

PECHINO COMPRA TEMPO E INCASSA POTERE

Credito esterno, debito interno e riaccentramento nella Cina del 2026

Marco Palombi



Settembre 2026 · Fonti ufficiali, rapporti bancari e stime di istituzioni citate nel testo

1. Introduzione

Questo saggio nasce come prosecuzione naturale di una domanda che attraversa i due volumi di *La Cina: come si muove un colosso dai piedi d'argilla*: come riesce un sistema insieme potentissimo e fragile a trasformare le proprie vulnerabilità in movimento, e quanto costa farlo? In quel lavoro ho sostenuto che l'argilla non è la metafora di una debolezza assoluta, né l'annuncio di un crollo inevitabile. È la parte del sistema che assorbe il peso: la finanza locale, l'immobiliare, la demografia, le dipendenze materiali e tecnologiche, la rigidità crescente del Partito-Stato. Il colosso non resta immobile sui propri limiti; li sposta, li redistribuisce, li incorpora nell'architettura del potere e, quando necessario, cambia il luogo in cui il costo viene contabilizzato.

Il debito locale è forse il laboratorio più nitido di questa dinamica. Per quasi due decenni il modello cinese ha trasformato la terra in leva fiscale, le amministrazioni territoriali in promotori di crescita e le Local Government Financing Vehicles in macchine di anticipazione del futuro. Il meccanismo funzionava finché urbanizzazione, valorizzazione dei suoli, credito e crescita si alimentavano reciprocamente. Quando l'immobiliare ha smesso di garantire quella continuità, la domanda rilevante ha cessato di essere semplicemente «quanto debito ha la Cina?». È diventata: chi lo detiene, in quale bilancio, in quale valuta, a quale livello istituzionale e con quale capacità di imporne il rifinanziamento?

È qui che il paradosso apparente diventa analiticamente utile. La Cina è, nello stesso momento, un grande creditore sul resto del mondo e un grande debitore verso se stessa. Le due affermazioni non si elidono. La prima descrive la posizione patrimoniale internazionale netta e lo stock di attività in valuta detenute dallo Stato, dalle banche di Stato e da altri veicoli pubblici. La seconda descrive il perimetro interno di passività accumulate da governi locali, piattaforme di finanziamento municipale e banche regionali per sostenere infrastrutture e urbanizzazione su un ciclo fiscale fondato, in misura decisiva, sul valore della terra. Confondere i due piani — trattare le riserve in dollari come prova che il debito interno «non esiste», oppure trattare il debito delle piattaforme come prova che Pechino è sull'orlo di una crisi di bilancio estero — significa perdere proprio il movimento che interessa osservare.

Pechino non sta cancellando quel debito. Lo sta riclassificando, allungando, rendendo meno costoso e soprattutto spostando verso istituzioni che il centro può controllare più direttamente. Ogni passaggio da debito occulto a bond statutario, ogni fusione di banche rurali in un veicolo provinciale, ogni ricapitalizzazione delle grandi banche con capitale pubblico e ogni assorbimento selettivo di un intermediario locale trasferiscono insieme rischio e potere decisionale. La stabilizzazione finanziaria diventa così anche trasformazione istituzionale: il prezzo del tempo acquistato dal sistema è una quota crescente di riaccentramento.

È una dinamica coerente con la tesi più generale sviluppata nei due volumi: la forza cinese non consiste nell'assenza di fragilità, ma nella capacità del Partito-Stato di impedire che esse si traducano immediatamente in perdita di controllo. Questo vantaggio, però, non è gratuito. Ogni costo che non viene riconosciuto come default deve riapparire altrove: in un margine bancario più basso, in un bilancio locale più rigido, in capitale pubblico aggiuntivo, in minore autonomia d'investimento o in una rinuncia alternativa. La domanda da porre non è dunque se la Cina possa «pagare» il proprio debito interno con le riserve estere, ma quale parte del sistema debba farsi carico del tempo necessario a evitare che un problema di leva diventi una crisi di controllo. I numeri che seguono sono quelli disponibili al 10 settembre 2026; dove le stime divergono, in particolare sul perimetro allargato del debito pubblico e sulle cosiddette shadow reserves, il testo distingue ciò che è ufficiale da ciò che è ricostruzione esterna e ne indica la fonte.

2. Due libri contabili, non uno

2.1 Il libro esterno: la Cina come creditore

Alla fine del primo trimestre 2026 la posizione patrimoniale internazionale netta della Cina era positiva per 4.006 miliardi di dollari, cioè circa un quinto del prodotto interno lordo: è la misura più pulita del fatto che, sul resto del mondo, la Cina è creditrice netta. Le riserve ufficiali gestite dalla State Administration of Foreign Exchange erano 3.418,8 miliardi di dollari a fine luglio e sono salite a 3.438,3 miliardi a fine agosto 2026. La copertura delle importazioni resta nell'ordine di oltre un anno, ben sopra la soglia prudenziale di tre mesi usata nella letteratura di liquidità internazionale. Su questo punto il dato ufficiale e la narrazione «le riserve sono solide» coincidono (SAFE, 2026).

Il bilancio della banca centrale, però, è più largo delle sole riserve. A fine luglio 2026 le attività della PBOC ammontavano a 50,21 mila miliardi di yuan. Rapportate al prodotto del 2025 — 140,2 mila miliardi di yuan secondo il dato preliminare dell'Ufficio nazionale di statistica, ripreso nel rapporto del Consiglio di Stato sulla gestione del debito 2025 (Consiglio di Stato, 2026) — si ottiene un rapporto nell'ordine del 35 per cento. Il bilancio della Federal Reserve, nello stesso turno di mesi, stava intorno al 21-22 per cento del prodotto statunitense. Il confronto è legittimo come ordine di grandezza e illegittimo come prova di «monetizzazione superiore». La PBOC ha storicamente allargato lo stato patrimoniale accumulando valuta, non acquistando titoli del Tesoro interno nella misura in cui lo ha fatto la Fed dopo il 2008 e dopo il 2020. Una frazione crescente delle attività della PBOC è oggi costituita da crediti al sistema bancario (operazioni di medio termine, prestiti di policy), non da valuta. La composizione è cambiata; il confronto col solo rapporto attività/PIL non la cattura.

