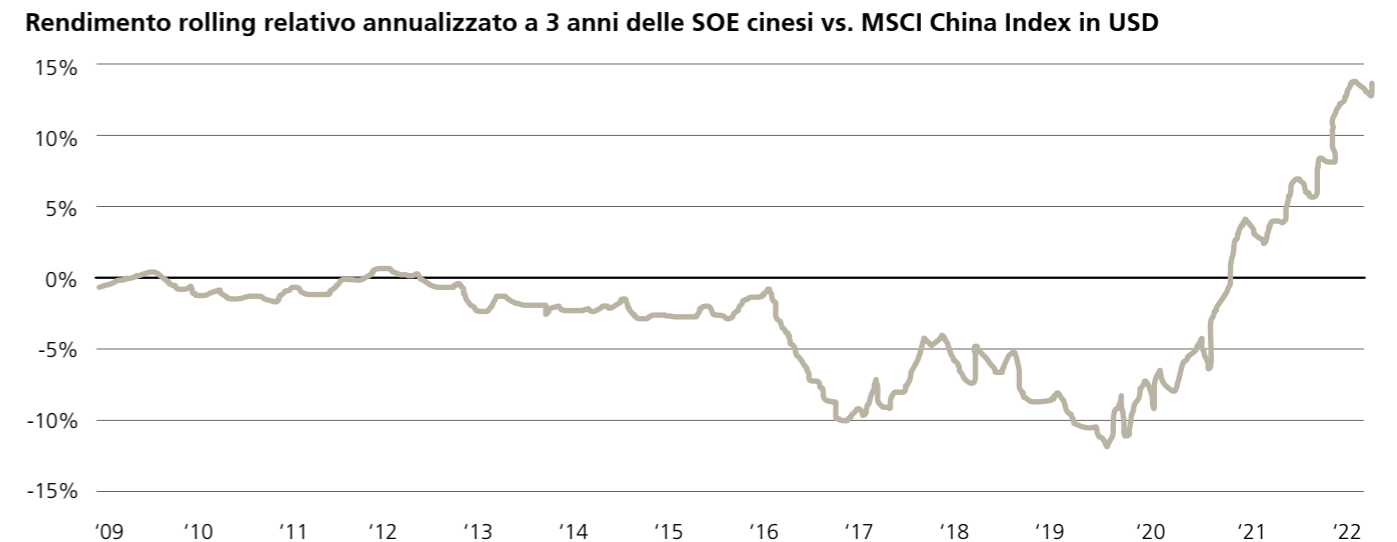
Il tema della rinascita delle aziende statali cinesi potrebbe essere colto in modo efficace attraverso una strategia basata su indici/regole, scansionando l'universo delle aziende di Stato in base a una o più metriche finanziarie (ad esempio, il ROE) per selezionare le imprese con fondamentali meno interessanti rispetto alle omologhe del settore globale con più possibilità di venire rivalutate a breve termine.

Abbiamo costruito un portafoglio campione basato su regole (grafico 5) selezionando l'indice cinese di base per le aziende statali utilizzando il flag "SOE" dal database MSCI ESG Metrics, escludendo i titoli del settore immobiliare e selezionando dal restante universo i titoli con ROE inferiore alla media settoriale globale, che abbiamo ponderato equamente.

Il fondo risultante comprende 198 titoli (dai circa 700 dell'indice cinese di base), per lo più nella sezione più piccola dell'indice, con più di metà dei nomi dotati di una capitalizzazione di mercato investibile pari a un massimo di 1 miliardo di dollari.

Il portafoglio ha un ROE medio settoriale di circa il 5% rispetto al ROE medio del 15% del settore globale. Nonostante le capitalizzazioni di mercato più ridotte, un'operazione da 10 milioni di dollari appare abbastanza liquida, con oltre il 75% degli scambi al di sotto del 3% del volume medio giornaliero.

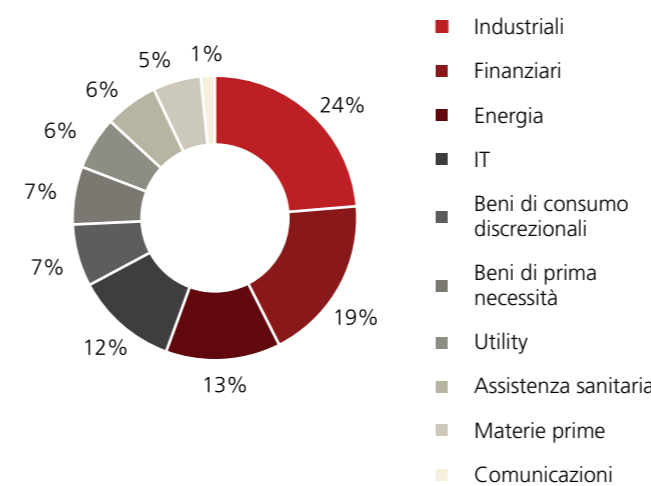
Grafico 4: la tendenza storica a sottoperformare delle aziende statali cinesi sembra in fase di inversione



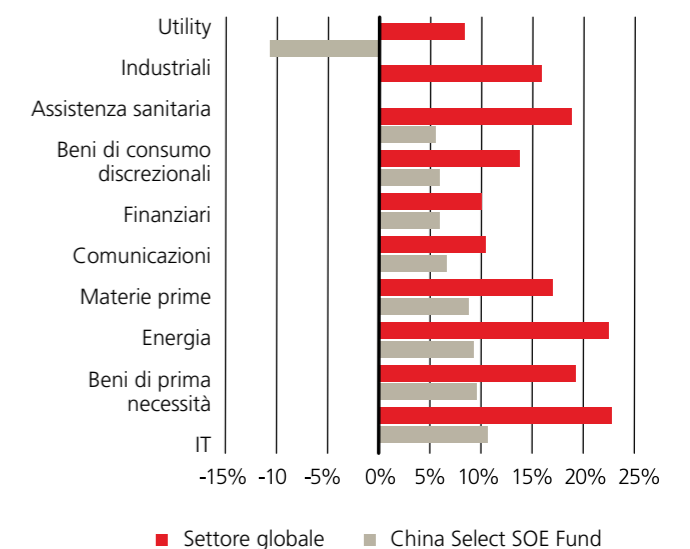
Fonte: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. Dati triennali relativi e annualizzati in USD, dal 31 dicembre 2006 al 31 agosto 2023. SOE cinesi: aziende statali cinesi. **I risultati passati non sono indicativi dei risultati futuri.**

Grafico 5: esempio di fondo indicizzato selezionato da UBS per le aziende statali cinesi

Allocazioni settoriali: 198 titoli, paniere di pari peso



Confronto ROE



Fonte: UBS Asset Management, MSCI, RIMES. Dati aggiornati al 31 marzo 2023.

# Panoramica sui titoli attivi

**Ian McIntosh**  
Head of Active Equities

**Bin Shi**  
Head of China Equities

## Aziende statali sì, ma con cautela

Le aziende di Stato cinesi sono state in passato abbandonate dagli investitori, il che ha portato a valutazioni estremamente basse. La crescita dei ricavi e degli utili quest'anno si è stabilizzata. Questo fattore, insieme a rendimenti da dividendi interessanti, ha portato a una riduzione del divario di valutazione.

Tuttavia, molte aziende statali presentano discrete difficoltà. La preoccupazione principale è il disallineamento a lungo termine tra gli obiettivi del management e gli interessi degli azionisti. Le aziende statali danno priorità a crescita e rendimenti costanti, il che spesso si traduce in un approccio più lento e in rendimenti strutturalmente più bassi rispetto al settore privato. I loro ricavi sono prevalentemente interni, con poche possibilità di espansione internazionale. Il rallentamento dell'economia interna cinese limita anche le prospettive di crescita delle aziende statali.

A nostro avviso, la selettività rimane di fondamentale importanza. Ad esempio, riponiamo grande fiducia in un'azienda di beni di consumo rinomata per il valore del proprio marchio, ma con un coinvolgimento statale significativo. Inoltre, stiamo investendo in imprese immobiliari di proprietà statale che stanno prendendo piede occupando gli spazi lasciati dalle numerose imprese private che stanno abbandonando il mercato.

Al momento, senza una chiara indicazione di miglioramento della redditività, pare difficile che si concretizzi un'ulteriore rivalutazione. Se le differenze di valutazione con le aziende statali si riducono ulteriormente, è possibile che l'attenzione degli investitori torni a concentrarsi sulle aziende private.

## Minore crescita del PIL, minori rendimenti del mercato azionario?

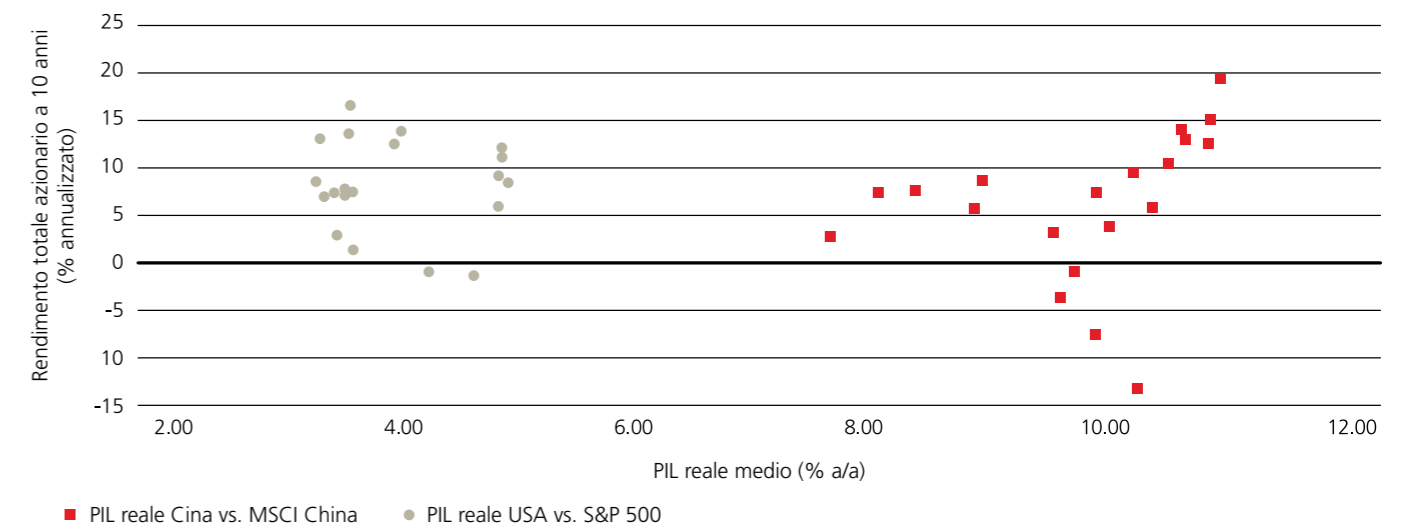
A nostro avviso, l'urbanizzazione ha ancora molto da offrire. E il fatto che il PIL pro capite del Paese sia basso rispetto agli standard dei mercati economici sviluppati vuol dire che c'è ancora molta strada da fare prima che la Cina arrivi a un tetto del PIL pro capite.

Tuttavia, è chiaro che l'era della crescita a due cifre è ormai alle spalle. Detto questo, il passaggio della Cina a un regime di crescita inferiore, con una crescita del PIL reale a media o bassa cifra singola, non implica necessariamente una riduzione dei rendimenti del mercato azionario in futuro. La relazione tra crescita del PIL e rendimenti azionari è stata ben studiata e i risultati non sono quelli che si potrebbero credere. La correlazione è debole e per alcuni persino negativa. Ciò è dimostrato dall'analisi della crescita del PIL reale e dei rendimenti dei mercati azionari negli Stati Uniti e in Cina negli ultimi 30 anni. Il periodo di crescita decennale più forte dell'S&P 500 è stato accompagnato da una crescita del PIL reale relativamente modesta negli Stati Uniti, di gran lunga inferiore alla crescita del PIL reale in Cina nello stesso periodo.

