ORBITA · ECONOMIC ANALYSIS UNIT

Dossier di analisi · Ottobre 2026

Trasformazione strutturale, rallentamento ciclico o rottura sistemica

Tre ipotesi sul modello di crescita cinese e le implicazioni per l'Europa e per l'industria italiana

Un'analisi delle tre letture rivali dell'economia cinese, condotta su fonti primarie verificate e classificate per livello di evidenza: il canale immobiliare-debito locale, domanda interna e demografia, la sovracapacità industriale e la pressione esportativa. A seguire, le implicazioni per l'Unione Europea e per i comparti più esposti dell'industria italiana, e tre scenari differenziati per grado di sostegno nelle fonti.

PREFAZIONE DI

Dott. Marco Pugliese

ORCID 0009-0007-7518-4405

A CURA DI

Dott. Giovanni Gambino

Dott. Roberto Macheda

DESTINATARI

Direzione strategica, Ufficio studi, Clienti istituzionali e corporate

Documento di analisi a scopo informativo. Non costituisce raccomandazione di investimento o consulenza professionale.

PREFAZIONE

Il grado di sostegno

di Marco Pugliese

Sulla Cina il dibattito pubblico europeo oscilla da anni fra due registri, l'allarme per un collasso sempre imminente e la rassicurazione di chi vede soltanto un rallentamento destinato a rientrare. Entrambi hanno il difetto di dire più di quanto i dati consentano. Il lavoro di Giovanni Gambino e Roberto Macheda che Orbita pubblica in questo dossier sceglie la strada opposta: mette a confronto tre ipotesi rivali (trasformazione strutturale, rallentamento ciclico, rottura sistemica), le sottopone alle fonti primarie disponibili e dichiara, passaggio per passaggio, che cosa è dato, che cosa è stima, dove le fonti si contraddicono e a quali condizioni la tesi andrebbe abbandonata. È esattamente il tipo di disciplina che un osservatorio di intelligence economica deve pretendere da sé e da chi pubblica con lui.

La conclusione, una trasformazione strutturale sostenuta con un grado di certezza da moderato ad alto, non è sorprendente e gli autori sono i primi a dirlo. Il valore sta nella calibrazione. Deflazione persistente, debito pubblico «augmented» in crescita, sovracapacità documentata in dieci settori su quattordici, popolazione in età da lavoro in calo da oltre un decennio: presi uno per uno sono indicatori noti, letti insieme e pesati per qualità della fonte disegnano un quadro che difficilmente si risolverà da solo. Altrettanto utile è l'onestà con cui il paper registra la contro-evidenza, a partire dal contributo dei consumi alla crescita nel 2025, e riconosce che l'ipotesi di rottura non è stata confutata ma semplicemente non trova sostegno nelle fonti reperite.

Per chi si occupa di industria italiana, la parte che pesa di più è la seconda metà del lavoro. Il meccanismo che gli autori chiamano H2, la debolezza della domanda interna cinese che si scarica in pressione competitiva sui mercati esteri, non è un'astrazione: nel 2025 le importazioni italiane dalla Cina hanno toccato il massimo storico, con incrementi a due cifre negli autoveicoli e negli altri mezzi di trasporto, un'impennata nella farmaceutica e una rilevanza degli input intermedi cinesi per la nostra manifattura cresciuta di circa il 60% dal 2017. Sono numeri che riguardano filiere, margini e capacità di investimento delle nostre imprese, e che chiedono alla politica industriale europea strumenti all'altezza di una pressione ormai strutturale, non episodica.

OpenIndustria nasce per promuovere la cultura industriale e la strategia d'impresa, e Orbita è il luogo in cui questa missione si misura con i fatti dell'economia globale. Pubblicare un'analisi che preferisce una conclusione più debole ma dimostrabile a una più forte ma non sostenuta è una scelta di metodo prima ancora che editoriale. Ringrazio gli autori per il rigore e per aver accettato di affidare a Orbita un lavoro che merita di essere letto, discusso e, come chiedono loro stessi, messo alla prova.

dott. Marco Pugliese
Orbita — Openindustria
ORCID: https://orcid.org/0009-0007-7518-4405

VERSIONE PUBBLICA

SOMMARIO

Indice

Il grado di sostegno....2
Executive summary....4
1. Introduzione....5
2. Literature review....6
3. Quadro teorico....9
3.1 Crisi sistemica lenta o stagnazione gestita?....13
4. Perimetro dello studio e metodologia....16
4.1 Perimetro dello studio....16
4.2 Metodologia....17
5. Analisi....19
5.1 Il canale immobiliare-debito locale....19
5.2 Domanda interna e demografia....23
5.3 Sovracapacità e pressione esportativa (H2)....26
5.4 Sintesi: verso la trasformazione strutturale (H-guida)....28
6. Implicazioni per l'Europa e l'industria italiana....34
6.1 Europa....34
6.2 Rapporto Cina/Italia....37
7. Scenari....40
8. Discussione....41
9. Conclusioni....43
Fonti....45
Fonti di livello 1....45
Fonti di livello 2....46
Fonte di livello incerto fra 2 e 3....46
Fonti di livello 3....46
Fonti di livello 4....47

VERSIONE PUBBLICA

SINTESI

Executive summary

Il presente studio valuta se l'economia cinese, nel periodo attuale, stia attraversando una trasformazione strutturale del modello di crescita fondato su investimenti, mercato immobiliare, indebitamento degli enti locali ed esportazioni, e se tale trasformazione sia distinguibile sia da un rallentamento ciclico e temporaneo sia da un collasso sistemico e discontinuo. L'analisi si basa su fonti primarie verificate direttamente in questa sede (documentazione IMF del ciclo di consultazione Article IV 2025-2026, un Financial System Stability Assessment, working paper tecnici, dati ISTAT, comunicati dell'ufficio statistico nazionale cinese sui dati demografici, uno studio del Parlamento Europeo sulla sovracapacità industriale, un'inchiesta giornalistica basata su stime di staff IMF) integrate da una ricerca mirata di evidenza contraria all'ipotesi centrale. Due meccanismi vengono esaminati in dettaglio, cioè la trasmissione dello stress dal settore immobiliare al debito delle financing vehicles locali, e la traduzione della debolezza della domanda interna in pressione competitiva sui mercati esteri. Le evidenze raccolte, come la persistenza pluriennale della deflazione, la crescita strutturale del debito pubblico "augmented", la sovracapacità quantificata in dieci settori industriali su quattordici e la contrazione della popolazione in età da lavoro in corso da oltre un decennio, sostengono in modo convergente l'ipotesi di trasformazione strutturale, senza tuttavia dimostrarla in senso stretto. Una fonte indipendente documenta un'accelerazione ciclica della crescita, trainata dai consumi, nella prima metà del 2025, che il paper riporta come contro-evidenza non trascurabile. Nessuna fonte consultata sostiene direttamente l'ipotesi di un collasso sistemico. Le implicazioni per l'Europa e per l'industria italiana vengono discusse con particolare attenzione allo squilibrio commerciale UE-Cina e all'esposizione settoriale italiana, documentata con dati Istat verificati su più comparti, fra cui autoveicoli, altri mezzi di trasporto e prodotti farmaceutici, oltre che sui saldi commerciali bilaterali e sulla rilevanza degli input intermedi cinesi per la manifattura italiana.

Il lavoro integra tale impianto con la formulazione esplicita della variante di stagnazione gestita, discussa nella sezione 3.1. L'approfondimento sul comparto automobilistico come canale di trasmissione del meccanismo H2, e la proposta regolatoria che ne discende, sono oggetto di un lavoro separato degli stessi autori che assume come premessa il quadro qui stabilito.

Il contributo del lavoro sta nella calibrazione dell'argomentazione più che nella tesi sostenuta, che è vicina a quella prevalente fra gli osservatori istituzionali. Per ciascun elemento dell'analisi il paper dichiara che cosa è dato e che cosa è stima, dove le fonti si contraddicono, che cosa resta fuori portata e a quali condizioni la tesi andrebbe abbandonata.

NOTA SUI CONTRIBUTI

G. Gambino ha curato l'impostazione metodologica, la verifica delle fonti, la redazione complessiva. Sono di R. Macheda la variante di stagnazione gestita formulata nella sezione 3.1 e la sottosezione 3.1.1 sulle azioni di policy come evidenza indiretta, la distinzione fra livelli di evidenza e il criterio sulle omissioni informative nella sezione 4.2, la definizione di debito implicito nella sezione 5.1, il rilievo sui fattori compensativi del vincolo demografico nella sezione 5.2 e la definizione composita di sovracapacità nella sezione 5.3. Ciascuno di questi passaggi porta in nota l'indicazione puntuale. Tutto ciò che non è qui elencato è di G. Gambino.

VERSIONE PUBBLICA

1. Introduzione

Negli ultimi anni la stampa economica internazionale ha più volte evocato l'ipotesi di un «collasso» del modello di crescita cinese, richiamando la crisi del settore immobiliare, l'indebitamento degli enti locali, la debolezza dei consumi interni, la disoccupazione giovanile e il rallentamento demografico. Il presente paper non assume questa cornice come punto di partenza, ma la sottopone a verifica, riformulando la domanda in termini analitici: la Repubblica Popolare Cinese sta attraversando una trasformazione strutturale del proprio modello di crescita, oppure gli indicatori di difficoltà osservati sono compatibili con un rallentamento ciclico destinato a rientrare, o ancora con una traiettoria verso una rottura sistemica più discontinua?

La research question è affiancata da quattro sotto-domande operative, ovvero, quale ruolo giochi il canale immobiliare-debito locale nella traiettoria di crescita, come si comportino domanda interna e demografia, se e come la debolezza della domanda interna si traduca in pressione competitiva sui mercati esteri (il cosiddetto «paradosso cinese»), quali implicazioni ne derivino per l'Unione Europea e per l'industria italiana. Il perimetro dell'analisi è delimitato in quattro dimensioni corrispondenti a queste sotto-domande.