Esiste poi un terzo strato, che non sta né nel comunicato mensile delle riserve né, interamente, nel bilancio della PBOC: le attività estere delle banche commerciali di Stato, delle policy bank e dei fondi sovrani. Qui occorre essere più precisi del linguaggio corrente sulle «shadow reserves». Brad Setser ricostruisce un perimetro di “China Inc.” molto più largo delle sole riserve SAFE, ma non esiste un aggregato ufficiale unico di 6.000 miliardi di dollari. Nel suo calcolo di ordine di grandezza, ai circa 3.300-3.400 miliardi di riserve formali si aggiungono circa 1.000-1.100 miliardi di attività in dollari delle state commercial banks, un portafoglio estero delle policy bank che AidData ha stimato vicino

a 1.000 miliardi e circa 450 miliardi di attività estere della China Investment Corporation. La somma può dunque avvicinarsi a 5.500-6.000 miliardi, ma le componenti non sono omogenee e non vanno trattate come una singola riserva liquida. SAFE suggerisce inoltre che circa il 70 per cento delle attività in valuta delle state commercial banks sia in dollari; l'ultimo dato reso pubblico sulla quota in dollari delle riserve formali è invece il 55 per cento, riferito al 2019 e divulgato successivamente (Setser, 2026a; 2026c). La direzione della ricostruzione è robusta; il livello resta approssimato.

Il canale è visibile anche dal lato dei depositi. A fine luglio 2026 i depositi in valuta del sistema bancario cinese erano saliti a circa 1.180 miliardi di dollari, in aumento del 17,9 per cento su base annua (PBOC, 2026). Nel primo semestre 2026 le banche hanno registrato un avanzo di settlement valutario di 271,2 miliardi di dollari, con ricevute e pagamenti transfrontalieri per 9.200 miliardi e un peso del renminbi su quei flussi salito al 52,9 per cento (SAFE, 2026). Il surplus commerciale continua a produrre valuta; una parte resta nei conti delle imprese e delle banche invece di transitare nelle riserve ufficiali. È questo — insieme alla gestione delle attività estere da parte delle banche di Stato — il contenuto concreto dell'espressione «shadow reserves», non un secondo caveau della banca centrale.

2.2 Il libro interno: stock, non flusso di crisi esterna

Il 31 agosto 2026 il sito dell'Assemblea nazionale del popolo ha pubblicato il Rapporto del Consiglio di Stato sulla gestione del debito pubblico per l'anno 2025, illustrato il 25 agosto dal viceministro delle Finanze Lin Zechang. È la fonte ufficiale più completa disponibile a settembre 2026. A fine 2025 il debito pubblico nazionale — statutario più debito implicito locale residuo — era pari a 102,5 mila miliardi di yuan, il 73,2 per cento del PIL preliminare di 140,2 mila miliardi. Il pezzo statutario da solo era 96 mila miliardi, il 68,5 per cento del PIL: 41,2 mila miliardi di titoli del governo centrale e 54,8 mila miliardi di debito locale statutario, di cui 17,5 generali e 37,3 speciali. Il debito implicito locale residuo, dopo più cicli di ricognizione e sostituzione, era sceso a 6,5 mila miliardi. Un anno prima lo stock complessivo era 92,6 mila miliardi (68,7 per cento del PIL), di cui 82,1 statutari e 10,5 impliciti. In dodici mesi lo statutario è salito di 13,9 mila miliardi e l'implicito è sceso di 4 mila. L'aumento del debito visibile è, in larga misura, emersione contabile (Consiglio di Stato, 2026; Caixin, 2026a).

Quel 73,2 per cento non è il perimetro che usa il Fondo monetario internazionale. Nell'Articolo IV 2025, pubblicato nel 2026, lo staff IMF definisce un «augmented debt» che somma debito di bilancio generale, debito delle Local Government Financing Vehicles e passività collegate a fondi di costruzione speciale e fondi guidati dal governo. Su quella definizione il debito aumentato è stimato al 126,6 per cento del PIL nel 2025 e proiettato al 135,3 nel 2026 e al 141,5 nel 2027 (Fondo monetario internazionale, 2026). La differenza — circa cinquanta punti di PIL — è il cuore del problema analitico: non è debito estero, non è debito del governo centrale in senso stretto, è debito di piattaforme e veicoli che il centro ha deciso, a partire dal 2023, di trattare come questione di Stato senza assumerlo interamente a bilancio centrale.

Le due letture convivono. L'ufficiale misura ciò che Pechino riconosce e sta spostando sul bilancio locale. L'IMF misura ciò che, in un'ottica di rischio sovrano allargato, resta a carico del settore pubblico in senso economico. Nessuna delle due descrive una crisi di riserve. Entrambe descrivono un problema di leva interna, di reddito da terra in caduta e di banche regionali esposte a debitori che non coprono gli interessi con i flussi operativi.

3. Anatomia delle LGFV

3.1 Che cosa sono, e perché esistono

Le Local Government Financing Vehicles — in cinese piattaforme di finanziamento dei governi locali, spesso chiamate urban investment companies o chengtou — nascono come risposta a un vincolo istituzionale. La Budget Law, anche dopo la riforma del 2014 che ha riaperto l'emissione di bond locali, ha limitato a lungo la capacità dei comuni di indebitarsi in proprio. Il terreno, di proprietà collettiva o statale e nella disponibilità pratica dei governi locali, è stato il collaterale e la fonte fiscale. La piattaforma prendeva a prestito dalle banche e dal mercato obbligazionario, costruiva infrastrutture e urbanizzazione, e rimborsava con i proventi delle concessioni di terreno e con la garanzia implicita del comune. Il ciclo terra-finanza ha tenuto finché i prezzi immobiliari e i volumi di asta salivano. Quando il mercato immobiliare si è contratto, il gettito da terra è caduto e le piattaforme sono rimaste con stock di debito e attivi poco liquidi: crediti verso enti locali, scorte di progetti, partecipazioni.