Le ragioni sono varie. Gli utili societari delle aziende quotate hanno una composizione diversa dal prodotto interno lordo. Ad esempio, il mercato azionario statunitense ha una significativa esposizione internazionale, che è cresciuta negli ultimi 30 anni. Il miglioramento della governance e una maggiore efficienza del mercato e delle informazioni hanno un impatto sui multipli di mercato. Anche la composizione settoriale fa una grande differenza nei rendimenti di mercato e la leadership degli Stati Uniti nel settore tecnologico è stata un fattore chiave della capacità statunitense di sovraperformare.

## Grafico 6: crescita del PIL reale e rendimenti totali delle azioni

Rolling 10 anni dal 2003 al 2022



Fonte: UBS Asset Management, FactSet. Dati al 31 ottobre 2023.

Il punto di partenza della valutazione del mercato è fondamentale per i rendimenti a lungo termine. In definitiva, il mercato tende ad attualizzare: le aspettative di crescita futura del PIL sono incorporate nei prezzi.

I rendimenti dei mercati azionari predicono in modo più accurato la futura crescita del PIL, piuttosto che il contrario

Riteniamo che le aziende meglio gestite saranno in grado di adattarsi e prosperare in un contesto di crescita inferiore. Un segno di competenza manageriale è la restituzione della liquidità in eccesso agli azionisti, piuttosto che un'errata spesa in progetti di capitale. Le aziende cinesi ora operano con elevati rendimenti dei flussi di cassa e hanno iniziato ad adottare i buyback.

Non solo si adattano alle varie sfide esterne in un ambiente volatile, ma continuano a investire in tecnologia, ricerca e sviluppo, a controllare i costi e a far crescere la loro attività.



## La Cina diventa globale

L'economia cinese è notoriamente incentrata sulle esportazioni. Tuttavia, i suoi ricavi azionari sono sorprendentemente tendenti all'interno: l'86% dei ricavi delle società dell'MSCI China proviene dal mercato nazionale, rispetto al 62% dell'S&P 500.

Molte aziende hanno registrato una crescita spettacolare nel mercato interno. Per continuare a crescere con forza, queste aziende devono ora guardare all'estero. Lo stanno già facendo. Sempre più spesso le aziende cinesi prosperano a livello internazionale in settori come il gioco online e l'e-commerce. E poiché queste aziende sono sopravvissute alla feroce concorrenza interna, riteniamo che siano ben posizionate per avere successo nel mercato internazionale. Questo è un tema che riguarda alcuni dei nostri investimenti, perché le aziende cinesi sono solo all'inizio del loro viaggio globale.

In molti casi, il loro successo è già eclatante. Le automobili, storicamente, non sono mai state un punto forte della Cina, che tuttavia è ora la maggior esportatrice di auto al mondo per volume di vendite ed è tra i leader indiscussi nel settore dei veicoli elettrici. A lungo termine, ci aspettiamo di vedere molte più auto cinesi sulle strade degli altri Paesi.

Le case automobilistiche cinesi stanno anticipando i marchi globali, spendendo in modo aggressivo in ricerca e sviluppo e introducendo nuove tecnologie e funzioni.

È questione di tempo prima che i clienti internazionali al di fuori della Cina si rendano conto che i marchi cinesi possono offrire auto migliori a prezzi più competitivi.

Anche le aziende del settore sanitario stanno diventando competitive a livello globale, in parte perché condurre attività di ricerca e sviluppo è più economico. Stiamo assistendo a un maggior licensing in uscita delle aziende farmaceutiche cinesi, invece del solo licensing in ingresso da parte di aziende internazionali, come in passato.

Nel complesso, ci aspettiamo che le aziende cinesi continuino a progredire in termini di tecnologia, sofisticazione e comprensione del mercato internazionale. E a patto che siano veloci nell'adattarsi e nell'imparare, dovrebbero essere in grado di competere con successo all'estero.

A nostro avviso, molte delle aziende leader del settore possono ancora ottenere un CAGR (Tasso di crescita annuale composto, Compound Annual Growth Rate) del 15-20% a lungo termine controllando le spese ed espandendosi nei mercati internazionali.

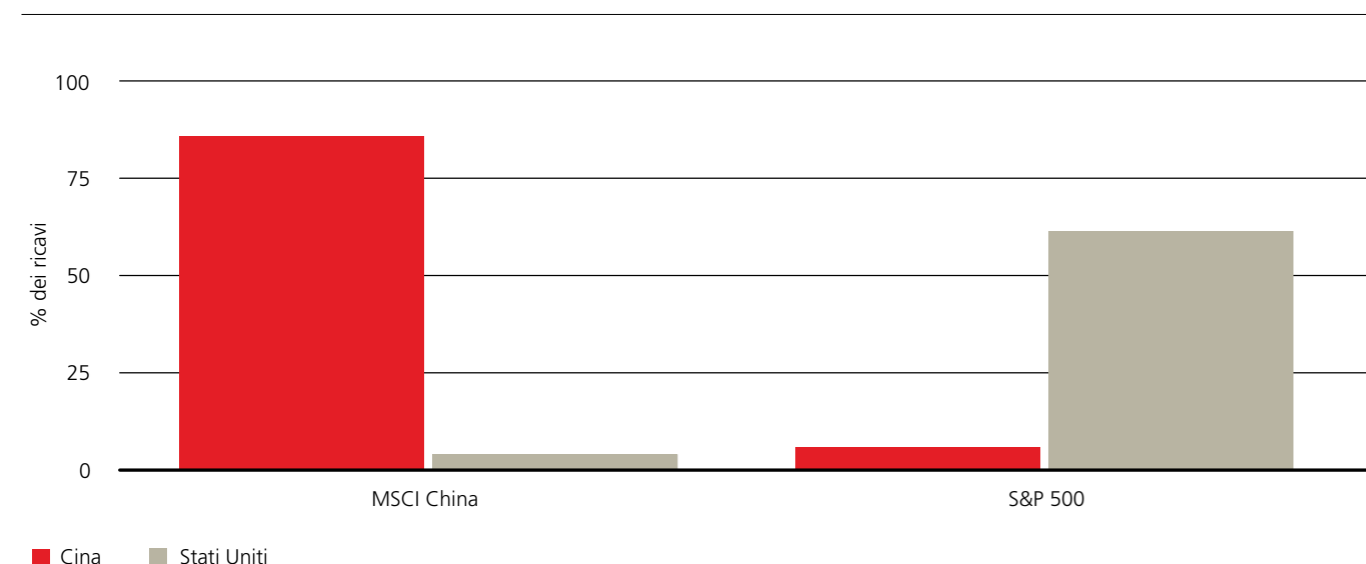
## Investire in tempi difficili

Le aspettative riguardo le azioni cinesi sono al minimo. Gli investitori globali sono neutrali o pessimisti nei confronti della Cina, e l'esposizione degli hedge fund statunitensi nei confronti della Cina sono ai minimi da un decennio.

Tuttavia, il mercato cinese presenta caratteristiche che lo rendono un contesto interessante per chi si occupa di gestione attiva. È profondo, con molte aziende tra cui scegliere. Gli investitori al dettaglio possiedono quasi la metà della capitalizzazione del mercato a fluttuazione libera, il doppio rispetto al mercato statunitense, e hanno una tendenza a cedere all'arroganza e all'irrazionalità, amplificando le reazioni eccessive del mercato.

Abbiamo già vissuto notevoli sbalzi umorali in passato. La storia ci dice che il momento migliore per investire è quello in cui gli investitori si sentono più a disagio

Grafico 7: esposizione geografica dei ricavi dei mercati azionari di Cina e Stati Uniti



Fonte: UBS Asset Management, FactSet Revere. Dati al 31 ottobre 2023.



Kansas Lake, Altay Prefecture, Xinjiang, Cina





Moon Hill, Yangshuo County, Guilin, China

# Diffusione del dollaro

Un'opportunità per la Cina di bilanciare le dinamiche di potere nella finanza globale

Con il declino del dominio e dell'influenza del dollaro nella finanza globale, Barry Gill esplora le possibili valute di riserva alternative e le implicazioni per gli investimenti.



**Barry Gill**  
Head of Investments,  
UBS Asset Management



Il cambiamento trasformatore raramente avviene nel modo più atteso. Come disse il futurista americano Buckminster Fuller:

“Non si cambiano le cose combattendo la realtà esistente. Per cambiare qualcosa, bisogna costruire un nuovo modello che renda obsoleto quello esistente”

Prendiamo il dominio del dollaro. Dopo il quantitative easing che ha fatto seguito alla crisi finanziaria globale, ci è voluto poco perché iniziassero a circolare voci riguardo la possibile erosione del cosiddetto "esorbitante privilegio" statunitense. Da allora non si fa che parlare di un mondo multipolare dal punto di vista geopolitico, dove a fare da contrappeso sarebbe un intero paniere di valute di riserva.

Eppure la transizione non si è ancora palesata. Le vecchie abitudini sono dure a morire e la finanza globale fatica a liberarsi dalla dipendenza dal dollaro (per entrare nel cosiddetto processo di de-dollarizzazione). Ma se si guarda un po' più a fondo, emergono alcuni trend interessanti. Forse la minaccia per il dollaro non proviene da altre monete legali, ma da modi completamente nuovi di fare le cose.



The Stone Forest or Shilin, Kunming, Yunnan Province, Cina

### Lezioni dal passato

Il dollaro statunitense è la principale valuta di riserva del mondo, senza rivali, sin dagli accordi di Bretton Woods del 1946. Pochi investitori hanno memoria di un tempo così lontano. Eppure, prima del dollaro, la principale valuta di riserva mondiale era la sterlina britannica. La supremazia della sterlina nacque con l'apice dell'Impero britannico, e resistette fino al termine di quest'ultimo. In precedenza, il fiorino olandese aveva svolto un ruolo globale simile, sempre in linea con il potere imperiale e il peso economico. E prima ancora, c'era il real spagnolo.

Quindi, anche se può essere difficile concepire la morte di una valuta di riserva globale, in passato simili cambiamenti sono già avvenuti. Ray Dalio, investitore e scrittore, sostiene che il relativo declino del potere degli Stati Uniti e l'ascesa della Cina indicano che è in corso un cambiamento di questo tipo, almeno in base ai precedenti.<sup>1</sup> Ma come una volta disse Mr Dalio, "Chi pensa di avere la palla di cristallo si ritroverà con un mucchio di cocci di vetro".<sup>2</sup>

### La frammentazione dell'architettura finanziaria

Non esiste garanzia che il dollaro finirà per essere abbandonato come accadde ad altre valute di riserva. Nonostante le dimensioni dell'economia cinese e la leadership della Cina in termini di volume nel commercio globale, lo yuan non sta eclissando il dollaro come il dollaro ha eclissato la sterlina nella prima metà del ventesimo secolo.

Questo non vuol dire però che la posizione del dollaro non sia contrastata da nessuno. L'aumento delle tensioni geopolitiche ha trasformato in un'arma la finanza, che ora è la prima sanzione scelta dalla Casa Bianca. Lo dimostra la risposta degli Stati Uniti all'invasione dell'Ucraina, con il congelamento delle riserve di dollari della Russia e la sua esclusione dal sistema SWIFT.<sup>3</sup> Gli Stati Uniti attualmente sottopongono a sanzioni altri 17 tra Paesi e regioni.