Il paper adotta un impianto a tre ipotesi rivali come la trasformazione strutturale, il rallentamento ciclico e la rottura sistemica, affiancate da due ipotesi di meccanismo che ne descrivono i canali di trasmissione osservabili. Coerentemente con un principio di prudenza metodologica dichiarato fin come impostazione della ricerca, la scelta fra le tre ipotesi segue il grado di sostegno che le fonti verificate offrono a ciascuna, non una preferenza per l'ipotesi in sé meno impegnativa e, una volta individuata l'ipotesi meglio sostenuta, essa viene formulata nei termini più proporzionati alle evidenze disponibili, preferendo, a parità di sostegno, la conclusione più debole ma pienamente dimostrabile a una più forte ma non sufficientemente sostenuta.

L'analisi procede come segue: la sezione 2 ricostruisce lo stato della letteratura rilevante, la sezione 3 definisce il quadro concettuale, la sezione 4 rende esplicito il metodo di raccolta e verifica delle fonti, la sezione 5 sviluppa l'analisi empirica lungo le quattro dimensioni indicate, la sezione 6 discute le implicazioni per l'Europa e per l'industria italiana, la sezione 7 propone scenari prospettici differenziati per grado di sostegno nelle fonti e senza assegnazione di probabilità numeriche, la sezione 8 discute i risultati e i limiti dello studio e la sezione 9 espone le conclusioni.

Una precisazione sul contributo, utile prima di entrare nel merito. La tesi sostenuta in questo lavoro non è nuova, e il lavoro stesso lo mostra, poiché la ricerca sistematica di evidenza contraria non ha reperito fonti a sostegno dell'ipotesi di collasso e ha trovato un quadro largamente convergente fra gli osservatori istituzionali. Ciò che il paper aggiunge non è quindi la conclusione ma il suo grado di sostegno. Su un argomento in cui la produzione pubblica tende a oscillare fra l'allarme e la rassicurazione, stabilire quanto esattamente le evidenze disponibili consentano di affermare, e dove non consentano di affermare nulla, è il risultato che questo lavoro si propone. Ne segue che il paper va giudicato su quanto la ricostruzione regga a un controllo puntuale, non su quanto la sua tesi sia sorprendente.

VERSIONE PUBBLICA

2. Literature review

La letteratura rilevante per la research question si articola in quattro filoni, esaminati di seguito insieme ai rispettivi limiti e alle voci di dissenso.

Il primo filone riguarda il debito delle local government financing vehicles (LGFV), lo strumento con cui gli enti locali cinesi hanno finanziato investimenti infrastrutturali senza poter emettere debito diretto fino al 2015. I lavori tecnici dell'IMF su questo tema mostrano una traiettoria di crescita del fenomeno fin dal 2010, quando il debito locale totale ammontava a circa 4,97-10,7 trilioni di yuan a seconda della base di stima (Lu e Sun, 2013; Chan, 2026, che riporta lo stesso dato dell'audit nazionale)[1] [2]. Un lavoro successivo (Jin e Rial, 2016) documenta una crescita a 7,0 trilioni di yuan (13,1% del PIL) a metà 2013 e segnala il rischio che gli strumenti di partenariato pubblico-privato, presentati come soluzione, finiscano per riclassificare il debito senza risolverne la causa fiscale sottostante[3]. Un limite importante, dichiarato esplicitamente in questa sede, riguarda la comparabilità, e cioè, l'IMF ha cambiato metodo di stima nel 2020, passando da un approccio top-down basato sull'audit nazionale del 2013 a un approccio bottom-up su dati di bilancio di circa 2.200 emittenti (Hoyle e Jeasakul, allegato al ciclo Article IV/FSAP 2025-2026)[4] e la traiettoria dal 13% al 34-39% del PIL fra il 2013 e il 2020 non è quindi interamente confrontabile a metodologia costante.

Quest'ultimo passaggio merita un approfondimento. Preliminarmente bisogna puntualizzare i concetti di "top-down" e "bottom-up". Il termine "top-down" descrive un metodo che parte da un numero complessivo già calcolato una sola volta e lo aggiorna nel tempo con delle ipotesi, senza ricalcolarlo da zero. In questo caso, la base era il censimento ufficiale del debito degli enti locali cinesi realizzato dall'audit nazionale del 2013, una sola "fotografia" del fenomeno, scattata quell'anno. Le stime degli anni successivi non hanno scattato una nuova fotografia, ma hanno preso quella del 2013 e l'hanno "invecchiata" applicandole ipotesi su quanto nuovo debito fosse stato nel frattempo emesso, quanto fosse cresciuto il credito e così via. Il termine "bottom-up" descrive il metodo opposto, invece di invecchiare una vecchia fotografia, se ne scatta una nuova sommando tanti scatti individuali. Dal 2020 l'IMF ha adottato questo approccio, prendendo i bilanci di circa 2.200 società finanziarie controllate dagli enti locali cinesi (le LGFV), obbligate a pubblicare i propri conti perché emettono obbligazioni sul mercato. Sommando il debito dichiarato in ciascuno di questi 2.200 bilanci individuali si ottiene un nuovo totale, costruito "dal basso" a partire da dati reali e aggiornati, non da una proiezione.

Il problema è che le due fotografie non inquadrano esattamente la stessa scena. La prima (2013) tentava di includere l'intero universo del debito locale allora esistente. La seconda (2020) include solo le società che emettono obbligazioni e hanno quindi bilanci pubblici, un sottoinsieme più ristretto, e presumibilmente più esposto proprio perché sono le entità che si finanziano sui mercati. Per questo motivo il salto riportato dal 13% al 34-39% del PIL fra il 2013 e il 2020 non equivale a dire che il debito è "quadruplicato" perché una

[1] Y. Lu, e T. Sun, (2013), «Local Government Financing Platforms in China: A Fortune or Misfortune?», IMF Working Paper WP/13/243.

[2] K. S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[3] H. Jin, e I. Rial, (2016), «Regulating Local Government Financing Vehicles and Public-Private Partnerships in China», IMF Working Paper WP/16/187.

[4] H. Hoyle, e P. Jeasakul, «Local Government Financing Vehicles Revisited», allegato al ciclo Article IV/FSAP 2025-2026.

VERSIONE PUBBLICA

parte di quel salto è semplicemente l'effetto del cambio di metodo di misurazione, non necessariamente una crescita reale dello stesso fenomeno nella stessa misura.

Questo è un limite importante, dichiarato esplicitamente in questa sede, riguarda la comparabilità delle stime nel tempo, e origina da un cambio di metodo adottato dall'IMF nel 2020. Fino a quella data la stima era di tipo top-down, e come visto, si partiva da un unico dato aggregato, il censimento ufficiale del debito locale condotto dall'audit nazionale del 2013 e lo si proiettava negli anni successivi sulla base di ipotesi su emissioni obbligazionarie, crescita del credito e altri indicatori macro, senza ripetere la rilevazione originaria. Dal 2020 il metodo è invece bottom-up, il dato aggregato viene ricostruito sommando i bilanci individuali di un campione di circa 2.200 LGFV emittenti di obbligazioni, per le quali esistono bilanci pubblici in quanto l'emissione di debito comporta obblighi di divulgazione finanziaria (IMF, Hoyle e Jeasakul, allegato al ciclo Article IV/FSAP 2025-2026)[5].

I due metodi non misurano necessariamente lo stesso oggetto, per almeno tre ragioni che si sommano fra loro. Riguardo al campione coperto, l'audit del 2013 mirava all'intero universo delle entità di debito locale allora censite, mentre il campione IMF del 2020 copre solo le LGFV che accedono al mercato obbligazionario e dispongono quindi di bilanci pubblici, un sottoinsieme diverso, e presumibilmente più esposto, proprio perché si tratta delle entità che si finanziano sui mercati. Riguardo all'aggiornamento del dato, la stima top-down è una proiezione invecchiata a partire da una rilevazione del 2013, mentre quella bottom-up si basa su bilanci correnti. Riguardo al perimetro definitorio, infine, i due approcci possono trattare in modo diverso garanzie e passività fuori bilancio nel computo di ciò che viene conteggiato come debito LGFV. Per questo il paper non descrive il salto dal 13% al 34-39% del PIL tra il 2013 e il 2020 come una quadruplicazione del debito, ma come un salto che riflette in parte un cambio di strumento di misura, non necessariamente una crescita reale della stessa entità nella stessa misura, è un numero che cambia perché cambia lo strumento di misura, non è la stessa cosa di un numero che cambia perché cambia il fenomeno misurato, e le fonti disponibili in questa sessione non permettono di scomporre con precisione quanto del salto sia dovuto all'uno o all'altro fattore.

Il secondo filone riguarda il dibattito su forme precedenti di «shock» commerciale cinese sui mercati esteri. Lo studio più citato (Autor, Dorn e Hanson, Annual Review of Economics, 2016, sviluppo del NBER Working Paper 21906) documenta un aggiustamento lento dei mercati del lavoro statunitensi all'aumento delle importazioni dalla Cina nel periodo successivo all'ingresso di Pechino nell'OMC[6]. Il filone ha ricevuto una critica metodologica esplicita (Kaestner, Econ Journal Watch), che ne discute i limiti di identificazione causale, voce di dissenso riportata per obbligo metodologico, non perché il presente lavoro sia in grado di dirimere la controversia tecnica sottostante[7]. Va segnalato un limite di analogia, questo filone descrive un episodio storico specifico (l'adattamento del mercato del lavoro statunitense alle importazioni cinesi nel decennio successivo all'ingresso di Pechino nell'OMC, primi anni 2000), non la dinamica di sovracapacità industriale ed export discussa nella sezione 5.3 per il periodo attuale e per il mercato europeo. Il paper la

[5] https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2022/022/article-A003-en.xml

[6] D. Dorn e G. Hanson, (2016), NBER Working Paper 21906 / Annual Review of Economics.