CSPI Ratings, in un rapporto del 23 luglio 2026 costruito su dati finanziari delle piattaforme, stima il debito oneroso complessivo delle LGFV a circa 64 mila miliardi di yuan a fine 2025, in crescita del 4,85 per cento — il ritmo più basso degli anni recenti. I prestiti bancari sono saliti al 69 per cento del finanziamento; obbligazioni e canali non standard si sono contratti. Il tasso medio di finanziamento è sceso intorno al 4,3 per cento, primo calo anno su anno della spesa per interessi. La copertura degli interessi media resta sotto 1; il rapporto di leva medio è al 62,5 per cento, vicino alla soglia di attenzione del 65 (CSPI Ratings, 2026a). Questa cifra di 64 mila miliardi è un perimetro societario ampio di debito oneroso e non va confusa con il molto più ristretto «debito finanziario operativo» delle piattaforme ancora nella lista di risoluzione. I costi sono scesi soprattutto nelle province a rischio — Tianjin, Guizhou — più per il rifinanziamento guidato dalla politica di risoluzione che per una piena normalizzazione dei flussi.

3.2 Due strati, due trattamenti

Dal 2023 Pechino distingue, operativamente, due strati. Il primo è il debito implicito riconosciuto, quello che compare nelle ricognizioni del Ministero delle Finanze e che il pacchetto «6+4+2» — seimila miliardi di bond locali di sostituzione nel 2024-2026, più altre tranche — sta spostando sul bilancio statutario. Quel pezzo era 14,3 mila miliardi a fine 2023, 10,5 a fine 2024, 6,5 a fine 2025 (Consiglio di Stato, 2026; Caixin, 2026a). A fine agosto 2026 l'emissione dei seimila miliardi di bond di sostituzione 2024-2026 risultava completata al 97,3 per cento. Dodici province avevano chiuso il programma; il risparmio di interessi stimato era nell'ordine di 600 miliardi di yuan. È un successo di riclassificazione, non di azzeramento: il creditore cambia forma, il debitore ultimo resta il governo locale, il tasso scende.

Il secondo strato è il debito finanziario operativo delle piattaforme inserite nel perimetro di risoluzione. Il governatore della PBOC Pan Gongsheng lo indicava in 14,8 mila miliardi di yuan a fine 2024: è quindi uno stock datato, non una misura del residuo al 2026. Per uscire dalla lista una piattaforma deve azzerare quel debito oppure ottenere il consenso di almeno due terzi dei creditori. Il numero di enti in lista è sceso rapidamente: meno 71 per cento fra marzo 2023 e settembre 2025 secondo dati riportati da Caixin; il rapporto sul piano economico 2026 ha poi indicato, a fine 2025, oltre l'82 per cento delle piattaforme uscite e una riduzione superiore al 74 per cento del debito finanziario operativo rispetto al livello di riferimento. Le stime di mercato sul residuo a fine 2025 non coincidono: Shenwan Hongyuan lo colloca intorno a 5,1 mila miliardi, mentre altre ricostruzioni usano perimetri più larghi. La scadenza regolamentare per completare l'uscita delle piattaforme è giugno 2027. Fitch, nel suo outlook trasversale del 18 giugno 2026, stima che il programma da 10 mila miliardi di sostituzione del debito copra soltanto circa il 30 per cento del funding shortfall delle LGFV: ciò implica un gap di ordine superiore ai 30 mila miliardi in quella definizione, ma non è lo stesso oggetto né dei 5-7 mila miliardi di debito operativo residuo né dei 64-65 mila miliardi di debito oneroso societario. Il resto dell'aggiustamento passa dunque per rollover, ristrutturazioni, cessioni di attivi e sostegno fiscale, non per uno swap automatico (Fitch Ratings, 2026; Huatai Securities, 2026).

La distinzione conta perché produce un effetto paradosso, già notato dal ministro delle Finanze Lan Fo'an e dalla stampa economica: mentre il costo del debito delle piattaforme scende, il debito statutario locale esplode, da 40,7 mila miliardi a fine 2023 a 54,8 a fine 2025. I comuni si ritrovano con un servizio del debito ufficiale più pesante e con minore spazio per nuovi progetti. Il «Documento 35» del settembre 2023 — Guiding opinions on financial support for resolving financing platform debt risks, Ufficio generale del Consiglio di Stato — ha reso esplicito il trade-off per dodici province: finché il rischio non scende a livello medio-basso, i nuovi investimenti pubblici sono compressi.

3.3 Geografia: stock a est, stress a ovest e nord-est

Il rischio non è uniforme. Lo stock di bond chengtou visibile resta concentrato nelle province ricche. Stime di mercato a metà 2026 collocano Jiangsu intorno a 2.200 miliardi di yuan di obbligazioni di urban investment ancora in circolo e Shandong intorno a 1.500, con Sichuan, Jiangxi, Henan e Tianjin su scale inferiori ma rilevanti. Quasi tutte le province hanno ridotto i saldi rispetto ai picchi; i cali sono modesti rispetto allo stock (osservatorio di mercato su dati Wind, 2026). Lo stress, invece, è nella lista delle dodici province del Documento 35: Gansu, Qinghai, Ningxia, Tianjin, Mongolia Interna, Liaoning, Jilin, Heilongjiang, Guangxi, Chongqing, Guizhou, Yunnan. Il criterio di inclusione è lo squilibrio fra debito delle piattaforme e gettito. Nel 2025-2026 alcune sono uscite o hanno dichiarato l'uscita: la Mongolia Interna per prima, Jilin in via formale il 27 gennaio 2026, Ningxia considerata in condizione di uscire. Restano i casi duri: Guizhou, Tianjin, Qinghai, Yunnan, Liaoning.

La geografia spiega la forma del salvataggio. Dove lo stock è grande e l'economia genera gettito — Jiangsu, Zhejiang, Guangdong — il centro chiede rollover e meno emissioni nuove, non commissariamento. Dove lo stock è alto rispetto al reddito — Guizhou, Qinghai, il Nord-Est — il centro impone tetti ai progetti, guida i tassi, fonde le banche rurali e, nei casi limite, fa entrare una grande banca di Stato. Il 2025 è stato anche il primo anno di finanziamento netto negativo sui bond LGFV offshore: 40,78 miliardi di dollari emessi contro 42,55 in scadenza, per un saldo di meno 1,77 miliardi, con calo netto delle emissioni di livello county (CSPI Ratings, 2026b). Non significa che il mercato offshore sia «chiuso»: significa che, in quell'anno, non ha più fornito finanziamento netto. Il baricentro del rifinanziamento è tornato onshore, cioè molto più vicino alla capacità di guida delle banche e delle autorità cinesi.