Pertanto, con l'aumento delle tensioni geopolitiche, molte nazioni hanno interesse ad assicurarsi di non essere completamente esposte all'arsenale finanziario statunitense. La Cina è la prima tra queste. Le tensioni sul commercio e sulla tecnologia hanno portato a rapporti sempre più tesi tra le due maggiori potenze del mondo. Questo incentiva la Cina a evitare il potenziale impatto delle sanzioni finanziarie statunitensi.

Detronizzare il dollaro è il modo più ovvio per raggiungere questo obiettivo. Ma lo yuan cinese rappresenta attualmente meno del 3% delle riserve globali, contro il 60% circa del dollaro.<sup>4</sup> Tuttavia, se le riserve estere fossero distribuite in modo più uniforme su un paniere composto da valute diverse, la posizione del dollaro risulterebbe diminuita. In un mondo multipolare, altre valute, tra cui lo yuan e persino una valuta unica dei Paesi BRICS, assumerebbero posizioni più importanti, a testimonianza del declino dell'egemonia statunitense. Recentemente, la Cina ha ampliato il suo sistema di pagamento interbancario transfrontaliero, che consente di effettuare transazioni denominate in yuan senza ricorrere ai sistemi occidentali, per un commercio a prova di potenziali sanzioni.

In contrapposizione, la posizione del dollaro è sostenuta dal vantaggio della posizione acquisita, e dei vantaggi generali degli Stati Uniti sulla Cina: un sistema giudiziario trasparente, il rispetto dei diritti degli investitori stranieri, un mercato dei capitali aperto e profondo.

Tuttavia, la minaccia per il dollaro potrebbe provenire da un'altra direzione. Una valuta di riserva deve fornire agli investitori tre elementi: una riserva di valore, un'unità di conto e un comodo mezzo di pagamento.

In qualità di riserva di valore, il dollaro è tutto meno che inattaccabile.<sup>5</sup> Ma nonostante il quantitative easing, nel lungo periodo si è dimostrata più stabile di molte altre valute tradizionali, compreso lo yuan.<sup>6</sup> La stessa stabilità rende il dollaro un'unità di conto affidabile per valutare beni e servizi. Tuttavia, la convenienza del dollaro come mezzo di pagamento è già messa in discussione.

1 Capitolo 4: I grandi cicli dell'Impero olandese e di quello britannico e delle loro valute (LinkedIn.com)  
2 Biggest Opportunity Will Be Shorting the Bond Market: Dalio (cnbc.com)

3 Programmi di sanzioni economiche - Dipartimento di Stato degli Stati Uniti  
4 Composizione valutaria della riserva ufficiale in valuta estera - Dati FMI  
5 Valore del dollaro USA 1635-2020 | Statista  
6 Yuan cinese - Dati 2023 - Storico 1981-2022 - Previsione 2024 - Quotazione - Grafico (tradingeconomics.com)



## Modelli di pagamento in evoluzione

In gran parte del mondo, non è più il contante a farla da padrone. Prendiamo la Cina, dove applicazioni per smartphone come Alipay e WeChat Pay sono da tempo utilizzate per acquistare qualsiasi cosa, dai biglietti aerei allo street food. Invece di un costoso dispositivo di pagamento elettronico, i venditori richiedono solo un codice QR stampato.<sup>7 8</sup>

La pandemia di COVID, e le preoccupazioni sanitarie e igieniche che ha portato con sé, ha accelerato il passaggio a una società cashless, un trend visto anche in altri mercati emergenti. Mentre l'Occidente continua ad affidarsi a macchinosi circuiti di pagamento, gran parte del mondo in via di sviluppo è abituato a pagamenti più semplici e lineari.

Questi sistemi di pagamento digitali hanno il potenziale per migliorare il commercio transfrontaliero, eliminando gli intermediari e riducendo così i costi. India e Singapore hanno già collegato i loro sistemi di pagamento digitale, così come Singapore e Thailandia. Nel frattempo, le applicazioni cinesi UnionPay, Alipay e WeChat Pay sono utilizzate in un numero crescente di Paesi in via di sviluppo, dove il loro modello di codice QR le rende economiche ed efficienti da usare.

## L'arrivo delle criptovalute

Un'altra potenziale minaccia al dominio del dollaro viene dalle criptovalute, che offrono un mezzo di scambio decentralizzato posto al di fuori dell'influenza dei governi.

Le criptovalute forniscono un'unità di conto e un mezzo di pagamento, offrendo almeno due delle tre funzioni di una valuta di riserva. Si discute ancora, tuttavia, sulla sua efficacia come riserva di valore. La sua drammatica volatilità e i gravi scandali in materia di scambio chiavi hanno messo in discussione questo aspetto.

Ma Nik Bhatia, accademico, stratega ed esponente di spicco delle criptovalute, sostiene che le valute tradizionali siano riserve di valore più incerte, dato che sono state più volte erose dai governi tramite il ritaglio delle monete, la svalutazione dei metalli o il quantitative easing:

“Nel corso dei secoli, le valute hanno cessato di esistere a causa di un fatto rudimentale: i governi non sono in grado di resistere alla tentazione di creare denaro gratuito per se stessi”

Bhatia sostiene che la natura decentralizzata e la neutralità politica del bitcoin lo renderanno alla fine la principale valuta di riserva del mondo, anche se non ritiene che ciò accadrà presto.<sup>10</sup>

Tuttavia, sia la Repubblica Centrafricana che El Salvador hanno reso il bitcoin una valuta ufficiale. El Salvador si è spinto oltre, convertendo parte delle sue riserve in bitcoin. E anche se la criptovaluta non risponde pienamente a tutte le aspettative, può comunque contribuire a scalfire il dominio del dollaro.

## La digitalizzazione delle banche centrali

Esiste una forma di moneta digitale che ha un potenziale di sostituzione del dollaro in tempi più brevi. Si tratta della valuta digitale emessa dalla Banca Centrale (CBDC, central-bank digital currency).

Il punto cruciale delle CBDC è che hanno corso legale, sotto la diretta responsabilità delle banche centrali. A differenza dei pagamenti digitali effettuati tramite bonifici bancari, carte di credito o applicazioni mobili, i pagamenti effettuati nei CBDC non coinvolgono intermediari. Questo le rende più economiche e più rapide, dando loro un vantaggio immediato rispetto alle valute tradizionali.

La Finlandia fece un primo esperimento di CBDC negli anni '90, poi abortito, ma la leadership del campo è della Cina. La Banca Popolare Cinese ha iniziato a lavorare alla sua moneta digitale quasi un decennio fa, e i test reali dello yuan digitale sono iniziati nel 2020.

Questo vantaggio iniziale potrebbe consentire alla Cina di internazionalizzare lo yuan digitale tramite le proprie vaste reti commerciali, rafforzate dalla Nuova Via della Seta. La Cina ha già effettuato alcune transazioni commerciali internazionali in yuan e lo yuan digitale, con i suoi vantaggi in termini di velocità e costi, potrebbe risultare gradito ai Paesi che vorrebbero vedere ridotta l'influenza statunitense.

Tuttavia, il ruolo dello yuan digitale è, forse, ancora limitato. La Banca Popolare Cinese può porre dei vincoli al suo utilizzo, che potrebbero rivelarsi sgraditi. Un altro elemento potrebbero essere le preoccupazioni di un monitoraggio delle transazioni da parte della Cina. E la stessa Cina, forse, è riluttante nei confronti dell'apertura del proprio conto capitale che sarebbe condizione necessaria per fare piena concorrenza al dollaro.

Navighiamo in acque inesplorate, con la Cina nelle vesti di pioniera. Mentre altre banche centrali valutano il potenziale di una propria CBDC, lo yuan digitale potrebbe essere l'inizio di qualcosa che renderà obsoleto il nostro attuale modello di valuta di riserva.



Zhangye National Geopark,  
Gansu, Cina

7 China: mobile payment penetration rate 2023 | Statista

8 Mobile payments in China: How China became mobile first (daxueconsulting.com)

9 Unlocking Economic Potential: The Growth of Payments in Emerging Markets (finextra.com)

10 The future of Bitcoin as a global currency - with Nik Bhatia (English) • Was Bitcoin bringt - mit Niko Jilch (spotify.com)

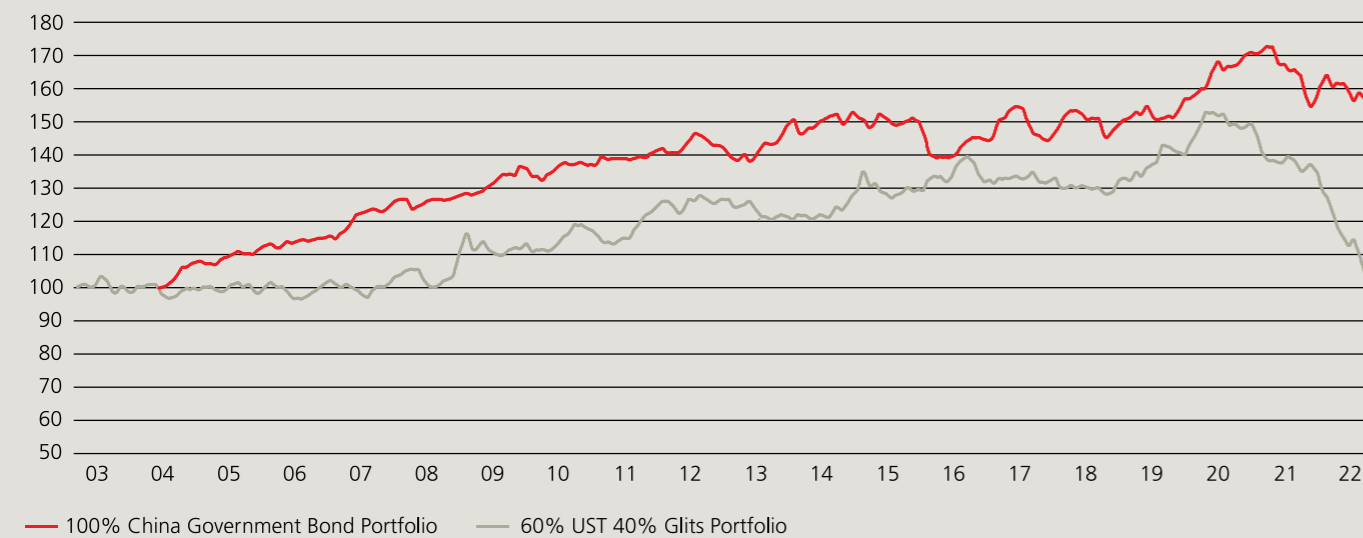


# Quali sono gli impatti sugli investimenti

Ci sono molti modi per interpretare tutti questi elementi e tradurli in decisioni di investimento. Di seguito, sono riportati alcuni grafici e osservazioni iniziali, presentati come materiale di riflessione.

Grafico 1: i titoli di Stato cinesi potrebbero offrire vantaggi di diversificazione

**Rendimento totale reale in USD (ribasato a 100 nel 2003)**



Fonte: Bloomberg. Dati aggiornati a ottobre 2023. Indici che utilizzano Bloomberg US Agg TR, Bloomberg Glits TR Hedged, Bloomberg China Agg TR. Un ringraziamento speciale a: Gavekal Group.