[7] R. Kaestner, Econ Journal Watch.

VERSIONE PUBBLICA

richiama come precedente concettuale sul tema più generale dell'impatto delle esportazioni cinesi sui mercati esteri, non come evidenza empirica direttamente applicabile al caso europeo odierno, perché i due fenomeni condividono un meccanismo generale, non necessariamente una dinamica identica in tempi, settori e mercati coinvolti.

Il terzo filone riunisce tre quadri concettuali di cornice, nessuno dei quali risulta applicato in letteratura accademica primaria al caso cinese attuale in modo diretto e verificato in questa sessione. La nozione di «middle-income trap» (Gill e Kharas, World Bank Working Paper 7403, 2015) descrive la difficoltà delle economie a reddito medio-alto di continuare a crescere ai ritmi delle fasi precedenti di sviluppo e, la sua applicazione esplicita al caso cinese contemporaneo, non è stata reperita in questa sessione[8]. La nozione di «secular stagnation», nella riformulazione di Lawrence Summers a partire dal 2013 (con attribuzione della paternità del concetto ad Alvin Hansen), è stata verificata solo parzialmente, tramite la fonte primaria personale dell'autore, non tramite una rivista peer-reviewed[9], ed anche qui l'applicazione diretta al caso cinese non è stata reperita. La nozione di «balance sheet recession» (Richard Koo) è stata applicata esplicitamente al caso cinese dallo stesso Koo in un'intervista del maggio 2024 (Yicai Global), non in una sede accademica primaria[10]. Koo sostiene che la Cina si differenzia dal Giappone post-1990 perché il settore delle costruzioni pesa per circa il 26% del PIL cinese (dato riportato dalla fonte, non incrociato indipendentemente in questa sessione), producendo secondo l'autore un «doppio shock» rispetto al caso giapponese. Questo terzo filone offre un vocabolario concettuale utile ma non un corpo di evidenza empirica diretta sul caso cinese attuale, una lacuna della letteratura dichiarata esplicitamente, non colmato in questa sede.

Il quarto filone riguarda il dibattito diretto, fra osservatori ed economisti, sulla natura strutturale o ciclica del rallentamento cinese. Un panel del Center for Strategic and International Studies (agosto 2023, con posizioni nominate di Nicholas Lardy da un lato e di Logan Wright, Christopher Wei e Zongyuan Zoe Liu dall'altro) documenta un disaccordo esplicito già in quella data[11]. Due fonti più recenti, cercate specificamente in una fase successiva della ricerca per rispondere all'esigenza di evidenza contraria aggiornata, offrono letture in parte divergenti, ovvero, un rapporto dell'ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO, ottobre 2025) descrive una traiettoria «a due velocità», con fattori ciclici (immobiliare, fiducia dei consumatori) e strutturali (invecchiamento, frammentazione geoeconomica, produttività) coesistenti, e registra un rimbalzo della crescita nel primo semestre 2025 trainato per oltre metà dai consumi privati[12]. Un'analisi indipendente di un asset manager (Borst, Seafarer Capital Partners, luglio 2024) conclude invece, su quattro dimensioni distinte, che il rallentamento è prevalentemente strutturale per scelta politica[13]. Quest'ultimo inciso "per scelta politica", merita un piccolo approfondimento.

L'analisi indipendente di matrice non accademica, che si ritiene opportuno citare come elemento informativo, condotta da Nicholas Borst per la società di gestione patrimoniale Seafarer Capital Partners

[8] I. Gill e H. Kharas, (2015), World Bank Working Paper 7403.

[9] larrysummers.com

[10] Yicai Global, intervista a Richard Koo, 08/05/2024.

[11] Panel CSIS (Lardy, Wright, Wei, Liu), 31/08/2023.

[12] AMRO, «China's Economic Recovery: Transitioning to High-Quality Growth», 16/10/2025.

[13] N. Borst, Seafarer Capital Partners, luglio 2024.

VERSIONE PUBBLICA

(luglio 2024), esamina quattro dimensioni distinte dell'economia cinese, ovvero il mercato immobiliare, i consumi delle famiglie, la finanza degli enti locali e il settore privato, per valutare se le difficoltà osservate siano cicliche o strutturali. Su tutte e quattro le dimensioni gli autori concludono per la natura strutturale del fenomeno, cioè che il mercato immobiliare si stabilizzerebbe su una domanda permanentemente più bassa, anche per ragioni demografiche, i consumi restano sotto il livello precedente alla pandemia per quella che l'autore descrive come una riluttanza ideologica di Pechino a privilegiare la spesa delle famiglie rispetto a investimenti ed export, le finanze locali sconterebbero riforme incrementali giudicate insufficienti a incidere sulle cause di fondo dell'indebitamento, il settore privato risulterebbe progressivamente compresso da politiche che favoriscono le imprese statali. La conclusione dell'autore è esplicitamente politica, non solo economica, perché attribuisce il rallentamento a decisioni deliberate delle autorità di dare priorità al controllo del Partito sull'economia rispetto alla riforma orientata al mercato.

Questa fonte era stata cercata, insieme al rapporto AMRO, specificamente per verificare l'esistenza di evidenza aggiornata a sostegno di una lettura ciclica alternativa a quella privilegiata nell'impostazione della ricerca, ma il risultato ottenuto va nella direzione opposta a quella cercata, poiché l'analisi non solo conferma una lettura strutturale ma la formula in termini più netti, e più esplicitamente politici, di quanto il presente paper stesso sia disposto a sostenere con le fonti verificate in questa sessione. Trattandosi di un'analisi di un singolo asset manager pubblicata su una piattaforma aziendale, non sottoposta a revisione paritaria né di natura istituzionale (Livello 4/5), il paper la riporta come interpretazione qualificata di un singolo osservatore, non come dato o fatto verificato.

Nel complesso, la letteratura consultata in questa sessione fornisce concetti di cornice sostenibili ma pochi risultati direttamente applicati al caso cinese post-2024 con verifica primaria governativa, il contributo che il presente paper intende offrire non è la scoperta di dati nuovi, ma la verifica sistematica e la sintesi esplicita di fonti primarie aggiornate, con dichiarazione trasparente delle contraddizioni residue.

3. Quadro teorico

Il paper opera con una distinzione operativa tra tre ipotesi macro, fra loro rivali e non cumulabili nella loro forma pura, sebbene la realtà osservata possa combinarne elementi. L'ipotesi di trasformazione strutturale (H-guida, l'ipotesi centrale di questo lavoro) sostiene che il modello di crescita cinese fondato su investimenti, immobiliare, debito locale ed export stia mutando in modo duraturo, non recuperabile con un semplice riassorbimento del ciclo economico (un ciclo economico ha fasi di contrazione ed espansione che si alternano). L'ipotesi di rallentamento ciclico (H-ciclica) sostiene che gli indicatori di difficoltà osservati riflettano una fase del ciclo economico, destinata a riassorbirsi con la normalizzazione delle condizioni di policy e di mercato, senza richiedere un cambiamento di modello. L'ipotesi di rottura sistemica (H-collasso) sostiene che le vulnerabilità accumulate possano tradursi in una discontinuità acuta, una crisi finanziaria o del debito di portata sistemica, distinta sia da una trasformazione graduale sia da un rallentamento ciclico.

Le pagine seguenti approfondiscono il criterio usato per sostenere l'ipotesi H-guida e i due meccanismi attraverso cui essa si manifesterebbe, perché è l'ipotesi centrale di questo lavoro e richiede una

VERSIONE PUBBLICA

giustificazione più estesa delle altre due. Due chiarimenti terminologici possono agevolare la lettura di quanto segue. Il deflatore del PIL (Prodotto Interno Lordo) è un indicatore economico utilizzato per misurare la variazione dei prezzi di tutti i beni e servizi finali prodotti all'interno di una nazione in un determinato periodo di tempo. In termini semplici, è uno strumento che serve a "depurare" la crescita economica dall'effetto dell'inflazione, permettendo di capire se l'aumento del PIL è dovuto a una reale maggiore produzione di ricchezza o solo a un aumento dei prezzi. Un deflatore negativo indica che i prezzi, nel complesso, stanno scendendo, una condizione detta deflazione. Il debito pubblico augmented è una misura allargata elaborata dal Fondo Monetario Internazionale, che a differenza delle cifre di debito pubblico ufficialmente dichiarate dalla Cina somma anche il debito degli enti locali e delle loro financing vehicles, le LGFV descritte nella sezione 5.1. È un indicatore pensato per dare conto dell'esposizione debitoria complessiva del settore pubblico, non solo della sua componente centrale.

Il criterio operativo adottato per riconoscere una dinamica come strutturale, anziché ciclica, è la persistenza su più indicatori macroeconomici indipendenti per un periodo pluriennale, nell'ordine di almeno tre o quattro anni, malgrado il ricorso a interventi di politica economica volti a contrastarla. Questa soglia resta una convenzione metodologica interna a questo progetto, non uno standard codificato in letteratura economica, ma risulta conservativa rispetto ai tempi di aggiustamento osservati empiricamente in episodi di crisi del debito e del settore immobiliare. A questo proposito, uno studio su cento crisi bancarie sistemiche (Reinhart e Rogoff)[14] rileva un tempo mediano di recupero del livello di reddito precedente alla crisi di circa 6,5 anni, una media di 8 anni, e ricadute multiple, i cosiddetti "double dip", nel 45% degli episodi. Una persistenza già rilevabile dopo tre o quattro anni non è dunque una soglia calibrata per essere soddisfatta facilmente dai dati attesi, ma un criterio più severo di quanto la durata tipica degli aggiustamenti osservati dopo una crisi, così come documentata in questa letteratura, suggerirebbe necessario per parlare di cambiamento strutturale.