4. Il sistema bancario come stomaco del debito

4.1 Chi ha i crediti

Il debito delle piattaforme non è, in prevalenza, un problema delle «Big Six». È soprattutto un problema delle banche locali. Un lavoro di Geng, Liu e Pan (2025) sulle banche commerciali locali quotate trova che, a fine 2024, i prestiti LGFV rappresentavano il 37,86 per cento dei prestiti alle imprese e il 22,42 per cento degli impieghi totali. Lo stesso studio documenta un ciclo del credito «guidato dal governo» sugli spread dei bond LGFV: la percezione di un sostegno pubblico fa convergere gli spread fra città rischiose e città sane, e il canale opera attraverso le city commercial bank, che assorbono i titoli delle piattaforme del proprio comune e poi emettono subordinati per ricostituire il capitale. Il prezzo di mercato può quindi sottopesare il rischio quando una parte rilevante della domanda è captive o policy-guided.

A marzo 2026, secondo le statistiche mensili della National Financial Regulatory Administration, le grandi banche commerciali avevano 212,9 mila miliardi di yuan di attività (il 44 per cento del sistema); le joint-stock 78,0; le city commercial bank 68,2; le istituzioni rurali 62,5. La concentrazione relativa del rischio locale è quindi molto maggiore nei 68 più 62 che nei 213, pur non essendo le

grandi banche prive di esposizione. Le city bank più esposte compaiono nei rapporti di bilancio 2025 con indicatori deteriorati: Harbin Bank con un rapporto di crediti deteriorati del 2,80 per cento, fra i più alti del comparto; Bank of Gansu con coverage scesa, in alcune rilevazioni del 2024-25, sotto la soglia regolamentare del 150 per cento; Bohai Bank con NPL all'1,76 per cento. All'estremo opposto, Hangzhou Bank, Bank of Ningbo, Bank of Chengdu tengono NPL fra 0,66 e 0,83 per cento e coverage fra 370 e 470. La forbice regionale delle banche replica la forbice fiscale delle province.

A fine 2025 lo stock di NPL delle banche commerciali era circa 3.500 miliardi di yuan, il rapporto di sistema l'1,50 per cento, la coverage il 205 per cento (dati di vigilanza ripresi nei rapporti annuali 2025). Le grandi tengono il ratio ufficiale vicino all'1,3 per cento. Industrial and Commercial Bank of China chiude il 2025 con 53,48 mila miliardi di attività, NPL all'1,31 per cento e coverage al 214; a giugno 2026 le attività salgono a 57,07 mila miliardi e l'NPL scende all'1,29. Agricultural Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, Bank of Communications e Postal Savings Bank of China stanno nello stesso corridoio. Quei ratio restano bassi, ma non sono una misura sufficiente della perdita economica sui crediti LGFV rinegoziati: forbearance, allungamenti e riclassificazioni possono rinviare o attenuare il riconoscimento di un deterioramento senza annullarne il costo economico.

4.2 Come si rinegozia, in pratica

Non esiste un equivalente cinese del Chapter 11 per le piattaforme. Esiste una scala amministrativa. Se il debito è sulla lista implicita, viene sostituito da un bond locale a quindici-vent'anni a un tasso nell'ordine del 2,5-2,8 per cento: il creditore, spesso la stessa city bank, si ritrova un titolo di governo locale. Se il debito è operativo e c'è un progetto con qualche flusso, si allunga e si taglia il tasso, verso la media di settore del 4,3 per cento. Se l'audit trova illeciti — raccolta di fondi dal pubblico a rendimenti fino al 12 per cento per rimborsare altre passività — la Corte dei conti e la vigilanza impongono il ritiro del prestito e il congelamento dei conti, come risulta dalla rettifica dell'audit sul bilancio 2024, resa nota a dicembre 2025 (Caixin, 2025). Solo dopo queste fasi si arriva alla fusione della banca creditrice in un veicolo più grande.

Il punto economico è che la rinegoziazione riduce il valore attuale del credito. Qualcuno deve assorbire quella perdita: accantonamenti, capitale fresco, o un acquirente più capitalizzato. Le banche locali più fragili delle province in lista hanno margini molto inferiori alle grandi banche di Stato; queste ultime, soprattutto dopo le ricapitalizzazioni 2025-2026, dispongono di buffer più ampi per assorbire perdite o integrazioni selettive.

5. Il riaccentramento: tre leve

Il risanamento non è un mercato che trova un prezzo. È una sequenza di atti amministrativi che spostano decisioni — chi presta, a che tasso, chi si fonde, chi viene chiuso, chi può lanciare un nuovo ponte — dal livello municipale e provinciale al livello centrale. Tre leve sono osservabili e misurabili.

5.1 Prima leva: il Tesoro ricapitalizza le grandi, non le piccole

Nel 2025 quattro grandi banche — Bank of China, China Construction Bank, Bank of Communications e Postal Savings Bank of China — hanno varato collocamenti riservati di azioni A per complessivi fino a 520 miliardi di yuan; il finanziamento fiscale del Ministero delle Finanze è stato però di 500 miliardi tramite special treasury bonds. Distinguere le due cifre è necessario: 520 miliardi è la dimensione complessiva delle operazioni, 500 miliardi l'iniezione riconducibile al Tesoro. Il 7 settembre 2026 è arrivata una seconda tornata: otto imprese finanziarie centrali hanno

annunciato aumenti di capitale per complessivi 360 miliardi, di cui 300 finanziati dal Ministero delle Finanze con special treasury bonds e 60 da China National Tobacco e controllate. Agricultural Bank of China raccoglierà fino a 160 miliardi (130 dal Tesoro), ICBC fino a 100 (70 dal Tesoro); seguono China Life (35), PICC (15), China Taiping (7), China Re (3), Export-Import Bank of China (30) e Sinosure (10). La motivazione ufficiale è rafforzare il core Tier 1, la resilienza e la capacità di servire l'economia reale; le autorità hanno esplicitamente indicato che gli enti interessati restano solidi e con indicatori regolamentari in area sicura (Ministero delle Finanze, 2025; 2026).