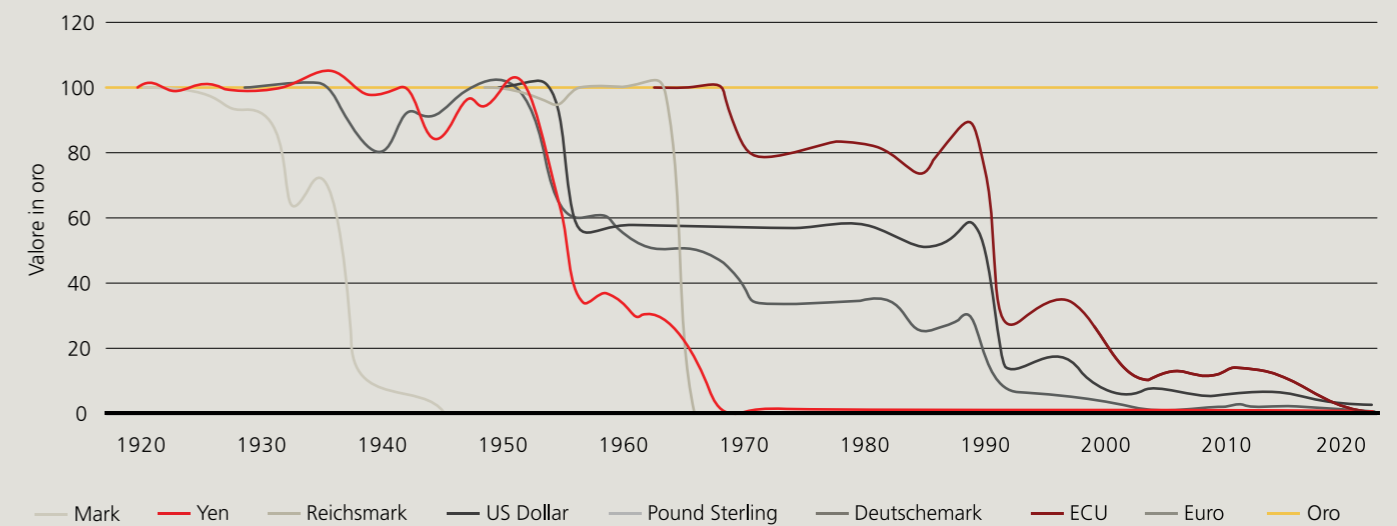
Con un'inflazione bassa e un tasso di crescita del PIL ancora solido, la Cina ha allentato la sua politica monetaria, al contrario delle banche centrali occidentali. Le diverse traiettorie economiche della Cina e della maggior parte dei Paesi sviluppati del mondo fanno sì che anche i rispettivi titoli di Stato siano sempre meno correlati.

Come evidenzia il grafico precedente, la correlazione storica tra i titoli di Stato di Stati Uniti e Regno Unito e le loro controparti cinesi si è notevolmente ridotta negli ultimi 10 anni, rendendo i titoli cinesi un diversificatore potenzialmente interessante per i portafogli.

Un'affermazione comunemente riferita alle criptovalute è che si tratta di "oro virtuale". In effetti, il bitcoin è stato esplicitamente progettato per richiamare l'oro, dalla disponibilità limitata alla produzione tramite l'estrazione. Finora, tuttavia, le criptovalute non sono riuscite a fornire anche la sola parvenza della stabilità che conferisce all'oro la sua reputazione di bene rifugio e riserva di valore. L'oro evita anche il rischio principale delle CBDC: la prospettiva di interferenze governative, sia attraverso la svalutazione che attraverso controlli come i limiti temporali o i vincoli di acquisto che alcuni si aspettano dallo yuan digitale. In quest'ottica, vale la pena notare che le banche centrali continuano a detenere una quota significativa delle proprie riserve in oro.

Tuttavia, si potrebbe sostenere che l'intera storia del denaro è in realtà un tentativo di replicare i vantaggi dell'oro senza i suoi svantaggi (la sicurezza e i requisiti di conservazione). Come ben esemplifica il grafico di cui sopra, è un tentativo di cui si può dire tutto, ma non che sia stato un successo assoluto. Quindi, in un contesto macroeconomico incerto e difficile, e con le tensioni geopolitiche difficilmente destinate a svanire nel breve periodo, l'oro potrebbe tornare ad avere un ruolo nei portafogli degli investitori. Infine, come indica il grafico di seguito, le strategie che alternano tra oro e titoli di Stato potrebbero avere persino di più da offrire.

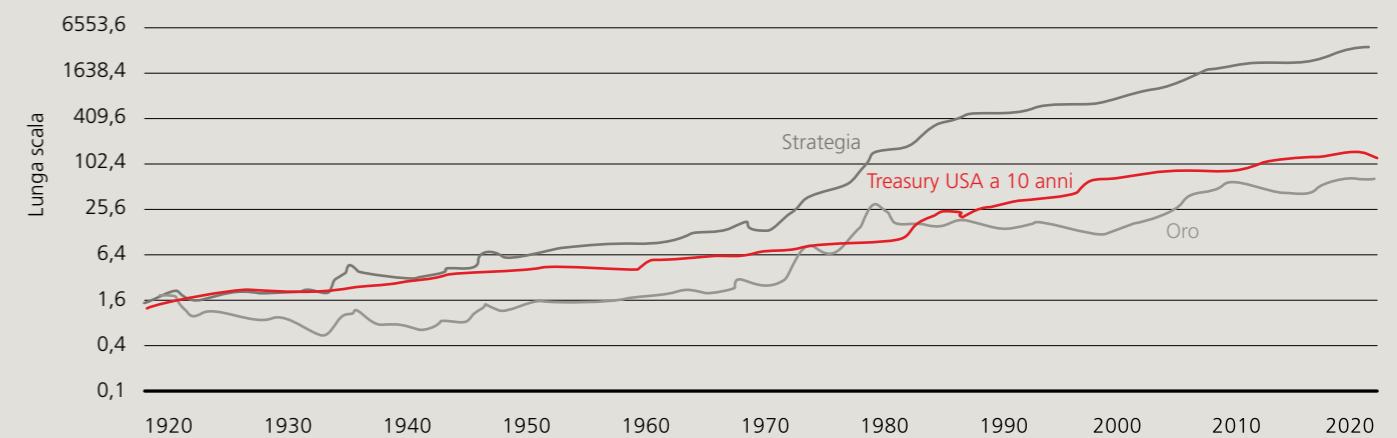
Grafico 2: i vantaggi dell'oro



Fonte: Bloomberg, Reuters.

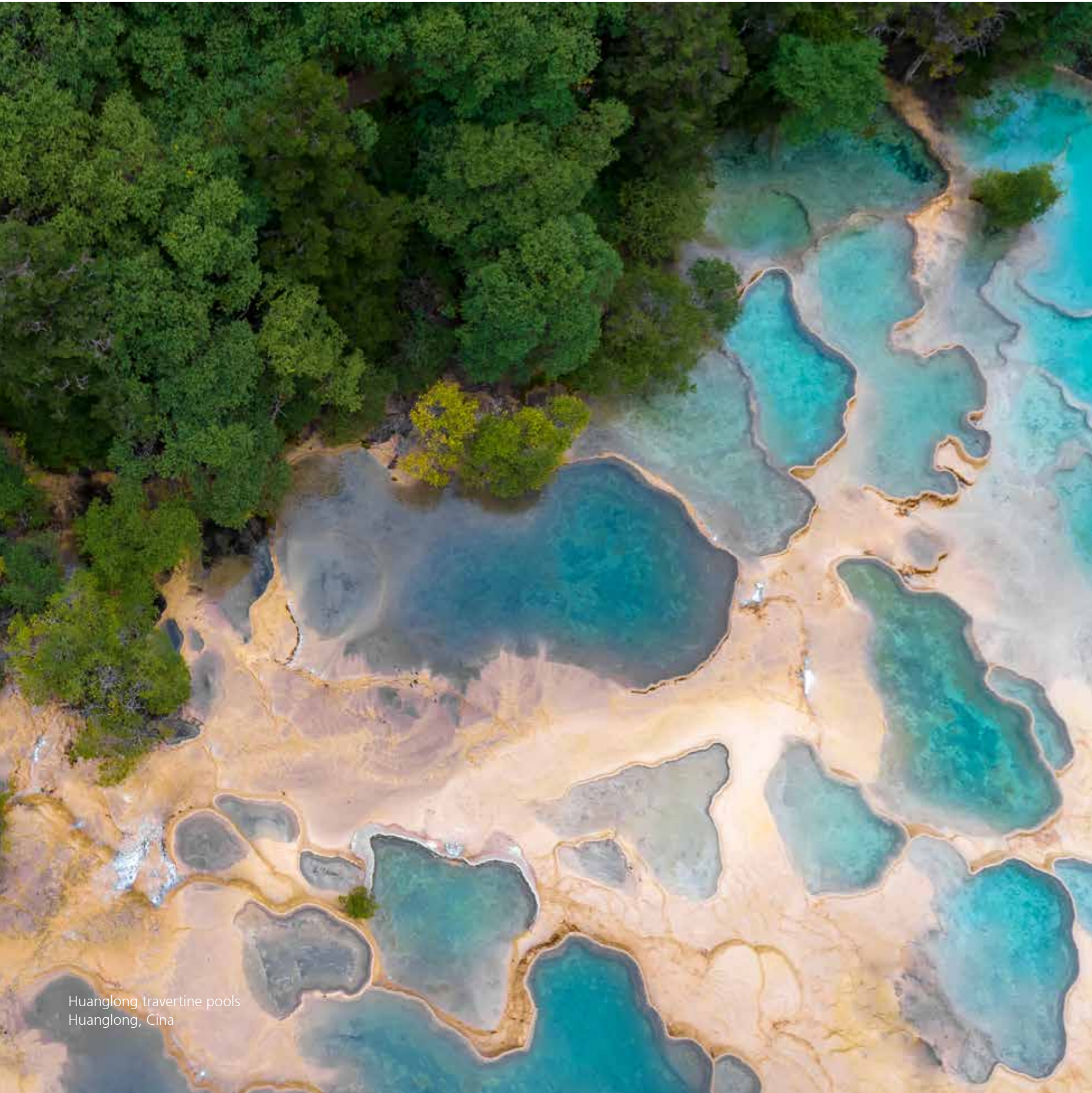
Grafico 3: una strategia che alterna titoli di Stato e oro offre rendimenti superiori

**L'argento era usato come proxy per l'oro prima dell'agosto 1971**



Fonte: Shiller, Bloomberg, Gavekal-IS/Macrobond.





Huanglong travertine pools  
Huanglong, Cina

# Cina a emissioni zero

Una questione di sostenibilità esistenziale

Azzerare le emissioni senza il contributo della Cina sarà impossibile. Gli investitori occidentali devono quindi mettere da parte le differenze ideologiche e cercare di capire appieno il contesto cinese, sostiene Lucy Thomas.



**Lucy Thomas**  
Head of Sustainable  
Investing and Impact





Innanzitutto, un'analogia. Il concetto di investimento per la transizione ha visto aumentare la propria popolarità negli ultimi anni. Le strategie di transizione climatica contengono tipicamente due strade di investimento: fornitori di soluzioni e miglioratori. Tra i miglioratori spesso ci sono aziende che non sono ancora sostenibili da un punto di vista di azzeramento delle emissioni.

Questi investimenti sono fatti in vista di un miglioramento futuro, e perché queste aziende sono fondamentali per la transizione che ci porterà via dai combustibili fossili. Dopotutto, decarbonizzare il proprio portafoglio non significa decarbonizzare l'economia, e anche se la rinuncia all'investimento può essere utile a lavarsi la coscienza, è improbabile che contribuisca a rendere più *green* l'economia globale.

Il cambiamento climatico rappresenta un rischio sistemico per gli investitori che non può essere affrontato con un solo portafoglio. Al contrario, richiede una decarbonizzazione che sia reale e tangibile.