L'arco temporale indicato resta comunque una convenzione metodologica, fissata nella fase preparatoria della ricerca quando questa era già orientata verso l'ipotesi di trasformazione strutturale come lettura principale, e non uno standard unanimemente condiviso in letteratura economica. La sua applicazione concreta ai dati è mostrata nella sezione 5.4. Proprio perché la soglia è stata fissata quando la ricerca pensava già che il modello cinese stesse cambiando in modo duraturo, non si può essere certi che sia stata scelta senza pensare già a quale risposta ci si aspettava di trovare. Il problema è semplice. Se un metro di misura viene costruito dopo aver già intuito il risultato, e in modo da farlo tornare, il fatto che i dati lo superino non dimostra granché. È un po' come disegnare il bersaglio attorno alla freccia dopo che è già stata scoccata, il colpo sembra centrato solo perché il bersaglio è stato messo lì apposta. Per questo si parla di un rischio di circolarità metodologica, la conclusione e il metro usato per raggiungerla non sono del tutto separati. Questo non rende sbagliata la classificazione proposta più avanti, nella sezione 5.4, ma indica che va accompagnata da un controllo indipendente dal criterio stesso. Per questo motivo, in una fase successiva di audit sono state adottate tre correzioni, riprese qui perché riguardano direttamente la validità del criterio.

[14] C. M. Reinhart e K. S. Rogoff, «Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes», American Economic Review: Papers and Proceedings, vol. 104, n. 5, 2014, pp. 50-55 (Livello 2, peer-reviewed): su un campione di 100 crisi bancarie sistemiche, tempo mediano di recupero del livello di reddito pre-crisi di circa 6,5 anni, media di 8 anni, con ricadute multiple ("double dip") nel 45% degli episodi.

VERSIONE PUBBLICA

In primo luogo, la soglia interna di tre o quattro anni è stata confrontata con un parametro di riferimento esterno al progetto, non scelto per adattarsi ai dati cinesi. La cronologia ufficiale dei cicli economici statunitensi della National Bureau of Economic Research indica una durata media del ciclo completo, misurata da un picco al successivo, di 59,2 mesi, circa 4,9 anni, sull'intero periodo dal 1854 al 2020, e di 75 mesi, circa 6,25 anni, nel solo periodo successivo alla seconda guerra mondiale[15]. Si tratta in entrambi i casi di un riferimento relativo agli Stati Uniti, applicato qui alla Cina per analogia, con questo limite esplicitamente dichiarato e non come se fosse uno standard cinese proprio.

In secondo luogo, applicando ai dati verificati in questa sessione un parametro di riferimento più severo, cinque o sei anni anziché tre o quattro, la classificazione cambia in modo selettivo, non uniforme. La traiettoria del debito pubblico augmented copre in modo pressoché continuo l'intero decennio che va dal 2020 al 2030, di cui il periodo dal 2020 al 2025 è in gran parte già consuntivato, e supera anche la soglia più severa. La persistenza del deflatore negativo, invece, copre solo quattro anni, dal 2023 al 2026, di cui gli ultimi due parzialmente previsivi, e non supera con certezza la stessa soglia più severa se considerata da sola.

Dal test di sensibilità appena descritto non bisogna concludere che l'ipotesi di trasformazione strutturale sia sbagliata. Bisogna invece distinguere tra le diverse prove usate a suo sostegno, perché non hanno tutte lo stesso peso. La prova più solida è quella che viene dalla traiettoria del debito pubblico e dai meccanismi H1 e H2, descritti più avanti. Il motivo è che per questi due elementi non ci si limita a osservare che un fenomeno dura da anni. Si può vedere, passo dopo passo, come un fatto ne provochi un altro, per esempio come il calo delle vendite immobiliari spinga gli enti locali a indebitarsi di più. Vedere il meccanismo funzionare in questo modo è una prova più forte del solo fatto che qualcosa persista nel tempo. Il deflatore negativo, al contrario, offre solo il secondo tipo di prova, cioè la sua persistenza nel tempo, senza un meccanismo osservabile altrettanto diretto. Da solo, quindi, non basta a dimostrare la trasformazione strutturale. Resta comunque utile, perché rafforza il quadro complessivo insieme alle altre prove, anche se non può reggere da solo la conclusione.

In terzo luogo, per rendere il criterio falsificabile in modo prospettico e non solo applicato retrospettivamente, si dichiara qui esplicitamente cosa lo confuterebbe. Se il deflatore del PIL tornasse positivo per quattro trimestri consecutivi e il rapporto tra debito pubblico augmented e PIL si stabilizzasse o calasse per due anni consecutivi, la classificazione andrebbe rivista verso l'ipotesi di rallentamento ciclico, indipendentemente da quanto sostenuto in questa sede.

I meccanismi H1 e H2 sono i due canali attraverso cui la trasformazione strutturale, se presente, si manifesterebbe concretamente. Il primo, H1, la property-finance hypothesis, descrive la trasmissione dello stress dal mercato immobiliare al debito degli enti locali. Quando le vendite immobiliari si contraggono, calano anche le entrate che gli enti locali ricavano dalla cessione di diritti d'uso del suolo, una fonte storicamente importante della loro spesa e, indirettamente, del servizio del debito delle loro financing vehicles. Questo calo spinge gli enti locali a fare maggiore ricorso al debito attraverso le LGFV, descritte nella

[15] NBER, «US Business Cycle Expansions and Contractions», dati aggiornati al 14/03/2023.

VERSIONE PUBBLICA

sezione 5.1, il cui rendimento marginale risulta inferiore rispetto al resto dell'economia. Un rendimento più basso significa che il debito cresce più rapidamente del valore che produce, un segnale di allocazione inefficiente delle risorse. Il secondo, H2, il paradosso cinese o ipotesi della pressione esportativa, descrive invece la trasmissione della debolezza della domanda interna verso i mercati esteri. Quando i consumi interni non assorbono la capacità produttiva installata, le imprese cinesi orientano una quota crescente della produzione verso l'export, generando sovracapacità in alcuni mercati globali e pressione competitiva sui produttori esteri, compresi quelli europei e italiani.

Vale la pena approfondire come funziona in pratica il meccanismo H2, perché il modo in cui la pressione esportativa si trasmette ai produttori esteri non è immediato. Le imprese cinesi costruiscono capacità produttiva anche in base alle attese di domanda futura, sia interna che estera. In diversi settori, dieci su quattordici esaminati dal paper, questa capacità installata è oggi molto superiore a quanto il mercato interno cinese riesca ad assorbire. Nel caso delle batterie, per esempio, la capacità produttiva globale nel 2024 era di 3.364 GWh a fronte di una domanda di appena 996 GWh, con le fabbriche cinesi che lavoravano a poco più del 30% della loro capacità[16]. Quando un'impresa si trova con capacità produttiva in eccesso e la domanda interna non basta ad assorbirla, ha essenzialmente due strade. Può ridurre la produzione, con perdita di scala, licenziamenti e minori ricavi, oppure vendere il surplus sui mercati esteri, anche a margini bassi, pur di mantenere gli impianti attivi e i volumi di produzione elevati. Le imprese cinesi, secondo l'evidenza raccolta nel paper, imboccano prevalentemente la seconda strada. Questo aumenta l'offerta globale di quei beni senza un corrispondente aumento della domanda globale, e quell'offerta aggiuntiva deve trovare acquirenti da qualche parte. Entra così in competizione diretta con chi quei beni li produce altrove, a prezzi più alti, inclusi i produttori europei e italiani che vendono sugli stessi mercati.

È qui che sta il paradosso richiamato dal nome dell'ipotesi H2. Un problema che nasce internamente alla Cina, la debolezza dei consumi interni, si manifesta all'esterno come un problema di competitività per le imprese di altri paesi. Queste imprese non hanno fatto nulla di diverso, ma si trovano comunque a competere con un'ondata di offerta a basso costo che non nasce da un aumento della domanda globale, bensì dalla necessità cinese di scaricare altrove una capacità produttiva che il mercato interno non assorbe. Il canale valutario, che in teoria potrebbe correggere lo squilibrio rendendo le esportazioni cinesi più care se il renminbi si apprezzasse, nei fatti non lo sta facendo. Il paper documenta che il renminbi è rimasto stabile, o si è addirittura deprezzato rispetto all'euro, nello stesso periodo in cui lo squilibrio commerciale tra Unione Europea e Cina cresceva fino a circa 400 miliardi di euro nel 2025. La pressione arriva quindi sul mercato per via di volumi e prezzi, e non viene attenuata dal tasso di cambio[17].

Per l'Italia, il canale concreto documentato dal paper è quello dell'automotive. La crescita dell'import di autoveicoli cinesi, pari al 42,1% nel 2025 secondo il dato Istat verificato in questa sessione e già discusso nella sezione 6.2, è coerente con lo stesso meccanismo. Si tratta di produzione cinese in cerca di sbocchi esteri, che finisce per competere con i produttori italiani sullo stesso mercato interno italiano.

[16] https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2026/783610/EXPO_STU(2026)783610_EN.pdf

[17] https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2026/783610/EXPO_STU(2026)783610_EN.pdf

VERSIONE PUBBLICA

Un'ultima cautela, che il paper stesso mantiene, riguarda il perché la Cina riesca a produrre a questi volumi e a questi prezzi. Le fonti consultate sono in disaccordo sulla causa, se sussidi industriali distorsivi oppure un genuino vantaggio competitivo tecnologico e di scala. La posizione ufficiale cinese nega il nesso con i sussidi, mentre le fonti occidentali lo sostengono, e il paper dichiara esplicitamente di non poter dirimere questa disputa causale con gli strumenti verificati in questa sessione. Per questo il meccanismo H2 viene descritto con un linguaggio proporzionato, "la debolezza della domanda interna è associata a un aumento della pressione esportativa", non come un rapporto di causa ed effetto certo e univoco.