Perché ricapitalizzare istituzioni che non sono insolventi? Il nesso con il debito locale va formulato come inferenza analitica, non come motivazione ufficiale. Un CET1 più alto amplia la capacità delle grandi banche di tenere credito all'economia, assorbire perdite da ristrutturazione e, nei casi selettivi, integrare enti in difficoltà; ma non ho trovato una fonte pubblica che dica che le ricapitalizzazioni 2025-2026 siano state decise specificamente per finanziare le LGFV. Il meccanismo contabile è inoltre più preciso di «il Tesoro paga in titoli»: il Ministero emette special treasury bonds per finanziare la propria sottoscrizione di capitale; le banche ricevono equity, non titoli del Tesoro come capitale. Nel quadro di questo saggio, l'effetto resta coerente con il riaccentramento: una quota maggiore della capacità di assorbire il rischio risiede in istituzioni direttamente sostenute dal centro, ma la causalità va mantenuta distinta dall'evidenza osservata.

Un canale separato riguarda le banche locali. La PBOC ha indicato che nel 2020-2022 furono predisposti 550 miliardi di yuan di local-government special-purpose bonds destinati a ricapitalizzare banche medio-piccole. Non è però corretto dire che nel 2026 quella «cartuccia» risulti usata al 95 per cento: le fonti distinguono fra quota autorizzata e emissioni effettive, e una ricostruzione di mercato collocava l'emesso cumulato a 431,32 miliardi a fine 2024, con circa 115,68 miliardi di spazio residuo. Il punto istituzionale resta: le province hanno avuto un proprio strumento fiscale di ricapitalizzazione, usato anche in regioni come Liaoning; quando la capacità locale non basta, il centro conserva strumenti ulteriori, ma non esiste una soglia meccanica oltre la quale «resta solo Pechino» (PBOC, 2023).

5.2 Seconda leva: «una provincia, una politica» — fusioni rurali

Il canale principale non è ICBC che compra Bank of Guizhou. È la provincia che, su mandato della vigilanza nazionale, fonde decine di rural commercial bank e village bank in un'unica persona giuridica. La formula ufficiale è «una provincia, una politica». I numeri del 2025-2026 sono nominativi.

Le operazioni del 2025-2026 mostrano il modello. Inner Mongolia Rural Commercial Bank è stata costituita nel 2025 aggregando il sistema rurale provinciale. Henan Rural Commercial Bank, dopo la formazione iniziale da 25 enti nel febbraio 2025, nel settembre dello stesso anno ha assorbito altri 82 enti in nove città, inclusi quattro village bank. Gansu Rural Commercial Bank ha aperto il 20 marzo 2026 sulla base di 66 soggetti del primo lotto; poche settimane dopo è stato avviato un secondo lotto di 25 istituzioni, non «otto agrarie e 48 village bank» come riportato in una versione precedente. Jilin Rural Commercial Bank è invece nata nell'agosto 2025 dalla riorganizzazione di 13 istituzioni; a gennaio 2026 la vigilanza ha approvato l'assorbimento di altre 56. In parallelo, Agricultural Bank of China ha rilevato 192 sportelli rurali in Jilin. Il denominatore comune non è la nazionalizzazione integrale, ma la riduzione del numero di persone giuridiche autonome e il trasferimento della gestione del rischio verso veicoli provinciali o grandi banche sottoposte a una supervisione più diretta (NFRA, 2025-2026).

Anche sul numero delle banche «uscite» occorre distinguere fra enti coinvolti in annunci di fusione e cessazioni formali di licenza. Un conteggio basato sulle informazioni sulle licenze della National Financial Regulatory Administration, aggiornato all'8 settembre 2026, individua 233 capogruppo rurali formalmente usciti dall'inizio dell'anno: 73 rural commercial bank e 160 village bank. Conteggi

più alti, come 400 o più enti «in fusione o scioglimento», possono includere istituzioni annunciate ma non ancora cancellate, filiali e categorie sovrapposte; non sono direttamente confrontabili. I depositi e i rapporti contrattuali vengono normalmente trasferiti al successore; cambia l'insegna e, soprattutto, cambia il centro di decisione. Il Partito e i governi provinciali restano spesso azionisti, ma la discrezionalità del county sul credito alla «propria» piattaforma si riduce. È riaccentramento bancario, non nazionalizzazione alla lettera (Caiwen, 2026).

Tabella 1. Perimetro ufficiale del debito pubblico, fine anno (miliardi di yuan)

Voce	2024	2025
Debito statutario centrale (titoli)	34,6*	41,2
Debito statutario locale	47,5*	54,8
di cui generale / speciale	n.d.	17,5 / 37,3
Debito implicito locale residuo	10,5	6,5
Totale riconosciuto	92,6	102,5
Rapporto sul PIL	68,7%	73,2%

Fonti: Consiglio di Stato (2026); per il 2024, dati di rendiconto citati nello stesso rapporto e in Lan Fo'an (2025). L'asterisco sul 2024 centrale/locale rinvia alla scomposizione $34,6 + 47,5 + 10,5 = 92,6$ comunicata nel 2025.

5.3 Terza leva: le Big Six come assicuratore di coda

L'assorbimento di una city commercial bank da parte di una grande banca di Stato resta l'eccezione, non la regola. L'eccezione ha un nome. Il 26 ottobre 2025 Bank of Jinzhou ha annunciato che, previa approvazione regolamentare, ICBC avrebbe rilevato attività, passività, business, rete e personale; la migrazione operativa è stata programmata fra il 15 e il 16 novembre. Le autorità hanno approvato il cambio di denominazione di 174 sportelli in filiali ICBC. Jinzhou era in crisi dal 2019 e aveva già attraversato una ricapitalizzazione con investitori pubblici, fra cui una controllata di ICBC, Cinda e Great Wall. Non è un modello da applicare a ogni city bank in difficoltà. È però un precedente concreto di trasferimento di una banca regionale problematica dentro il perimetro di una Big Six.