**Ciò significa che tutti i Paesi e le regioni del mondo devono azzerare le emissioni**

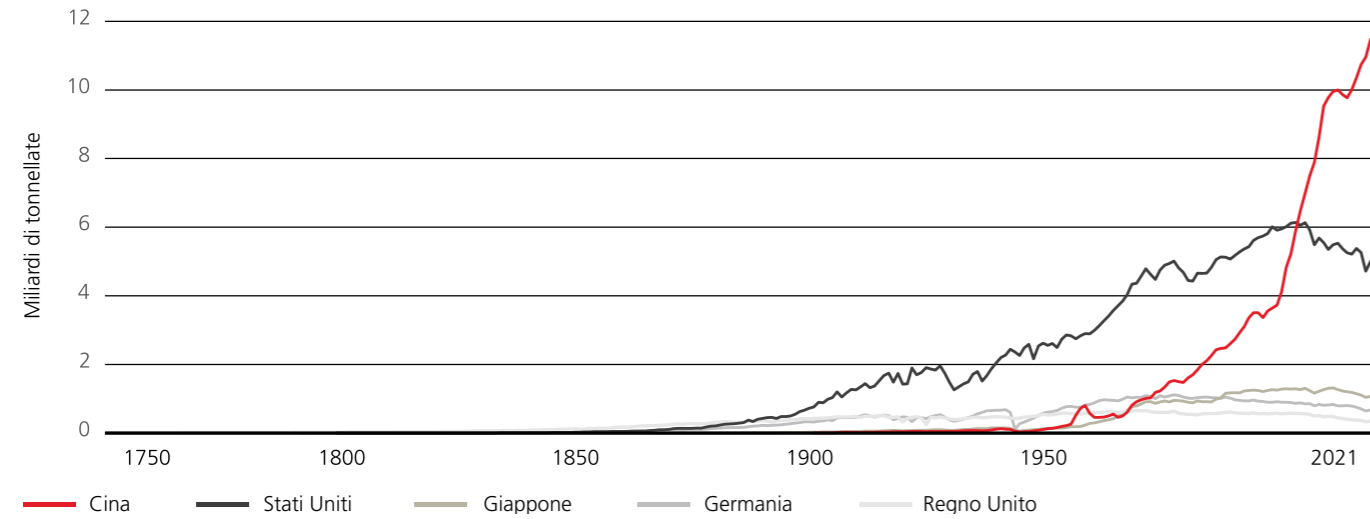
Gli allocatori di capitale devono quindi valutare il modo in cui le loro decisioni in materia di investimenti globali influenzano la traiettoria delle emissioni nell'economia reale, anche quando valutano l'impatto sui propri portafogli del successo o del fallimento eventuale di questo percorso. Naturalmente le aziende e la politica cinesi devono fare la loro parte, ma gli investitori devono parlare con il loro capitale, esprimere chiaramente il loro punto di vista sul ruolo della Cina nell'azzeramento delle emissioni, e sostenere il progresso con le decisioni di investimento dei loro portafogli.

Esaminiamo i fatti.



Grafico 1: emissioni annuali di CO<sub>2</sub>

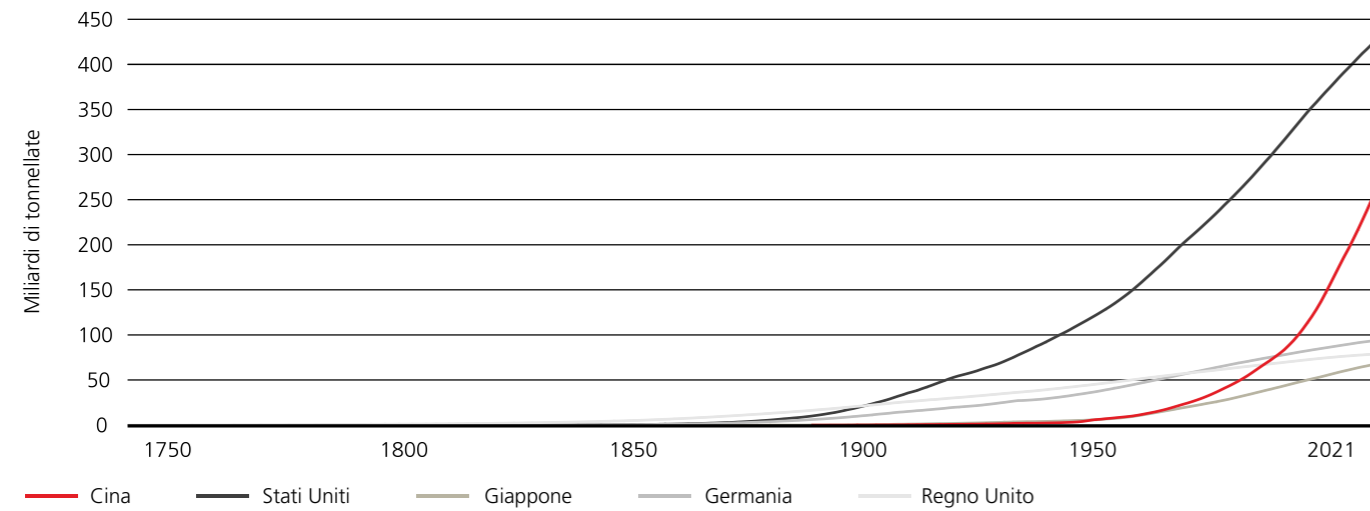
**Emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>) da combustibili fossili e dall'industria. Il cambiamento di destinazione d'uso del suolo non è incluso**



Fonte: Global Carbon Budget (2022).

Grafico 2: emissioni cumulative di CO<sub>2</sub>

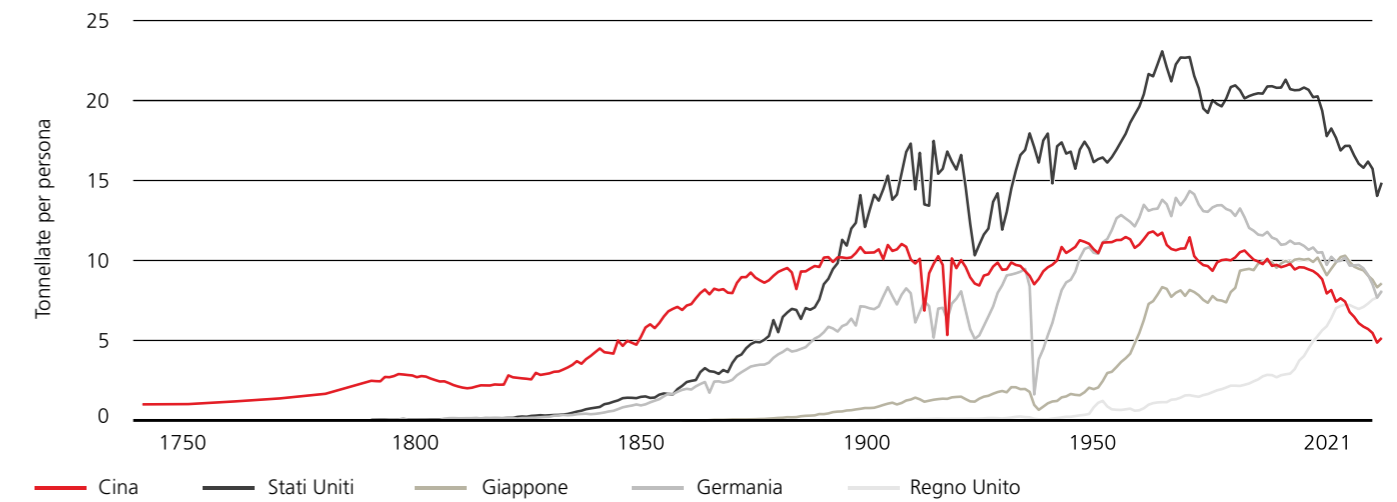
**Le emissioni cumulative sono la somma corrente delle emissioni di CO<sub>2</sub> prodotte dai combustibili fossili e dall'industria<sup>1</sup> dal 1750. Il cambiamento di destinazione d'uso del suolo non è incluso**



Fonte: Global Carbon Budget (2022).

Grafico 3: emissioni di CO<sub>2</sub> pro capite

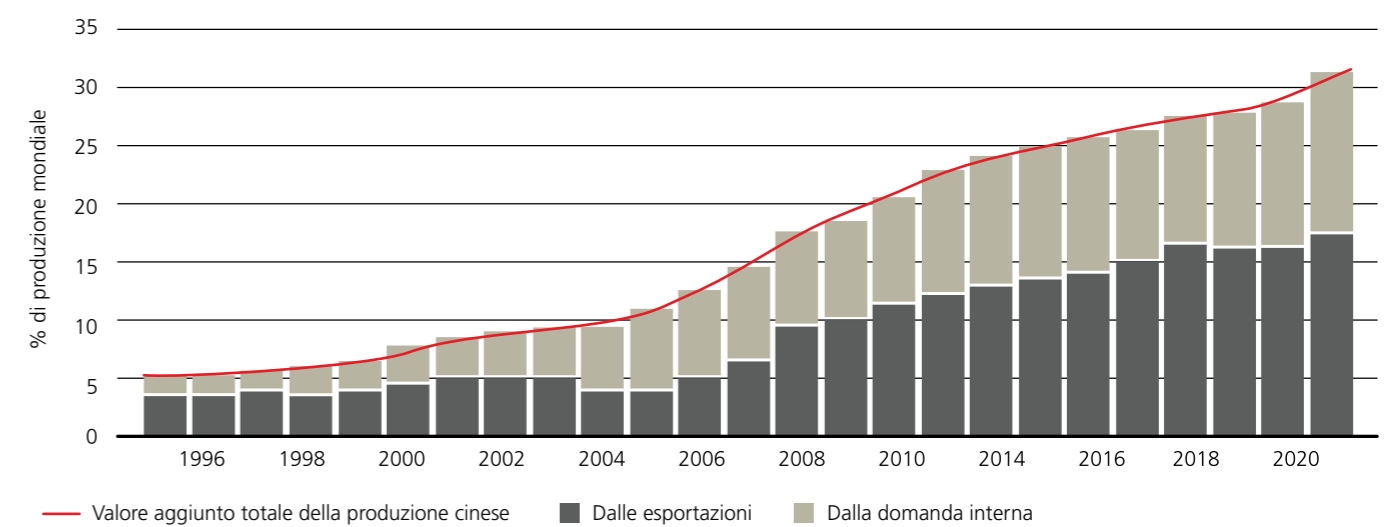
**Emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>) da combustibili fossili e dall'industria. Il cambiamento di destinazione d'uso del suolo non è incluso**



Fonte: Global Carbon Budget (2022); Population based on various sources (2023).

Grafico 4: la quota cinese dell'industria manifatturiera mondiale continua a crescere

**Quota di valore aggiunto di produzione mondiale, per fonte**



Fonte: Conti nazionali delle Nazioni Unite; TIVA OCSE fino al 2018, stime per il 2019-21 utilizzando dati ufficiali Cina.



## In cerca di un percorso per il futuro

Xi Jinping, presidente della Repubblica Popolare Cinese, si è impegnato ad azzerare le emissioni entro il 2060. Ma la cosa forse più importante è che la Cina si è impegnata a raggiungere un picco nelle emissioni di CO<sub>2</sub> entro il 2030, dato che le sue emissioni hanno continuato a crescere costantemente, anche se un recente rapporto di Carbon Brief ha mostrato alcuni segnali incoraggianti su questo fronte.<sup>1</sup> Questo sottolinea l'entità degli impegni climatici a breve termine che il Paese sta assumendo e che potrebbero sembrare poco evidenti alla luce dell'obiettivo del 2060. Per raggiungere l'obiettivo, le amministrazioni locali si sono mobilitate per creare strategie di decarbonizzazione e piani a breve termine (ad es. meccanismi di mercato basati sui prezzi, *green bond*) e a lungo termine (ad es. ricerca e sviluppo in tecnologie climatiche). Si stanno compiendo progressi in settori chiave come i trasporti e l'energia, ma anche in settori in cui ridurre le emissioni è più complesso, come la manifattura industriale. Gli effetti si stanno ripercuotendo sui mercati globali.