Le tre ipotesi macro sopra descritte non hanno la funzione di un indice sintetico costruito con elaborazione statistica o modellistica. La trasformazione strutturale, in questo paper, resta un giudizio qualitativo argomentato sulla base di fonti verificate, non il risultato di un indice calcolato.

3.1 Crisi sistemica lenta o stagnazione gestita?

di R. Macheda

La crisi sistemica lenta, o stagnazione gestita, non costituisce una quarta ipotesi autonoma e concorrente rispetto alle tre già definite. È una modalità concreta con cui la trasformazione strutturale può manifestarsi, nella quale il sistema evita la discontinuità finanziaria senza risolvere rapidamente gli squilibri che l'hanno prodotta. La stabilità nominale viene preservata attraverso il tempo, il rifinanziamento, la ristrutturazione amministrata e il trasferimento delle perdite, non attraverso un rapido ripristino della produttività del capitale o della domanda privata.

La nozione è utile perché separa tre piani che tendono a essere sovrapposti. Il primo è la solvibilità immediata, cioè la capacità di Stato, banche ed enti locali di evitare un default disordinato. Il secondo è la qualità dell'aggiustamento, cioè la capacità di riallocare capitale e lavoro verso attività produttive, riconoscere le perdite e chiudere i progetti non redditizi. Il terzo è la dinamica di crescita, cioè la possibilità di mantenere un'espansione nominale e reale senza accumulare nuovo debito improduttivo. Un sistema può risultare stabile sul primo piano e deteriorarsi sul secondo e sul terzo, e in questa configurazione la stagnazione gestita è un equilibrio politico e finanziario, non necessariamente un equilibrio economico efficiente.

Questa lettura trova riscontro nelle raccomandazioni formulate dal Fondo Monetario Internazionale nel rapporto del febbraio 2026. L'istituzione raccomanda la ristrutturazione del debito delle financing vehicles locali insostenibili attraverso un maggiore ricorso alle procedure di insolvenza, il riconoscimento tempestivo e trasparente delle perdite, la transizione verso una formazione dei prezzi di mercato, e un consolidamento fondato sulla riduzione degli investimenti fuori bilancio e del sostegno industriale non giustificato[18]. Raccomandazioni di questo tipo implicano che la stabilità finanziaria non possa essere valutata soltanto in base all'assenza di default, ma debba essere considerata anche alla luce della qualità del capitale allocato e della trasparenza con cui le perdite vengono riconosciute.

[18] IMF, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

VERSIONE PUBBLICA

Il programma cinese di sostituzione del debito locale offre un riscontro quantitativo di questo meccanismo, e insieme una contro-evidenza che va riportata per intero. Secondo un rapporto del Consiglio di Stato pubblicato il 1 settembre 2026, il debito locale nascosto è passato da 14,3 trilioni di yuan a fine 2023 a 10,5 trilioni a fine 2024 e a 6,5 trilioni a fine 2025, nel quadro del programma di sostituzione da 10 trilioni avviato alla fine del 2024[19]. La riduzione supera quindi la metà dello stock iniziale in due anni.

Il dato va letto in due direzioni opposte, ed è questa duplicità a renderlo rilevante. Nella direzione favorevole alla lettura di aggiustamento gestito, mostra che la risposta di policy procede più rapidamente di quanto la sola traiettoria complessiva del debito lascerebbe supporre, e costituisce l'evidenza più concreta reperita in questo lavoro a sostegno dell'efficacia dell'intervento pubblico. Nella direzione opposta, la sostituzione abbassa il costo e allunga la durata delle passività ma non equivale alla cancellazione della perdita economica sottostante, perché una quota del debito nascosto non viene estinta bensì convertita in debito ufficiale. Le fonti reperite non permettono di stabilire quale quota sia stata cancellata, quale trasferita e quale rifinanziata, e questa distinzione resta la domanda irrisolta più rilevante sul punto.

Da qui discende il primo segnale da monitorare, cioè la differenza fra debito ufficialmente riconosciuto e debito economicamente sostenibile. Se il debito nascosto diminuisce perché viene convertito in debito ufficiale, la trasparenza contabile migliora mentre la posizione patrimoniale complessiva migliora in misura minore.

Un secondo elemento riguarda il costo di lungo periodo della stabilità ottenuta per via pubblica. L'assenza di fallimenti sistemici può derivare dal sostegno alle entità in difficoltà, e tale sostegno, quando impedisce l'uscita dal mercato delle imprese che non coprono i propri costi, mantiene in attività capacità produttiva a bassa redditività. Le evidenze riportate nella sezione 5.4 sono coerenti con questo meccanismo, perché documentano che circa un terzo delle imprese industriali cinesi opera in perdita grazie alla disponibilità dei creditori a rinnovare i prestiti, e che il finanziamento a condizioni inferiori a quelle di mercato risulta concentrato sulle imprese industriali cinesi rispetto agli altri paesi analizzati. Ne discende una qualificazione dell'uso che questo lavoro fa dell'aspettativa di intervento statale nella sezione 5.1. Quell'aspettativa riduce la probabilità di una rottura discontinua, come lì sostenuto, ma non costituisce di per sé un indicatore di solidità, perché il medesimo intervento che evita il collasso può conservare gli squilibri che lo renderebbero possibile. Si tratta di un'inferenza costruita su evidenze già verificate e non di un dato ulteriore.

Un terzo elemento riguarda i limiti di ciò che gli aggregati nazionali consentono di affermare. Le grandezze impiegate in questo lavoro, dal debito pubblico augmented alle entrate da cessione di diritti sul suolo, sono riferite all'intero paese. Ne discende un vincolo preciso sulle conclusioni, cioè che quanto qui sostenuto riguarda la posizione complessiva e non la sua distribuzione fra province, città e singoli veicoli. Una situazione di tensione acuta in specifiche amministrazioni locali non è quindi né sostenuta né esclusa dalle evidenze raccolte, e resta fra le domande che questo lavoro lascia aperte.

[19] Rapporto del Consiglio di Stato della Repubblica Popolare Cinese pubblicato il 1 settembre 2026, riportato da Caixin Global, «China Slashes Hidden Local Government Debt by Half in Two Years», 1 settembre 2026.

VERSIONE PUBBLICA

Un quarto elemento riguarda la qualità della crescita. Il mantenimento del prodotto attraverso esportazioni, investimenti pubblici o sostegni mirati non equivale a una ripresa autonoma della domanda privata, e le sezioni 5.2 e 5.3 ne documentano i due lati. La Banca Mondiale, nel rapporto sull'economia cinese del luglio 2026, riporta un tasso di risparmio delle famiglie pari al 32,4 per cento nel primo trimestre 2026, contro una media precedente alla pandemia del 29,6 per cento, e lo attribuisce in parte a motivi precauzionali, collegandolo all'incertezza sui redditi e alla caduta dei prezzi delle abitazioni, scesi del 23 per cento in termini reali rispetto al picco del luglio 2021. La componente precauzionale è una lettura della fonte e non una grandezza rilevata separatamente, poiché il movente del risparmio non è direttamente osservabile. La stessa fonte rileva che la spesa cinese in protezione sociale è pari all'11 per cento del prodotto, circa la metà della media dei paesi dell'OCSE, e raccomanda di innalzare le prestazioni minime e di estenderne la copertura ai lavoratori informali allo scopo di ridurre il risparmio precauzionale, il che indica un nesso che la fonte ritiene operante senza quantificarlo. Ne risulta un meccanismo coerente con il quadro osservato nelle sezioni precedenti, in cui la debolezza della domanda interna è documentata ma non spiegata[20].

Sul piano analitico i passaggi descritti sopra possono essere ordinati in un ciclo anziché in una sequenza lineare, perché l'ultimo riconduce al primo. Il ciclo si compone di perdita di redditività degli investimenti, riconoscimento amministrato delle perdite, sostituzione o rifinanziamento del debito, stabilizzazione temporanea dei bilanci, persistenza di bassa produttività e di domanda privata debole, e nuova pressione a sostenere la crescita mediante investimenti o esportazioni, che riconduce al punto di partenza. Si tratta di una costruzione analitica e non di una regolarità misurata. Le fonti impiegate documentano i primi quattro passaggi e la persistenza della domanda debole, mentre il legame fra quest'ultima e la ripresa dell'investimento pubblico resta un'inferenza, poiché i due fenomeni sono osservati come coesistenti e non come causalmente ordinati. Una riallocazione effettiva del capitale interromperebbe il ciclo, ma non è la sola condizione in grado di farlo, perché una ripresa autonoma della domanda interna o un'espansione durevole della domanda estera produrrebbero lo stesso esito, e l'evidenza disponibile non consente di stabilire quale di queste condizioni sia più probabile.

3.1.1 Le azioni di policy come evidenza indiretta

di R. Macheda

Una parte dell'evidenza utile a distinguere fra le tre letture non proviene dalla contabilità ma dal comportamento delle istituzioni. Questo lavoro documenta tre azioni di policy cinesi verificate. Il programma da diecimila miliardi di yuan avviato alla fine del 2024 per convertire debito fuori bilancio in obbligazioni municipali a costo inferiore, discusso nella sezione 5.1. La scadenza fissata per la liquidazione di tutte le financing vehicles locali entro la metà del 2027, richiamata nella stessa sezione. L'annuncio di ricapitalizzazione del 6 settembre 2026. Si tratta di azioni e di impegni, non di intenzioni ricostruite, e il loro rilievo sta nel fatto che vincolano risorse e fissano termini.