Più frequente, e meno visibile, è la trasformazione delle village bank già figlie delle grandi in filiali ordinarie (cun gai zhi). Nel 2025 ICBC ha incorporato Chongqing Bishan ICBC Village Bank. ABC ha preso Xiamen Tong'an, Zhejiang Yongkang e i 192 sportelli in Jilin (Changchun Development, Yanbian, Longjing, Dunhua, Qian'an e altre). Bank of Communications ha preso Sichuan Dayi e Qingdao Laoshan. ABC è la «mamma» naturale del mondo rurale: rete già capillare, mandato agricolo, e nel 2026 principale beneficiaria della ricapitalizzazione. Il segnale istituzionale è identico a quello delle fusioni provinciali: meno persone giuridiche autonome, più controllo dal livello che Pechino può comandare.

Tabella 2. Le tre vie di assorbimento, 2024-2026

Via	Esempio	Scala
Fusione provinciale rurale	Henan RCB, 82 enti (seconda tranche); Gansu RCB, 66 + 25	Centinaia di enti, migliaia di miliardi di asset
Village bank → filiale Big	ABC, 192 sportelli in Jilin	Rete, non capitali di bilancio enormi
City bank → Big Six	ICBC ← Bank of Jinzhou, nov. 2025	Caso limite, non replicabile in serie

6. Il canale valutario: cosa può fare, e cosa non può

Le grandi banche di Stato tengono un libro in valuta che non ha eguali fra le city bank. Bank of China, a metà 2026, dichiarava attività overseas superiori a 1.340 miliardi di dollari; ICBC, nello stesso semestre, dichiarava 511 miliardi di dollari di attività overseas. I depositi FX onshore di sistema, si è detto, sono saliti a circa 1.180 miliardi a fine luglio. Una parte del surplus depositi-minus-prestiti in valuta è investita all'estero in titoli e prestiti. Setser mostra che, in più episodi, il settlement valutario eccede la variazione delle riserve sul bilancio PBOC: la differenza può essere intermediata dal sistema bancario di Stato. Nel 2007-2008 la PBOC arrivò a trasferire valuta alle banche anche attraverso swap e requisiti di riserva. Nel ciclo recente, analisi di Setser e resoconti di mercato documentano interventi delle banche di Stato coerenti con obiettivi di gestione del cambio; non è però trasparente né dimostrabile che ogni singola operazione avvenga su una specifica istruzione della PBOC (Setser, 2024; 2026b).

Questo libro può, tecnicamente, diventare raccolta in yuan. Due vie: la banca vende dollari alla PBOC e riceve yuan, oppure entra in uno swap e ottiene yuan a pronti contro un impegno a termine. In linea di principio quegli yuan possono sostenere attività domestiche, compresi acquisti di bond locali o rifinanziamenti. Ma il passaggio decisivo è questo: non ho trovato evidenza pubblica che nel 2026 il pool dei depositi FX sia stato usato direttamente come canale di finanziamento delle ristrutturazioni LGFV. I depositi in valuta sono un buffer di funding, non capitale; convertirli e aumentare gli attivi domestici può accrescere gli attivi ponderati per il rischio, mentre una ristrutturazione sotto il rendimento originario può consumare CET1. Funding e capitale sono quindi due vincoli distinti. Le ricapitalizzazioni di ABC e ICBC aumentano la capacità di assorbimento del rischio, ma non provano una sequenza causale «prima capitale, poi LGFV».

Il limite è anche di regime cambiario e di allocazione del portafoglio. Convertire in massa il surplus FX significa vendere dollari, cioè accettare pressione all'apprezzamento del renminbi oppure rinunciare ad attività estere che servono al commercio, alla gestione del cambio e alla redditività bancaria. Nel primo semestre 2026 le banche hanno comprato più valuta di quanta ne abbiano venduta ai clienti; e a inizio settembre Reuters ha documentato acquisti di Treasury statunitensi da parte di banche cinesi dopo la raccolta di nuovi depositi in dollari. L'uso osservato corrente è dunque ancora, in misura rilevante, il parcheggio in attività estere, non lo smobilizzo verso LGFV. Un'ipotesi di conversione di alcune decine o di un centinaio di miliardi di dollari l'anno può essere costruita come scenario, ma non va presentata come programma di policy osservato. Anche il denominatore va aggiornato: 14,8 mila miliardi era il debito operativo a fine 2024; per fine 2025 le stime di mercato sul residuo sono nell'ordine di 5-7 mila miliardi, mentre i 64-65 mila miliardi di debito oneroso LGFV appartengono a un perimetro molto più largo. Il canale FX può contribuire al rollover; non è un fondo di rimborso del debito locale (Reuters, 2026; Huatai Securities, 2026).

Il canale FX finanzia già, invece, la fetta in valuta delle piattaforme e delle imprese di Stato. I bond chengtou offshore, dopo il primo anno di finanziamento netto negativo, restano un mercato stretto, con tetti di guidance sui tassi (intorno al 5 per cento sul dollaro e al 4 sul Dim Sum, secondo le indicazioni di regolamentazione delle emissioni). Chi tiene i dollari in deposito può rinnovare quel pezzo senza uscire sul mercato internazionale. È il punto in cui il libro esterno e il libro interno si toccano davvero: non per estinguere il debito in yuan di Guizhou, ma per chiudere le scadenze in dollari senza un default visibile a Hong Kong.

7. Che cosa significa, politicamente, «riaccentramento»

Il riaccentramento non è un colpo di scena del 2026. È la forma che la politica economica cinese ha preso ogni volta che un ciclo locale di leva è diventato sistemico. Nel 1998-1999 Zhu Rongji trasferì alle quattro Asset Management Company i crediti deteriorati delle banche di Stato e chiuse decine di migliaia di imprese pubbliche locali. Nel 2008-2010 il centro lanciò lo stimolo da quattro mila miliardi e i locali lo moltiplicarono via piattaforme. Nel 2014 la Budget Law tentò di riportare il

debito sul bilancio, e le piattaforme lo aggirarono. Nel 2023-2027 il centro non tenta più di chiudere il canale solo con una legge. Lo tenta con la lista, con il tetto ai progetti, con lo swap, con la fusione delle banche che quel canale hanno alimentato, e con il capitale del Tesoro messo sulle istituzioni che hanno maggiore capacità di assorbire perdite senza destabilizzare i depositi.