Si parla molto della dipendenza della Cina dal carbone per l'approvvigionamento energetico. Considerati i picchi di carico, i blackout interni e i crescenti timori in materia di sicurezza energetica, si può dire che la Cina abbia assunto un approccio pragmatico per quanto riguarda il semplice obiettivo di tenere accese le luci. Ciò non di meno, l'obiettivo a lungo termine, l'azzeramento delle emissioni, resta chiaro. Questo delicato equilibrio si realizzerà tramite obiettivi intermedi. Dopo tutto, i punti di non ritorno climatici e ambientali non si curano di sfide interne e geopolitica.

Nella maggior parte dei casi, gli strumenti basati sul mercato svolgerebbero un ruolo fondamentale nel percorso di decarbonizzazione. Nel caso della Cina, però, le cose sono un po' diverse. Il suo sistema di scambio di quote di emissione (ETS) rimane a uno stato embrionale, in parte perché la Cina è meno propensa ad azioni a breve termine come i meccanismi di mercato basati sul prezzo. Lo sguardo cinese è invece rivolto al lungo termine; le politiche di transizione statali hanno già spinto i settori primari a investire in ricerca e sviluppo, anche in tecnologie per la transizione non ancora economicamente sostenibili (ad es. CCS e idrogeno).

Per molti versi, la sicurezza energetica e quindi lo sviluppo di tecnologie di decarbonizzazione vengono prima

dell'abbandono del carbone, per la Cina. La costruzione di impianti a carbone ultra-efficienti dovrebbe aiutare il Paese a raggiungere il picco delle emissioni sostituendo i vecchi impianti, ma il tasso di sostituzione è ancora troppo lento.

Si tratta di una strategia rischiosa, ma l'abbandono completo del carbone, purtroppo, non è una priorità.

In termini più positivi, non è un segreto che la Cina sia un evidente leader in molti aspetti della tecnologia *green*. E sebbene alla base di alcune scelte possano esserci fini commerciali e geopolitici, queste scelte riflettono comunque un impegno strategico alla decarbonizzazione.

## Leadership nelle energie rinnovabili e pulite

Il successo in questo campo è innegabile. La Cina ha conquistato l'80% della catena di approvvigionamento dei pannelli solari<sup>2</sup> ed è recentemente diventata il più grande produttore di veicoli elettrici<sup>3</sup> al mondo: perciò, gran parte del resto del mondo guarda con invidia e cerca freneticamente di emularla o almeno di garantire una maggiore diversificazione dell'offerta globale di energie rinnovabili. Nel frattempo, la Cina è stata effettivamente esportatrice di deflazione rinnovabile in altre parti del mondo, abbassando i costi delle attrezzature per le terre rare. I prezzi delle terre rare sono scesi ai minimi dalla fine del 2020, a causa della debolezza della domanda da parte delle aziende di energia *green* e del settore automobilistico e dell'aumento dell'offerta da parte della Cina.<sup>4</sup>

## Tuttavia, nonostante la sua posizione dominante a livello globale, la Cina rimane un'economia in transizione

Come conclude l'AIE, l'Agenzia Internazionale dell'Energia, "Il sistema dell'innovazione cinese dovrà essere sfruttato in modo appropriato per poter stimolare l'ampia gamma di tecnologie energetiche a basse emissioni di carbonio necessarie". A commento dell'ultimo piano quinquennale, l'Agenzia afferma: "Gli attuali incentivi politici cinesi sono più adatti alle tecnologie su larga scala, come le CCUS e la bioraffinazione, che alle infrastrutture di rete e ai prodotti destinati ai consumatori, che sono gli attuali punti di forza della Cina nel settore manifatturiero".<sup>5</sup>

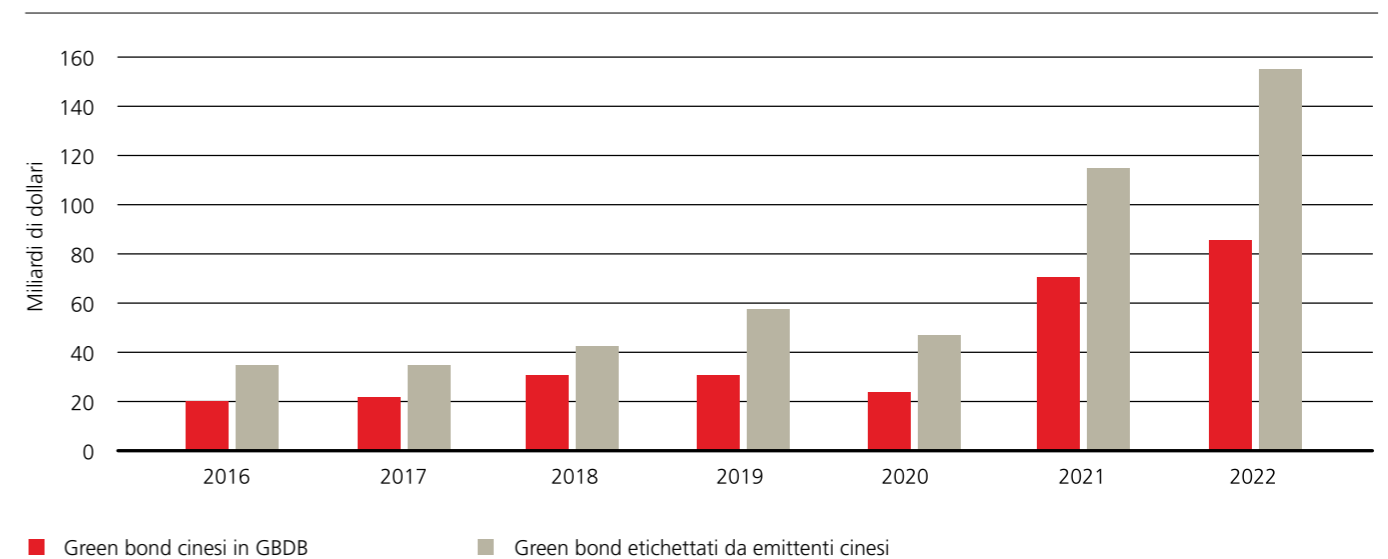
## Finanza climatica

Un passaggio importante della transizione verso le emissioni zero sono i finanziamenti. I green bond hanno registrato una crescita esplosiva in Cina, un Paese che cerca di affermarsi come leader della finanza climatica. Infatti, il database dei green bond della Climate Bonds Initiative (GBDB) registra, per la Cina, ben 85,4 miliardi di USD (575,5 miliardi di RMB): una cifra superiore a quella di qualsiasi altro Paese.

"Negli ultimi anni la Cina ha registrato un'incredibile crescita della finanza *green* che riflette i rapidi progressi nel campo dell'energia pulita, dei trasporti a basse emissioni di carbonio e di altri settori"

A dirlo è Sean Kidney della Climate Bonds Initiative, che aggiunge: "C'è ancora molto da fare, soprattutto per quanto riguarda la transizione dei settori energetici e industriali; green bond e transition bond contribuiranno a guidare questo cambiamento".<sup>6</sup>

Grafico 5: L'emissione di green bond in Cina ha continuato a crescere nel 2022



Fonte: Climate Bonds Initiative.

Come osserva Kidney, c'è ancora molto da fare, dato che la percentuale di green bond rispetto all'emissione complessiva di debito cinese rimane inferiore al 2% nel mercato onshore. Tuttavia, con la crescita del mercato, aumenterà anche la diversità degli emittenti e degli investitori.

I cambiamenti apportati dalla Cina alle aziende statali hanno dominato l'emissione di bond tematici, ci attendiamo che questo fenomeno si estenda alle organizzazioni pubbliche o private, e che vi partecipino investitori sia interni che esteri.

La transizione su larga scala della Cina creerà senza dubbio opportunità per tutti i tipi di investitori.

1 China's emissions set to fall in 2024 after record growth in clean energy, Carbon Brief.

2 Agenzia internazionale dell'energia, 2023.

3 China's automakers take the world by storm with electric vehicle push, CNN, 8.

4 Rare earths prices sink to lowest since 2020 as China ramps up supply, Reuters, luglio 2023.

5 An energy sector roadmap to carbon neutrality in China, Agenzia internazionale dell'energia, settembre 2021 settembre 2023.

6 China is off to spur the transition debt market, Climate Bonds Initiative, 2023



## Politiche certe e la ricerca di un terreno comune

Le tensioni in ambito ESG (ambientale, sociale e di governance) non sono una novità. Negli Stati Uniti, ad esempio, ESG e investimenti sostenibili sono una vera e propria patata bollente che Repubblicani conservatori e Democratici progressisti si rimpallano all'infinito. Allo stesso modo, il divario ideologico tra l'Occidente e la Cina è estremo e può avere un impatto sugli investimenti occidentali nella transizione energetica cinese.

L'impressione è che sia necessario un terreno comune tangibile.

Non passa giorno senza che la comunità (occidentale) di chi è impegnato in investimenti sostenibili chieda a gran voce maggiori certezze in termini di politiche e impegni verso l'eliminazione delle emissioni. Eppure, raramente percepisco un accenno di auto-riflessione o di ironia quando criticano l'inefficienza dei processi decisionali e le paralisi della politica.

Vale la pena ricordare che l'azzeramento delle emissioni è essenziale per la crescita e la prosperità a lungo termine della Cina. Secondo la Banca Mondiale, la Cina è in buona posizione per riuscire a rispettare gli impegni assunti in ambito climatico e passare a un'economia a zero emissioni di carbonio, pur continuando a crescere.<sup>7</sup> Quindi, nonostante tutti i suoi difetti percepiti, il modello politico cinese ha la capacità di mobilitarsi rapidamente e di tracciare un percorso a lungo termine con un alto grado di certezza politica. Non va ignorato nemmeno il lato imprenditoriale e socialmente consapevole dei cittadini cinesi. Prendiamo l'inquinamento. A seguito della crescente consapevolezza e frustrazione per i livelli di inquinamento urbano, una serie di interventi politici ha portato a un rapido calo dei livelli di particolato dal 2014 in poi.

In effetti, l'app Blue Map, che consente agli utenti di monitorare la qualità dell'aria e che è stata finalista dell'Earthshot Prize nel 2021, è un esempio lampante del costante circolo virtuoso tra innovazione e impegno civico. Come si legge sul sito ufficiale di Earthshot, "Blue Map App dimostra il potere della trasparenza e della responsabilità.

Inoltre, insegna al mondo una lezione: che l'innovazione intelligente, combinata con la partecipazione del pubblico, è una ricetta per il progresso".

Per alcuni occidentali, tuttavia, Cina e sostenibilità non possono stare nella stessa frase. Tuttavia, come afferma l'economista Keyu Jin, "Riconoscere che l'approccio cinese ha cose valide non significa approvarlo in toto"<sup>8</sup>. Secondo le parole del Partito "è fondamentale andare avanti con i tempi" (yu shi ju jin).

Il futuro della Cina, come quello di tutti, non è ancora scritto. Affrontare il rischio climatico, per i proprietari di grandi asset (proprietari universali) e per l'ambiente, richiede che gli investitori assumano un punto di vista più sfumato.