Da esse si può trarre un'indicazione indiretta sulla gravità che le autorità attribuiscono al problema. Un'istituzione che destina una somma di quell'ordine alla conversione del debito locale e fissa una data per

[20] Banca Mondiale, China Economic Update, luglio 2026, «Rebalancing Growth».

la soppressione di un'intera categoria di enti tratta quel debito come una questione di prima grandezza. L'indicazione è debole per costruzione, perché un'azione di policy può rispondere anche a pressioni esterne, a esigenze di segnalazione o a inerzie amministrative. Va inoltre circoscritta, perché riguarda la percezione del problema e non l'efficacia della risposta. L'ampiezza di un intervento segnala quanto grande il problema sia ritenuto da chi vi destina le risorse, non se l'intervento lo risolverà, e la questione dell'efficacia è trattata nel capoverso che segue. L'indicazione ha però una proprietà che le altre evidenze impiegate in questo lavoro non hanno. Non dipende dalla completezza della contabilità ufficiale, che la sezione 4.1 indica come la difficoltà centrale dell'oggetto, poiché un impegno di spesa e una scadenza normativa sono osservabili anche quando le perdite sottostanti non lo sono. Resta un'indicazione orientativa e non una prova, e non viene impiegata altrove in questo lavoro a sostegno di alcuna proposizione.

Le stesse tre azioni ammettono una lettura opposta. Un sistema che circoscrive un problema, vi destina risorse proporzionate e rispetta i termini che si è dato non mostra una tensione irrisolta, mostra una capacità di correzione. La serie del debito nascosto riportata sopra, scesa da 14,3 a 6,5 trilioni di yuan in due anni, è coerente con questa seconda lettura più che con la prima. Le fonti reperite non permettono di separare le due interpretazioni, perché osservano la stessa condotta e ne propongono due attribuzioni di significato diverse. Ciò che le azioni di policy sostengono, in entrambe le letture, è che il problema è percepito come rilevante dalle autorità, non quale delle tre ipotesi sia corretta. La scelta fra le ipotesi resta affidata al criterio dichiarato nella sezione 4, che questo passaggio non sostituisce né integra.

4. Perimetro dello studio e metodologia

4.1 Perimetro dello studio

Prima di esporre il metodo di raccolta e verifica delle fonti può essere appropriato fissare i confini entro i quali questo lavoro può pronunciarsi. Il perimetro che segue non elenca difetti da scusare, stabilisce che cosa lo studio si propone di poter affermare e che cosa dichiara fuori dalla propria portata, con la ragione di ciascuna esclusione. Le affermazioni contenute nelle sezioni successive vanno lette come valide entro questi confini e non oltre.

Il primo confine riguarda l'oggetto. Lo studio esamina il modello di crescita cinese attraverso indicatori pubblicamente documentabili, sapendo che la componente centrale dell'analisi, l'indebitamento fuori bilancio degli enti locali, non è per propria natura registrata nella contabilità pubblica ufficiale. Una cifra ufficiale esiste e viene riportata nel testo, ma è essa stessa oggetto della contraddizione discussa nella sezione 5.1, poiché la nozione di debito fuori bilancio identifica precisamente ciò che il perimetro contabile ufficiale non comprende. Richiedere per questo fenomeno una fonte ufficiale primaria equivarrebbe a richiedere la registrazione di ciò che si definisce per la propria assenza dalla registrazione. Lo studio adotta quindi come base la ricostruzione istituzionale prodotta dal Fondo Monetario Internazionale con il perimetro augmented, non perché la si consideri esatta, ma perché è la migliore approssimazione disponibile a una grandezza che nessuna fonte accessibile è in grado di accertare.

VERSIONE PUBBLICA

Il secondo confine discende dal primo ed è di natura epistemica. In assenza di un valore vero accertabile, lo standard di verifica applicabile non è il confronto con una fonte ufficiale, che non esiste, ma la convergenza fra ricostruzioni costruite con metodi differenti. Ne deriva una distinzione che il lavoro mantiene in tutte le sezioni successive. La direzione del fenomeno, cioè un indebitamento locale ampio e in crescita a fronte di entrate in contrazione, è sostenuta da fonti che concordano pur impiegando metodi diversi e resta stabile anche cambiando stimatore. La scala esatta, cioè il valore puntuale del debito in un dato anno, dipende invece dal metodo di stima adottato e non viene stabilita da questo lavoro. Ogni affermazione su grandezze puntuali va letta come relativa alla ricostruzione impiegata, non come misura del fenomeno in sé.

Il terzo confine è temporale. Le serie utilizzate si fermano ai dati disponibili nelle fonti consultate. I valori riferiti al 2025 sono in parte stimati e quelli riferiti al 2026 in parte previsivi, poiché derivano da documenti chiusi nei primi mesi del 2026. Dove questa distinzione incide sull'argomentazione, in particolare sulla persistenza pluriennale degli indicatori discussa nella sezione 5.4, essa viene ribadita nel punto in cui pesa di più. Fanno eccezione, dichiarate qui e non altrove, due fatti successivi alla chiusura della base documentale. Il primo è l'annuncio di ricapitalizzazione del 6 settembre 2026 riportato nella sezione 5.1. Il secondo è il dato sul debito locale nascosto riferito alla fine del 2025, riportato nella sezione 3.1. Entrambi sono ammessi perché incidono direttamente su premesse impiegate nelle rispettive sezioni, e sono registrati con l'indicazione esplicita della propria posteriorità.

Il quarto confine riguarda le esclusioni. Resta fuori portata la questione causale relativa alla sovracapacità industriale, cioè se essa derivi da sussidi distorsivi oppure da un vantaggio competitivo tecnologico e di scala, perché le fonti consultate esprimono posizioni opposte e i dati quantitativi disponibili misurano l'entità del fenomeno e non le sue cause. Resta inoltre fuori portata una valutazione probabilistica dell'ipotesi di rottura sistemica, poiché nessuna fonte reperita fornisce un modello quantitativo di stress test applicato al caso cinese, circostanza che equivale a un'assenza di sostegno nella letteratura disponibile e non a una confutazione dell'ipotesi. La dimensione demografica rientra invece nel perimetro ed è trattata nella sezione 5.2 sulla base dei comunicati dell'ufficio statistico nazionale cinese e di proiezioni istituzionali, con lo stato epistemico dichiarato in quella sede. All'interno di essa restano tuttavia esclusi il sistema pensionistico, le migrazioni interne e la relazione fra risparmio delle famiglie e struttura per età della popolazione, che richiederebbero una base di fonti non raccolta in questo lavoro. Il rilievo del risparmio sul versante della domanda interna è invece trattato nella sezione 3.1.

Da questi confini discende una precisazione sulla formula “verificata in questa sessione”, che ricorre nel testo. Essa indica che la fonte è stata consultata e controllata direttamente nel corso di questo lavoro, non che il dato in essa contenuto sia stato validato da un processo esterno né che debba considerarsi definitivo. Dove la formula non compare, la fonte è riportata con lo stato epistemico dichiarato di seguito.

4.2 Metodologia

Le fonti impiegate in questo lavoro sono classificate secondo una gerarchia a cinque livelli: fonti primarie (atti ufficiali, documenti istituzionali, dataset), fonti scientifiche (letteratura peer-reviewed, monografie),

VERSIONE PUBBLICA

fonti istituzionali (organizzazioni internazionali, banche centrali, autorità statistiche, think tank qualificati), fonti giornalistiche, altre fonti usate solo per informazioni non altrimenti reperibili.

Per ogni fonte è stato distinto lo stato epistemico: verificata (controllata direttamente in questa sessione), non verificata (identificata ma non controllabile con gli strumenti disponibili perché citata in altre fonti), contraddetta (quando due fonti verificate forniscono dati incompatibili sulla stessa proposizione), incerta (quando le evidenze non permettono una classificazione robusta). Due contraddizioni fra fonti verificate sono state riscontrate e non risolte: la stima del debito delle financing vehicles locali per il 2025 (71,4 trilioni di yuan secondo una stima di staff IMF veicolata da Reuters Breakingviews, contro 44 trilioni di yuan «dichiarati ufficialmente» secondo l'Atlantic Council)[21] [22] e la proiezione del saldo di conto corrente per il 2026 (3,1% del PIL secondo l'IMF, contro 4,2% secondo Goldman Sachs)[23] [24]. Entrambe sono riportate nel testo dove rilevanti, non nascoste in nota né appianate con una media.

Un limite di ricerca dichiarato riguarda quattro casi di verifica parziale. Un documento ufficiale del Ministero del Commercio cinese (MOFCOM) è stato consultato solo attraverso una fonte giornalistica che lo riporta, non a testo primario. Il Regolamento (UE) 2019/452 è stato verificato nei suoi estremi, ma il suo testo articolato non è stato riletto integralmente. I dati demografici dell'ufficio statistico nazionale cinese e l'elaborazione istituzionale sulle proiezioni di popolazione sono stati raggiunti attraverso le testate che li riportano, non sui portali statistici originari. Le comunicazioni societarie relative alle iniezioni di capitale del settembre 2026 sono state anch'esse consultate attraverso le testate che le riportano, in assenza di un documento unico del Ministero delle Finanze cinese. In tutti e quattro i casi il contenuto risulta verificato mentre il testo primario non lo è, e i limiti sono riportati esplicitamente nelle sezioni pertinenti.