Tre conseguenze istituzionali sono già visibili. La prima è la perdita di autonomia di investimento dei governi locali nelle province in lista. Il Documento 35 e le sue estensioni alle province «non prioritarie ma pesanti» legano il via libera ai progetti alla discesa del rischio di debito. Il crollo del ciclo terra-finanza toglie ai comuni la risorsa fiscale che rendeva quella autonomia possibile. La seconda è la standardizzazione del sistema bancario regionale. Il numero delle persone giuridiche rurali si sta riducendo rapidamente: solo fra rural commercial bank e village bank, 233 capogruppo risultavano formalmente usciti nei primi otto mesi del 2026. Ciò significa meno consigli di amministrazione autonomi e meno canali di credito di prossimità, anche se non ogni fusione elimina materialmente sportelli o servizi. La terza è il ritorno del Tesoro, della PBOC e della vigilanza nazionale come ultimi fornitori di capitale, liquidità e regole. Le ricapitalizzazioni 2025-2026, il canale dei local special-purpose bonds per le banche minori, il Fondo di assicurazione depositi e gli strumenti valutari guidati rendono il centro decisivo, pur lasciando alle province una parte della proprietà e dell'esecuzione.

Questo non equivale a dire che i locali sono stati espropriati. Le province restano azioniste dei nuovi veicoli rurali; i comuni restano debitori dei bond statutari che hanno sostituito l'implicito; i segretari di Partito locali restano valutati anche sulla crescita. Equivale a dire che la funzione di «creare moneta locale» tramite terra e piattaforme è stata revocata, e che la funzione di «creare tempo» — allungare, tagliare tassi, fondere — è stata avocata. Il tempo, in un sistema a leva alta e crescita del prodotto in rallentamento (l'IMF proietta il PIL reale dal 5,0 per cento nel 2025 al 4,5 nel 2026 e al 4,0 nel 2027), è la risorsa scarsa. Chi la assegna, comanda.

C'è un prezzo macroeconomico. Ogni yuan di debito spostato da una piattaforma a un bond locale a basso tasso è un yuan che il comune dovrà servire con il bilancio ordinario, mentre il gettito da terra resta debole. Ogni yuan di prestito LGFV allungato a una banca a un rendimento inferiore comprime, a parità di altre condizioni, il margine e il valore economico dell'attivo. Ogni yuan di attività FX convertito in raccolta interna implica un diverso rischio di cambio o la rinuncia a un attivo estero. Il riaccentramento non è gratuito. È una scelta di chi assorbe il costo, con quale bilancio e in quale valuta.

8. Ciò che la narrazione «false narrative» capisce, e ciò che non capisce

Torniamo all'affermazione da cui questo percorso è partito: le shadow reserves sarebbero così ampie da rendere «falsa» la narrazione sui problemi di debito interno, perché «a livello globale la Cina è un enorme creditore». La prima metà è, in direzione, corretta. La Cina è creditrice netta e le attività estere riconducibili allo Stato in senso ampio sono molto superiori alle sole riserve ufficiali, anche se non esiste un unico dato contabile che consenta di chiamarle tutte «riserve». A fine agosto le riserve SAFE erano 3.438,3 miliardi di dollari; le state commercial banks e le policy bank detengono ulteriori attività estere rilevanti. Il Giappone, a titolo di confronto, dispone di riserve ufficiali molto inferiori alla ricostruzione allargata di «China Inc.», ma il confronto non trasforma attività bancarie e prestiti esteri in riserve liquide della banca centrale. Non c'è, nei dati del 2026, evidenza di una crisi di riserve o di un razionamento generalizzato del dollaro nel sistema bancario di Stato (SAFE, 2026; Setser, 2026a-2026c).

La seconda metà non segue. Un attivo in dollari a New York o un prestito in dollari a un debitore del Belt and Road non paga la cedola in yuan di una piattaforma di Guiyang, se non attraverso una decisione esplicita di convertire e di accettarne le conseguenze sul cambio. Il debitore interno e il

creditore esterno sono lo stesso sovrano in senso politico e due soggetti diversi in senso contabile, di valuta e di livello di governo. Il comune di un capoluogo del Sud-Ovest non ha accesso alle riserve SAFE. La city bank di Harbin non ha il libro overseas di Bank of China. Il vincolo che le lega è il reddito da terra e la domanda di credito locale, non il Treasury sul libro di SAFE.

Per questo la frase utile non è «il debito interno è una falsa narrazione». È: il debito interno è un problema di distribuzione, di incentivi locali e di banche regionali, che il centro sta trattando come problema di stabilità finanziaria nazionale, usando il bilancio del Tesoro, il capitale delle grandi banche, la vigilanza sulle fusioni e, solo ai margini, il libro in valuta. Il creditore esterno dà a Pechino tempo e gradi di libertà che un debitore netto non avrebbe. Non gli dà un meccanismo automatico di cancellazione. Il tempo lo sta usando per riclassificare, fondere e riaccentrare. È una strategia coerente con la storia istituzionale della Repubblica popolare: quando un ciclo locale minaccia il centro, il centro riprende la leva.

9. Il prezzo del tempo

Nel 2025-2026 il debito cinese non sta scomparendo e non sta nemmeno precipitando, almeno finora, in una crisi aperta: sta cambiando sede. La distanza fra il perimetro ufficialmente riconosciuto — 102,5 mila miliardi di yuan, pari al 73,2 per cento del PIL 2025 — e il perimetro «aumentato» dell'IMF, pari al 126,6 per cento nello stesso anno e proiettato al 135,3 nel 2026, non è soltanto una divergenza statistica. Misura la distanza fra ciò che è già stato portato dentro il bilancio pubblico e ciò che continua a essere sostenuto economicamente dal settore pubblico senza coincidere ancora con debito sovrano in senso stretto. Anche i 64-65 mila miliardi di debito oneroso delle LGFV e il molto più ristretto stock operativo ancora in risoluzione descrivono la stessa realtà da angoli diversi: una massa di passività che Pechino può gestire proprio perché non è costretta a riconoscerla tutta, nello stesso momento e nello stesso luogo.