## Perché il fallimento della Cina è il fallimento di tutti

<sup>7</sup> Pathways to Low-Carbon and Climate-Resilient Development in China, World Bank Group, 8 novembre 2022.  
<sup>8</sup> What the world can learn from China's innovation playbook, Keyu Jin Ted Talk, aprile 2023.



Blue Moon Valley Waterfalls,  
Lijiang, Cina





Fuli Bridge, Yulong River,  
Yangshuo, Cina

# In che modo la Cina e gli Stati Uniti possono avanzare insieme per il progresso del mondo

Intervista a Michael Spence:  
il suo punto di vista sull'economia  
cinese e sul rapporto tra Cina  
e Stati Uniti



**Michael Spence**  
Premio Nobel  
per l'Economia



Il mondo di oggi sembra passare da una crisi all'altra: guerre, catastrofi naturali, crescita in stallo, inflazione galoppante, deterioramento del clima, aumento delle disuguaglianze e altro ancora. Secondo il dizionario Collins, il termine Permacrisi, cioè crisi permanente, indica "un periodo prolungato di instabilità e insicurezza, soprattutto se risultante da una serie di eventi catastrofici". Questo termine compare anche nel titolo dell'ultimo libro di Michael Spence, economista di fama mondiale e premio Nobel, *Permacrisis: A Plan to Fix a Fractured World*, scritto insieme a Gordon Brown e Mohamed A. El-Erian.

## La maggior parte delle crisi non sono incidenti casuali e isolati

Come dice Spence, sono il risultato di un fallimento della politica nell'affrontare i trend di fondo che portano a una crisi, e la frammentazione mondiale è uno di questi trend. Le tensioni tra Stati Uniti e Cina sono aumentate man mano, con le restrizioni commerciali e in altri campi, e hanno lasciato enormi conseguenze sulla comunità internazionale in termini di economia, mercato e società.

Nello spirito del libro, abbiamo chiesto a Spence come si può agire in merito alle forze che spingono per la deglobalizzazione. A suo avviso, il decoupling tra Stati Uniti e Cina ha un impatto nefasto sul mondo, e ritiene che i due Paesi debbano collaborare per promuovere crescita, equità e sostenibilità.

## Ci può fornire una panoramica dell'economia cinese e dei suoi attuali punti di forza e di debolezza?

L'economia cinese ha punti di forza e di debolezza distinti, ma attualmente sta rallentando drasticamente. Sebbene la decelerazione si stia verificando ovunque nel mondo, il grosso del rallentamento della Cina deriva da squilibri interni all'economia. Per ripristinare una crescita complessiva è necessario affrontare questioni strutturali come la debolezza dei consumi delle famiglie e degli investimenti privati

La Cina ha le risorse per sostenere un'economia in rallentamento, se vuole. Tuttavia, la questione è stata discussa con entusiasmo all'interno del governo centrale. Io appartengo alla scuola di pensiero secondo cui esagerare con i sostegni economici può tradursi in investimenti che, nel migliore dei casi, hanno rendimenti molto bassi in termini assoluti e sociali, e che nel peggiore dei casi potrebbero peggiorare la situazione. Con un rapporto debito/PIL del 280%, la Cina ha una posizione debitoria delicata, anche se non assurda, ed è in linea con molte economie sviluppate.

Molto è stato detto nei media riguardo le sfide a breve termine, come le finanze precarie delle amministrazioni comunali, l'elevata disoccupazione giovanile, la capacità in eccesso e il sovraindebitamento del settore immobiliare. Al di là di questi titoli immediati, tuttavia, le esportazioni hanno retto ragionevolmente bene nonostante la diversificazione e l'abbandono della Cina da parte delle catene di approvvigionamento. Le multinazionali sono molto restie a fare affidamento su un'unica fonte di produzione, sia essa la Cina o un altro Paese, ma la Cina subirà comunque un contraccolpo. Detto questo, per me questi problemi non sono insolubili.

In larga misura, le questioni secolari di più lungo periodo hanno implicazioni più gravi e il fatto che le imprese non investano per il futuro è un segnale di allarme. Il drastico calo degli investimenti nel settore privato, che riflette una netta perdita di fiducia, è lo sfortunato risultato della comunicazione talvolta ambigua e dell'approccio ambivalente del governo nei confronti del settore privato. Anche se di recente c'è stato qualche miglioramento, l'andamento altalenante e i messaggi contrastanti dei funzionari hanno fatto poco per ripristinare l'attitudine al business o per incoraggiare gli investimenti in alcuni dei settori più dinamici dell'economia. Inutile dire che ci vuole tempo per creare fiducia; non è come se il governo potesse semplicemente premere un bottone.

Un'altra questione importante è il consumo interno. La ricchezza delle famiglie cinesi è in gran parte legata al settore immobiliare e la prolungata contrazione del settore ha un impatto diretto sul bilancio familiare e quindi sulla disponibilità di spesa. La frugalità rappresenta una sfida considerevole per la transizione della Cina dal vecchio modello di crescita (che si basa su ingenti investimenti diretti da parte del governo centrale) a un'economia a medio reddito (in cui la spesa dei consumatori guida una crescita sana).

## La spesa delle famiglie cinesi si aggira attualmente intorno al 40% del PIL, rispetto a oltre il 60% di Stati Uniti e Regno Unito

Non è un dato abbastanza forte da far progredire l'economia cinese. Non solo il tasso di risparmio è molto alto rispetto ai mercati sviluppati, ma il reddito disponibile rappresenta solo il 60% del reddito nazionale complessivo. Un welfare più completo, con vantaggi come assicurazioni sociali, servizi pubblici e regimi pensionistici, potrebbe contribuire ad abbassare il tasso di risparmio, ma difficilmente cambierà la struttura del reddito nazionale.

La redistribuzione del reddito nazionale tra famiglie, aziende e governo è un aspetto su cui la Cina deve lavorare. Assicurarsi che le famiglie non siano penalizzate è più facile a dirsi che a farsi. Un esempio su tutti: il governo possiede oltre l'80% delle aziende statali, un controllo che si estende sul 30-50% del reddito d'impresa del Paese.

## Le tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina rimangono elevate e le economie si avviano verso il decoupling. Lei ha definito questa scelta "decisamente non ottimale e foriera di pericoli". Può spiegarci meglio?

Questo argomento è in costante evoluzione, ma di base la relazione tra Stati Uniti e Cina è perlopiù simmetrica. Entrambi i Paesi hanno come priorità la sicurezza, a livello politico, energetico, economico, industriale o estero.

Tuttavia, tendo a essere ottimista. Il pragmatismo può coesistere con gli interessi nazionali, purché i funzionari di entrambe le parti continuino a parlarsi. Ci sono conflitti che sembrano inconciliabili, ma credo che ci siano molti altri settori in cui Cina e Stati Uniti possono ancora collaborare. Mi vengono in mente diversi ambiti scientifici. E poi c'è il cambiamento climatico, dove la partecipazione attiva e l'impegno di entrambi i Paesi sono assolutamente cruciali affinché il mondo possa progredire. La soluzione al cambiamento climatico deve essere di respiro internazionale; una soluzione senza uno di questi due Paesi è impraticabile nel migliore dei casi e inattuabile nel peggiore.

La scienza e le nuove tecnologie stanno trasformando il mondo in cui viviamo e lo scambio di idee tra scienziati, tecnologi e accademici deve essere ristabilito e ripristinato. La fiducia tra i due Paesi si è erosa nel corso degli anni, ma i politici cinesi e americani dovrebbero costruire una base di cooperazione affinché le divergenze esistenti restino circoscritte. Credo che si possa fare con una buona dose di determinazione e pragmatismo.

Nel contesto della politica americana, purtroppo, qualsiasi tipo di azione di cooperazione può essere interpretata come un atteggiamento morbido nei confronti della Cina e probabilmente è destinata a incontrare qualche ostacolo che può portarci fuori dai binari della razionalità. A parte i dazi della presidenza Trump, i consiglieri economici dell'amministrazione Biden non ritengono che i dazi sui giocattoli siano fondamentali per la sicurezza nazionale.

In definitiva, la Cina è un'economia troppo grande per essere messa da parte o per essere eliminata da una decisione di asset allocation. Esistono incredibili opportunità di investimento, alimentate da un'enorme quantità di capitale umano e di finanziamenti governativi. Il numero di startup unicorno (il secondo più alto al mondo) e i successi ottenuti nelle scienze mediche digitali e nella transizione e trasformazione energetica sono solo alcuni degli esempi. È possibile investire in queste opportunità senza correre rischi straordinari.



## Come possono evolversi le istituzioni globali e le organizzazioni multilaterali al fine di soddisfare le diverse priorità di Stati Uniti, Cina e altri soggetti chiave?

Le principali istituzioni multilaterali stanno perdendo credibilità e impatto, e forse anche finanziamenti, ed è una crisi che Cina e Stati Uniti devono affrontare insieme. La maggior parte delle cosiddette istituzioni di Bretton Woods, come l'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), la Banca Mondiale e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), sono state create nel dopoguerra, insieme alle Nazioni Unite (ONU). Tuttavia, negli ultimi anni il nazionalismo e i propositi unilaterali sono aumentati, mettendo in discussione il multilateralismo.

Ma non è solo una questione di ideologia. La Cina contesta la sua rappresentanza e la sua influenza in queste istituzioni. Molte delle economie in via di sviluppo sono diventate più grandi e potenti rispetto a 30 anni fa e vogliono la loro parte di influenza. Ad esempio, oggi il Belgio non deve avere una quota maggiore dell'Indonesia o dell'India. E l'epoca in cui Stati Uniti ed Europa si alternavano nel nominare i direttori di queste istituzioni dovrebbero terminare qui. Inoltre, non aiuta il fatto che la Cina e altri mercati in via di sviluppo siano spesso in contrasto con l'approccio degli Stati Uniti, in particolare con alcune delle sanzioni legate alla guerra in Ucraina. Nel complesso, una rappresentazione più equilibrata e obiettiva che rifletta i cambiamenti dell'economia globale è da tempo necessaria per queste organizzazioni.

Ciò non significa che il mondo possa fare a meno di queste istituzioni multilaterali imperfette. Gordon Brown, che ha scritto *Permacrisis* con me, ha ripetutamente ed eloquentemente sostenuto che il mondo di oggi è più complicato e frammentato, con grandi problemi globali da risolvere, e che abbiamo bisogno di soluzioni globali che coinvolgano tutti. Abbiamo bisogno di FMI, OMC e altri organismi simili per aiutare il mondo ad affrontare le sfide.

E non c'è nulla di sbagliato ad avere molte istituzioni multilaterali

Ad esempio, la Nuova Banca di Sviluppo (NDB), già nota come Banca di Sviluppo dei BRICS, deve svolgere un importante ruolo di finanziatore mirato, accanto alla Banca Mondiale. Fare sì che queste organizzazioni restino sottocapitalizzate, o ignorarle quando fa comodo, è controproducente.

Per raggiungere le emissioni zero, l'impegno coordinato dei finanziatori multilaterali può portare a progressi significativi. La Banca Mondiale ha recentemente formalizzato il suo impegno con una nuova visione: "Creare un mondo libero dalla povertà, su un pianeta vivibile". Il presidente della Banca, Ajay Banga, sta cercando modi per incentivare l'abbandono del carbone e finanziare gli investimenti per il clima nell'ambito della transizione energetica, che potrebbero includere prestiti più economici e con scadenze più lunghe e altri strumenti. Assorbendo alcuni dei rischi idiosincratici che ostacolano i capitali privati, queste misure potrebbero creare un clima favorevole agli investimenti climatici in luoghi poco finanziati come l'Africa subsahariana.