Le evidenze impiegate in questo lavoro non hanno tutte lo stesso valore probatorio, e la distinzione viene mantenuta nelle sezioni successive. Un primo livello è descrittivo e confronta grandezze aggregate su scala nazionale. È il livello più esposto a spiegazioni alternative, perché molti fattori diversi da quello esaminato possono rendere conto della stessa regolarità. Un secondo livello riguarda il meccanismo e confronta unità omogenee fra loro, come nel confronto fra imprese legate alle financing vehicles locali e imprese dello stesso settore prive di quel legame, discusso nella sezione 5.1. È più solido, perché la differenza osservata è attribuibile alla caratteristica che distingue i due gruppi e non al contesto che essi condividono. Un terzo livello sarebbe causale e richiederebbe di stabilire quale meccanismo generi il fenomeno osservato. Questo lavoro non raggiunge il terzo livello su nessuna delle proprie proposizioni centrali, e lo dichiara espressamente nella sezione 4.1.4 a proposito delle cause della sovracapacità industriale[25].

Un ulteriore criterio adottato riguarda le omissioni informative. Ritardi di pubblicazione, aggregazioni anomale e assenze di dati sono stati considerati segnali di opacità o di difficoltà di misurazione, utili a orientare la ricerca, e non prove automatiche di deterioramento[26].

[21] K.S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[22] Mark, J., Atlantic Council GeoEconomics Center, 31/07/2025.

[23] IMF, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

[24] Goldman Sachs, 08/01/2026.

[25] Contributo di R. Macheda.

[26] Contributo di R. Macheda.

VERSIONE PUBBLICA

Coerentemente con l'obbligo di ricerca sistematica di evidenza contraria, due fonti aggiuntive, il già citato rapporto AMRO e l'analisi di Borst per Seafarer Capital Partners, sono state cercate specificamente, in una fase avanzata della ricerca, per verificare se esistesse evidenza aggiornata a sostegno di una lettura ciclica del rallentamento cinese, alternativa a quella strutturale privilegiata nell'impostazione del lavoro. L'esito di questa ricerca supplementare, misto, è discusso nella sezione 5.4.

5. Analisi

5.1 Il canale immobiliare-debito locale

Il finanziamento degli investimenti infrastrutturali locali in Cina si è storicamente appoggiato, prima della riforma del 2015 che ha consentito agli enti locali di emettere obbligazioni proprie, su strumenti fuori bilancio noti come local government financing vehicles (LGFV). Queste sono società controllate dagli enti locali, formalmente autonome, che si indebitano per finanziare opere pubbliche non direttamente iscritte nel bilancio dell'ente. La causa strutturale del fenomeno risiede nella distribuzione delle entrate fiscali fra livello centrale e livello locale, ove il governo centrale incassa la quota maggiore del gettito, lasciando a province e città responsabilità di spesa senza una base di reddito autonoma sufficiente. Le LGFV hanno contribuito, secondo l'analisi di Reuters Breakingviews basata su dati ufficiali, a sostenere l'urbanizzazione cinese, la cui popolazione urbana è passata da circa il 25% del totale a fine anni Novanta a oltre il 65% nel 2023[27].

Ai fini della lettura che segue, il debito implicito va inteso come la somma di passività dirette, garanzie, obblighi contingenti e aspettative di salvataggio; è la componente meno osservabile nella contabilità ufficiale, e va tenuta distinta dal debito formalmente dichiarato[28].

Il debito così generato ha una traiettoria di crescita di lungo periodo, che tuttavia va letta con una cautela metodologica esplicita, cioè, che le stime disponibili non sono tutte comparabili a metodologia costante. Un primo blocco di stime, basate sull'audit nazionale del 2011 e successivi, indica un debito locale totale di circa 4,97-10,7 trilioni di yuan a fine 2010 (a seconda della definizione impiegata) e un debito specificamente riconducibile alle LGFV di circa 7,0 trilioni di yuan, pari al 13,1% del PIL, a metà 2013. Un secondo blocco di stime, prodotto dall'IMF a partire dal 2020 con un metodo bottom-up su dati di bilancio di circa 2.200 emittenti anziché sull'estrapolazione dell'audit nazionale, indica un debito LGFV pari al 34% del PIL nel 2018 e al 39% nel 2020, di cui circa il 37% del PIL giudicato «a rischio» in quanto non coperto da utili sufficienti al servizio degli interessi[29]. Il salto apparente dal 13% al 34-39% del PIL fra il 2013 e il 2018-2020 riflette in parte, dato che non è possibile stabilire in quale misura con le fonti disponibili, il cambio di metodo di stima, non necessariamente una crescita reale del fenomeno a parità di definizione.

[27] K.S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[28] Contributo di R. Macheda.

[29] Hoyle, H. e Jeasakul, P., «Local Government Financing Vehicles Revisited», allegato al ciclo Article IV/FSAP 2025-2026.

VERSIONE PUBBLICA

Le stime più recenti, riportate da un'inchiesta di Reuters Breakingviews basata su valutazioni dello staff IMF, indicano una traiettoria di 64,5 trilioni di yuan (2023), 66,3 (2024), 71,4 (2025) e 76,7 (2026, dati parziali)[30]. Questa cifra per il 2025 è in contrasto con quanto riportato da una fonte indipendente (Atlantic Council), secondo cui il debito LGFV «dichiarato ufficialmente» ammontava, nello stesso anno, a 44 trilioni di yuan[31]. Non è possibile, con le fonti disponibili in questa sessione, stabilire quale delle due cifre sia più accurata, né se la differenza rifletta un diverso perimetro di consolidamento, un diverso metodo di stima, o entrambi: la contraddizione viene qui riportata come tale, non risolta. Ciò che le due fonti non contraddicono è la direzione del fenomeno, cioè se vi è un debito locale ampio e in ulteriore crescita in termini assoluti.

Un'evidenza più diretta del meccanismo di trasmissione, al di là della sola dimensione aggregata del debito, riguarda la produttività. Le imprese con legami di investimento verso le LGFV mostrano, secondo l'analisi tecnica dell'IMF allegata al ciclo di consultazione 2025-2026, una produttività del capitale inferiore rispetto al resto dell'economia, e oltre metà dei prestiti concessi dalle LGFV risulta destinata a scopi diversi dagli investimenti infrastrutturali originariamente previsti[32]. Un legame di investimento può assumere tre forme, secondo la definizione usata nella fonte citata. La prima è che la LGFV abbia investito capitale direttamente nell'impresa. La seconda è che sia l'impresa ad aver investito capitale nella LGFV, direttamente o tramite una società intermediaria. La terza è che impresa e LGFV condividano lo stesso investitore di controllo, anche senza un rapporto diretto fra loro. Questo dato merita una precisazione metodologica, perché non tutte le prove hanno lo stesso valore. Un primo tipo di prova, più debole, confronterebbe due numeri a livello nazionale, per esempio il debito totale della Cina e la crescita del PIL cinese. Un confronto di questo tipo è debole perché tanti altri fattori, diversi dal debito, potrebbero spiegare da soli la crescita del PIL osservata, ed è difficile isolare l'effetto del debito da tutto il resto. Questo dato è invece un secondo tipo di prova, più solido. Confronta direttamente le imprese legate alle LGFV con le imprese senza questo legame, guardando quanto fatturato ciascuna produce per ogni unità di capitale fisso investito. Il confronto viene fatto fra imprese dello stesso settore e nello stesso anno, in modo che la differenza osservata non dipenda dal momento economico o dal tipo di attività, ma solo dal legame con le LGFV. Gli stessi autori dell'IMF hanno inoltre verificato questa differenza con un'analisi statistica più rigorosa, che tiene conto del settore di appartenenza. Anche con questo metodo più severo, il risultato è lo stesso. Le imprese legate alle LGFV mostrano una produttività del capitale più bassa rispetto a quelle senza questo legame. Proprio perché il confronto è fra imprese simili tra loro, e non fra due grandi numeri nazionali, questo dato costituisce, fra le evidenze raccolte in questa sessione, la prova più diretta del canale di cattiva allocazione del capitale ipotizzato da H1.

Sul lato delle entrate, il quadro mostra un deterioramento marcato, perché le entrate da vendita di diritti d'uso del suolo, che hanno costituito fino a circa il 40% delle entrate locali al loro picco, sono scese a 4,2

[30] K.S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[31] J. Mark, Atlantic Council GeoEconomics Center, 31/07/2025.

[32] H. Hoyle e P. Jeasakul, «Local Government Financing Vehicles Revisited», in IMF, «People's Republic of China: Selected Issues», IMF Country Report No. 22/22, 20 dicembre 2021.

VERSIONE PUBBLICA

trilioni di yuan nel 2025, in ulteriore calo nel 2026, secondo la stessa fonte[33]. Rispetto al picco di 8,7 trilioni di yuan raggiunto nel 2021, il calo risulta pari a circa il 52%.

La risposta di policy è stata attiva con un programma da 10.000 miliardi di yuan varato nel 2024 per convertire debito fuori bilancio in obbligazioni municipali a costo inferiore (confermato indipendentemente da due fonti, J. Mark e K.S. Chan), e una scadenza fissata per eliminare tutte le LGFV entro la metà del 2027. Il costo di questa politica è però quantificabile e non trascurabile dato che gran parte del nuovo debito rifinanzia debito esistente anziché finanziare nuovi progetti, e l'IMF stima che la spesa infrastrutturale aggiuntiva finanziata da debito LGFV scenderà dal 6,2% del PIL nel 2020 al 4% nel 2030, una riduzione diretta della capacità di stimolo infrastrutturale storicamente disponibile alle autorità locali[34].

Considerando congiuntamente debito pubblico centrale e debito LGFV, l'IMF stima un debito pubblico «effettivo» pari a circa il 127% del PIL nel 2025-2026[35], una cifra che converge in modo stretto con il 126,6% del PIL riportato nella documentazione del ciclo Article IV per la nozione di debito pubblico «augmented»[36], una coerenza fra due elaborazioni della stessa istituzione ottenute con basi di calcolo diverse, che rafforza la fiducia nell'ordine di grandezza complessivo senza costituire la convergenza fra ricostruzioni indipendenti definita nella sezione 4.