Il trasferimento di quella massa modifica però la struttura degli incentivi. Le ricapitalizzazioni delle grandi banche, le fusioni delle istituzioni rurali, l'assorbimento di Bank of Jinzhou da parte di ICBC, la sostituzione del debito implicito con bond locali e la riduzione delle persone giuridiche bancarie autonome non sono episodi separati. Sono i canali attraverso cui una perdita potenziale viene diluita nel tempo e, insieme, una funzione decisionale risale verso livelli più controllabili dal centro. Le attività estere e i depositi in valuta ampliano i gradi di libertà del sistema e riducono il rischio di una crisi esterna, ma non trasformano un credito in dollari in capitale bancario né cancellano una cedola in yuan. Il vantaggio finanziario della Cina è poter scegliere con maggiore libertà dove assorbire il costo; non è poterlo eliminare.

È qui che il debito torna a essere, prima ancora che un problema contabile, una questione di potere.

Il colosso resta in piedi non perché l'argilla sia diventata acciaio, ma perché il sistema continua a spostare il peso prima che una fessura diventi frattura.

Nel debito locale questo movimento ha un nome preciso: riaccentramento. Finché il gettito da terra non torna a fornire ossigeno ai governi locali e finché la crescita nominale non riapre margini fiscali sufficienti, Pechino continuerà a comprare tempo con il bilancio pubblico, con il capitale delle proprie banche, con la compressione dei rendimenti e con una minore autonomia territoriale.

Il default disordinato, nei dati disponibili, non si vede. Si vede il costo necessario a evitarlo. Quel conto, in ultima istanza, è in yuan, sui margini bancari e sulla capacità dei comuni di investire. Non è in dollari, sulle riserve.

Bibliografia

- Caixin (2025) 'China Orders Banks to Recall Troubled Loans Tied to Hidden Local Government Debt', Caixin Global, 23 dicembre.
- Caixin (2026a) 'China Slashes Hidden Local Government Debt by Half in Two Years', Caixin Global, 1 settembre.
- Caixin (2026b) 'As China's Hidden Local Debts Shrink, a New Challenge Emerges', Caixin, 29 maggio.
- Consiglio di Stato della Repubblica Popolare Cinese (2026) Rapporto sulla gestione del debito pubblico per l'anno 2025, presentato da Lin Zechang alla Commissione permanente della XIV Assemblea nazionale del popolo, 25 agosto; testo divulgato il 31 agosto.
- CSPI Ratings (2026a) 'China's LGFV Debt Resolution and Transformation: Evidence from Key Financial Data', 23 luglio.
- CSPI Ratings (2026b) '2026 Outlook for LGFV Offshore Bonds — Weak Issuance, Deepened Restructuring'.
- Fitch Ratings (2026) China Credit Trends and Outlooks, 18 giugno; per le LGFV, il programma di sostituzione da 10 mila miliardi è indicato come copertura di circa il 30 per cento del funding shortfall.
- Fondo monetario internazionale (2026) People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation — Staff Report, IMF Country Report n. 26/044.
- Geng, Z., Liu, Z. e Pan, J. (2025) 'The Government-Led Credit Cycle in China's LGFV Bonds and the Real Effects', Shanghai Advanced Institute of Finance / PBCSF / lavorativo dicembre.
- Industrial and Commercial Bank of China (2026) Annual Report 2025 e Interim Report 2026.
- Lan Fo'an (2025) comunicazione al Comitato permanente dell'Assemblea nazionale del popolo sulla gestione del debito, settembre.
- Ministero delle Finanze della RPC (2025; 2026) comunicati sulla ricapitalizzazione delle grandi banche mediante special treasury bonds, 31 marzo 2025 e 7 settembre 2026; Relazione sull'esecuzione del bilancio centrale e locale 2025 e sul progetto di bilancio 2026, 5 marzo 2026.
- National Financial Regulatory Administration (2025-2026) statistiche mensili del settore bancario e provvedimenti di autorizzazione relativi alle fusioni e trasformazioni di banche rurali, incluse Jilin e Gansu.
- People's Bank of China (2023; 2026) China Regional Financial Operation Report 2023; stato patrimoniale mensile e statistiche sui depositi in valuta, serie 2026.
- State Administration of Foreign Exchange — SAFE (2026) International Investment Position, primo trimestre; Foreign Exchange Receipts and Payments, primo semestre; dati sulle riserve ufficiali, luglio-agosto 2026.
- Setser, B.W. (2026a) 'Scaling China's Hidden Intervention in the Foreign Exchange Market', Council on Foreign Relations, 4 giugno.
- Setser, B.W. (2026b) 'The PBOC, the State Banks, and Backdoor Intervention', Council on Foreign Relations, 2 febbraio.
- Setser, B.W. (2026c) 'China's "Fake" De-Dollarization', Council on Foreign Relations, 30 aprile.
- Setser, B.W. (2024) 'China's New Currency Playbook', Council on Foreign Relations, 5 febbraio.

- Reuters (2026) ‘Chinese banks purchasing Treasuries after wooing dollar deposits, sources say’, 4 settembre.
- Caiwen (2026) ‘年内233家农商行、村镇银行退出：银行“没了”，存款还安全吗？’, 8 settembre; conteggio basato sulle informazioni sulle licenze della National Financial Regulatory Administration.
- Ufficio generale del Consiglio di Stato (2023) Pareri guida sul sostegno finanziario alla risoluzione dei rischi di debito delle piattaforme di finanziamento (Documento 35), settembre.
- Huatai Securities (2026) ‘固收：化债后半程’, 2 settembre; stima del debito finanziario operativo residuo delle piattaforme a fine 2025.

Nota alle fonti. I dati di stock del debito pubblico 2025 provengono dal rapporto del Consiglio di Stato del 25-31 agosto 2026. I dati IMF «augmented debt» provengono dall’Articolo IV 2025 (Country Report 26/044). Le stime sul debito oneroso LGFV (64-65 mila miliardi) e sulla struttura di finanziamento provengono da CSPI Ratings e da serie di mercato; il debito finanziario operativo delle piattaforme ancora nella lista è un perimetro distinto e molto più ristretto. Le attività estere delle banche di Stato e le cosiddette shadow reserves sono ricostruzioni esterne (Setser / SAFE / dati bancari), non un comunicato ufficiale di riserva, e nel testo sono qualificate come tali. I dati di bilancio ICBC e delle altre grandi banche provengono dai rapporti annuali 2025 e dalle relazioni semestrali 2026. Dove un numero è ripreso dalla stampa economica o da una ricerca di mercato, la provenienza è esplicitata e non viene presentata come dato ufficiale.