## Che ruolo ha la politica industriale nel dominio degli Stati Uniti e della Cina nell'economia globale del clima?

Cina e Stati Uniti sono ben capitalizzati e i loro investimenti precoci e sostenuti li hanno resi leader in diversi settori della transizione energetica, oltre che concorrenti, ovviamente. Tuttavia, i sussidi governativi da entrambe le parti sono stati un argomento controverso, spesso criticati perché in contrasto con gli accordi commerciali internazionali.

La politica industriale è sempre stata considerata interventista, anche se credo che in alcuni casi possa essere essenziale per la sopravvivenza e lo sviluppo economico a lungo termine di un Paese

In passato ci sono stati esempi di successo ed esempi fallimentari. La Cina, come Paese in via di sviluppo, ha speso molto per favorire e far crescere vari settori e industrie diverse, dominando ad esempio l'ambito delle energie rinnovabili, come la produzione di pannelli solari e di veicoli elettrici. D'altra parte, gli Stati Uniti hanno sempre investito molto nella scienza e nella tecnologia, in particolare nei programmi militari e spaziali, ma l'*Inflation Reduction Act* dello scorso anno conteneva incentivi per l'energia pulita che hanno irritato i partner commerciali europei.

La sfida di superare queste differenze rimane, anche a fronte dell'evoluzione dell'interdipendenza globale. Cina e Stati Uniti devono riconoscere i passi indietro fatti rispetto al commercio equo, anche quelli fatti in nome di un avvicinamento all'azzeramento delle emissioni, e cercare un compromesso. Spero che una soluzione pragmatica permetta ai due Paesi di progredire su binari separati e di condurre in qualche modo il mondo a essere un posto migliore, domani.



Ulan Butong grassland, Inner Mongolia, Cina



Stati Uniti e Cina sono impegnati in una corsa agli armamenti nel settore dell'IA? In che modo l'IA generativa influisce sulla crescita complessiva della produttività? Potremmo assistere a uno svuotamento del settore dei servizi simile a quello che abbiamo visto verificarsi nel settore manifatturiero e che ha scosso alcune regioni e settori?

La crescita della produttività è in declino da due decenni. La crescita globale è rimasta comunque forte perché la Cina e le altre economie emergenti hanno ampliato drasticamente la capacità produttiva e hanno tenuto sotto controllo l'inflazione portando nel mondo beni a basso costo. Ma con l'aumento della pressione inflazionistica negli ultimi anni, aggravata dal COVID e dai problemi della catena di approvvigionamento, la crescita globale ha rallentato. Le pressioni presenti dal lato dell'offerta hanno frenato la produttività: le popolazioni invecchiano, la forza lavoro si riduce, gli indici di dipendenza aumentano in un mondo sempre più frammentato.

L'aspetto più sorprendente dell'IA generativa è che si tratta di una tecnologia adatta all'uso generale, o quasi. Parlando più nello specifico dell'intelligenza artificiale generale, i modelli linguistici di grandi dimensioni (Large Language Models, LLM) che alimentano l'IA generativa sono talmente versatili da poter rispondere a domande su argomenti che spaziano dal Rinascimento italiano alle aspettative in materia di inflazione, dal coding alla poesia, senza bisogno di richieste o istruzioni esplicite. L'intelligenza artificiale può cambiare argomento come farebbe una persona.

In secondo luogo, non sono richieste formazione e competenze tecniche e chiunque, compreso un robot, può porre una domanda. I LLM sono progettati per rispondere al linguaggio ordinario, il che li rende radicalmente più accessibili rispetto ai vecchi modelli di intelligenza artificiale.

L'IA generativa può fare molte cose, da predire le strutture 3D di ogni proteina fino a battere i migliori giocatori professionisti di Go, e potrebbe anche essere in grado di risolvere la stasi produttiva mondiale. Se diventassero più accessibili e distribuite in tutto il mondo, le innovazioni tecnologiche potrebbero trasformare il lato dell'offerta

dell'economia. Tuttavia, anche se i potenziali vantaggi economici possono essere notevoli, l'impatto immediato dell'IA riguarda soprattutto l'economia dell'informazione più che l'economia reale.

Per quanto riguarda la Cina e gli Stati Uniti, entrambi i Paesi hanno le risorse e i talenti necessari a far evolvere l'IA generativa. L'addestramento di LLM avanzati è un'impresa costosa che richiede un'enorme quantità di potenza di calcolo, e la Cina e gli Stati Uniti ospitano aziende di piattaforme IA che hanno fatto passi da gigante.

Gli Stati Uniti sono oggi il Paese indiscutibilmente leader nell'IA generativa, con la Cina al secondo posto. Gli aspiranti al terzo gradino del podio sono ben staccati. Il divieto e le restrizioni imposti dagli Stati Uniti sull'esportazione verso la Cina di diversi tipi di chip semiconduttori ad alte prestazioni per il momento frenano la Cina. Le aziende che producono semiconduttori di questo livello, in grado di addestrare le reti neurali sulle enormi quantità di dati necessarie ai LLM avanzati, sono poche e rientrano in un club esclusivo. Ma la Cina recupererà terreno. Credo che nel lungo periodo saranno forti concorrenti nel settore dell'IA generativa.

La limitazione dei flussi di tecnologia e capitali tra i due Paesi e con il mondo ostacola la trasformazione che l'IA può operare sull'economia globale. L'uso di strumenti scientifici e tecnologici dovrebbe essere orientato a sostenere un progresso in grado di contribuire al bene comune. Mi preoccupano più queste nuove barriere che ostacolano la diffusione internazionale, più che sapere quale Paese alla fine vincerà la corsa all'IA.

## Conclusioni

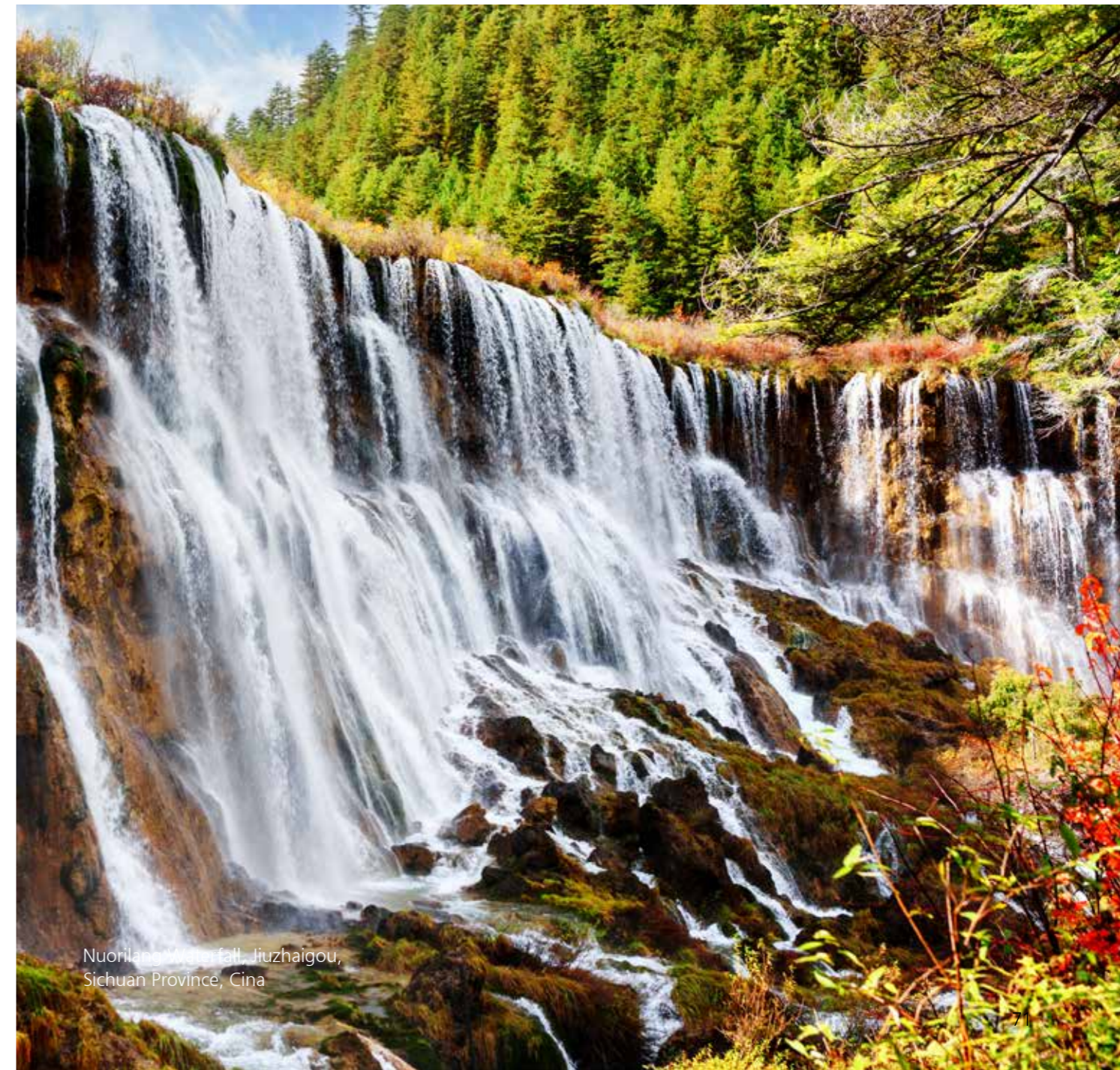
Le crisi a cascata ci restituiscono un mondo in situazione precaria. Il *decoupling* e la deglobalizzazione hanno preso slancio, e minano alla base la cooperazione necessaria a gestire le crisi esistenti e a tutelarsi da quelle future.

Gli Stati Uniti e la Cina rimangono fondamentali per gli affari globali e la geopolitica, quindi devono riuscire a trovare, assieme, un modo per raggiungere una sorta di coesistenza competitiva. Il lato positivo è che qualche timido segnale di disgelo sembra arrivare. Di recente, il presidente Xi ha detto ad alcuni senatori statunitensi a Pechino: "Ho ribadito molte volte, anche a diversi

presidenti, che esistono mille ragioni per migliorare i rapporti tra Cina e Stati Uniti, ma nemmeno una per rovinarli". Anche il recente summit tra i presidenti Joe Biden e Xi Jinping conferisce qualche motivo di speranza, e sono stati fatti dei progressi in vari ambiti, cambiamento climatico in primis.

È più che mai importante imparare dagli errori del passato e dagli approcci sbagliati nella gestione delle crisi e cercare di proporre soluzioni realizzabili.

Con un approccio pragmatico, Cina e Stati Uniti possono sostenere insieme il progresso mondiale



Nuorilangshui fall, Jiuzhaigou, Sichuan Province, Cina



## **A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.**

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento contenente le informazioni chiave. Qualsiasi decisione di investimento deve tener conto di tutte le caratteristiche o obiettivi del fondo descritti nel relativo prospetto o negli altri documenti legali. L'investimento riguarda l'acquisto di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance calcolata tiene conto di tutti i costi a livello di fondo (costi correnti). I costi una tantum di ingresso o di uscita, i quali avrebbero un impatto negativo sulla performance, non sono presi in considerazione. Quando i costi totali o una parte di essi deve essere versata in una valuta diversa dalla vostra di riferimento, questi possono crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Commissioni e costi incidono negativamente sull'investimento e sui rendimenti attesi.

Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. I rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Indipendentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.

Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettiche», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettiche rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative.

Una sintesi dei diritti degli investitori in inglese è disponibile sul sito internet: [ubs.com/funds](https://ubs.com/funds).

Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo [ubs.com/am-glossary](https://ubs.com/am-glossary)

© UBS 2023. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.