Una seconda fonte permette di concretizzare questo quadro con dati più recenti e con casi nominativi, oltre che di ridurre la dipendenza da un'unica fonte giornalistica per la sezione. Fitch Ratings[37], secondo un'analisi ripresa da CNBC nel gennaio 2026, segnala che il crollo degli investimenti fissi nella seconda metà del 2025 ha innalzato i rischi di credito per costruttori, banche e governo. Gli investimenti fissi complessivi sono scesi del 3,8% nel 2025, a 48,52 trilioni di yuan, il primo calo annuo in decenni. Gli investimenti immobiliari sono scesi del 17,2% per il quarto anno consecutivo. Le vendite residenziali sono scese a 7,3 trilioni di yuan, il livello più basso dal 2015".

Fitch aveva già declassato il rating sovrano cinese da "A+" ad "A" nell'aprile 2025 per preoccupazioni su finanze in indebolimento e debito pubblico in aumento, rappresentando un'azione concreta di un'agenzia di rating primaria, non solo un giudizio previsivo, che rafforza in modo tangibile, pur restando entro l'investment grade, il quadro già delineato sul debito "augmented"[38]. Tre sviluppatori immobiliari sono documentati in stato di default o distress: China Vanke, un tempo il maggiore sviluppatore del paese, declassato a "restricted default" nel tentativo di prorogare un pagamento obbligazionario onshore, Dalian Wanda Commercial Management Group e Wanda Commercial Properties, declassati a "restricted default" dopo uno scambio di debito in sofferenza, Jingrui Holdings, posta in liquidazione a Hong Kong[39]. Un dirigente Fitch (Samuel Kwok, Managing Director Asia-Pacific International Public Finance) conferma che le LGFV

[33] K.S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[34] H. Hoyle e P. Jeasakul, «Local Government Financing Vehicles Revisited», in IMF, «People's Republic of China: Selected Issues», IMF Country Report No. 22/22, 20 dicembre 2021.

[35] K.S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[36] IMF, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

[37] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[38] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[39] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

VERSIONE PUBBLICA

restano "lontane dall'autosufficienza" nel servizio del debito, assegnando comunque un rating "neutral" nell'aspettativa che le autorità intervengano in caso di stress crescente. Questa aspettativa di intervento è quello che nel settore si chiama backstop statale, cioè una garanzia di ultima istanza fornita dallo Stato quando un'entità non riesce a far fronte da sola ai propri debiti. Il giudizio di Fitch rappresenta una conferma indipendente, da una seconda agenzia di rating, del meccanismo H1 e della stessa aspettativa di backstop statale già emersa nella fonte precedente[40].

Va tuttavia riportata, per coerenza con l'obbligo di contro-argomentazione, un'evidenza che attenua la lettura più critica di questo quadro, inclusa significativamente, la stessa Fitch che ha appena documentato questi rischi. Il debito cinese, incluso quello locale, è detenuto in gran parte da prestatori nazionali sostenuti dallo Stato, dove gli investitori esteri detengono meno del 2% del mercato obbligazionario onshore, un dato che riduce sensibilmente il canale di contagio finanziario internazionale tipico delle crisi del debito sovrano con ampia esposizione estera. Sul lato patrimoniale, una stima di S&P Global, ripresa dalla stessa inchiesta di Reuters Breakingviews, indica che gli enti locali detengono attività nette per circa 147.000 miliardi di yuan, pari secondo la fonte a circa tre volte il debito diretto, un rapporto che non coincide esattamente con quello fra questa cifra e la serie del debito LGFV riportata sopra, una differenza probabilmente riconducibile a un perimetro più ampio nella definizione di 'debito diretto' usata da S&P Global[41]. Nello stesso articolo che documenta il declassamento sovrano e i default nominativi, Fitch prevede essa stessa solo un "mild deterioration, if at all" (un lieve deterioramento, ammesso che ve ne sia uno) nella qualità degli attivi bancari cinesi, e si attende un taglio di 20 punti base del tasso di riferimento nel 2026, un margine di manovra monetaria residuo, non lo scenario di un sistema privo di strumenti[42]. Lo stesso autore dell'inchiesta Reuters Breakingviews conclude che il percorso più probabile per il debito locale cinese è un aggiustamento lento, fatto di default selettivi, swap del debito, sostegno fiscale e tolleranza regolatoria, non una crisi sistemica acuta[43], un giudizio che, pur proveniente da un singolo osservatore, converge ora con il giudizio esplicito di un'agenzia di rating indipendente sulla lettura di trasformazione strutturale gestita piuttosto che di collasso, che viene ripreso nella sintesi della sezione 5.4. Va infine segnalata una cautela metodologica riportata nello stesso articolo. Goldman Sachs giudica probabilmente "esagerate" le preoccupazioni sul crollo degli investimenti fissi, attribuendone parte a una correzione statistica di dati precedentemente sovra-riportati piuttosto che a un rallentamento genuino. Si tratta, nei fatti, di un avvertimento a non trattare il calo del 3,8% degli investimenti fissi come necessariamente reale nella sua interezza[44].

Va registrato, con data successiva alla base documentale su cui questa sezione si fonda, un fatto pertinente all'aspettativa di intervento statale richiamata sopra. Il 6 settembre 2026 il Ministero delle Finanze cinese ha annunciato iniezioni di capitale in otto istituzioni finanziarie a controllo statale per 360 miliardi di yuan, circa 53,6 miliardi di dollari[45], di cui 260 alle due maggiori banche commerciali e la parte restante a tre

[40] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[41] K. S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[42] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[43] K. S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[44] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[45] «Capital boost to enable banks to better serve growth», China Daily, 6 settembre 2026, e «Finance ministry to invest in major Chinese insurance groups», China Daily, 6 settembre 2026. La ripartizione annunciata è di 160 miliardi di yuan alla Agricultural Bank of China, 100 alla

VERSIONE PUBBLICA

assicuratori, alla banca per le esportazioni, all'assicuratore pubblico del credito all'esportazione e al riassicuratore nazionale[46]. Nessuna delle otto beneficiarie è una financing vehicle locale, quindi il fatto non conferma l'aspettativa di intervento riferita specificamente a quelle entità, ma documenta su istituzioni comparabili la disponibilità e la capacità fiscale che tale aspettativa presuppone. Il fatto non discrimina inoltre fra le ipotesi qui esaminate, poiché una ricapitalizzazione preventiva è compatibile con un deterioramento contenuto della qualità degli attivi e una ricapitalizzazione rimediale è compatibile con un deterioramento maggiore di quello atteso, e le informazioni pubblicamente disponibili alla data non permettono di distinguere fra le due letture.

Nel complesso, il meccanismo H1 risulta sostenuto da evidenza diretta a livello micro, con un grado di certezza alto sulla sua esistenza, sostenuto anche da una fonte di Livello 1/2 indipendente dall'articolo giornalistico (Hoyle e Jeasakul, sul dato di produttività)[47], mentre la scala quantitativa dell'intera serie storica 2023-2026 resta di certezza moderata. La ragione di questo abbassamento va dichiarata, perché incide sul peso che la serie può sostenere. I valori di 64,5, 66,3, 71,4 e 76,7 trilioni di yuan provengono da una sola inchiesta giornalistica che riporta stime di staff del Fondo Monetario, e il documento istituzionale da cui quelle stime deriverebbero non è stato reperito in questa sessione. La direzione del fenomeno è corroborata da altre fonti, mentre la scala puntuale poggia su quel solo vettore, e andrebbe trattata come tale da chiunque voglia riutilizzarla. La dipendenza da un'unica fonte giornalistica è ora attenuata dalla disponibilità di una seconda fonte indipendente (Fitch Ratings via CNBC)[48], che riporta un'analisi istituzionale distinta e corrobora, con dati più recenti e con casi nominativi, non solo con stime aggregate, la stessa direzione del fenomeno (debito locale elevato e crescente, sviluppatori in distress, LGFV lontane dall'autosufficienza). Le due fonti restano comunque entrambe di natura giornalistica nella loro veste finale (per quanto riportino analisi di istituzioni di Livello 1 e 3), e le singole cifre della serie storica 2023-2026 non sono incrociate cifra per cifra fra le due. La certezza sulla scala esatta resta quindi moderata-alta e non piena.

5.2 Domanda interna e demografia

La debolezza della domanda interna cinese emerge, nella documentazione IMF del ciclo di consultazione tra il 2025 e il 2026, come un elemento esplicitamente riconosciuto a livello istituzionale, e infatti essa è stata compensata da una forte crescita dell'export, generando squilibri esterni[49]. Si tratta di un giudizio ufficiale, non di una lettura di mercato, ripreso in dettaglio nella sezione 5.3 sul meccanismo H2. Ai fini di questa

Industrial and Commercial Bank of China, 35 a China Life, 30 alla Export-Import Bank of China, fino a 15 a PICC, 10 a China Export and Credit Insurance Corporation, 7 a China Taiping e 3 a China Reinsurance. Non risulta pubblicato un documento unico del Ministero delle Finanze, poiché l'annuncio è stato veicolato attraverso comunicazioni separate delle singole istituzioni nella stessa giornata, alcune delle quali, come quella di PICC quotata alla borsa di Shanghai, costituiscono comunicazioni al mercato. China Daily è testata di proprietà statale, adeguata a documentare il contenuto di un annuncio ufficiale ma non neutrale nella sua interpretazione, ragione per cui il dato è stato riscontrato anche su fonte indipendente, «China to pump $47 bn into state banks, insurers in capital-boosting push», Business Standard, 6 settembre 2026, che riporta cifre identiche per le istituzioni comuni alle due fonti.

[46] Alcune testate riportano un totale di 317 miliardi di yuan anziché 360. La differenza non costituisce una contraddizione fra fonti ma un diverso perimetro di istituzioni considerate, poiché la cifra minore comprende i tre assicuratori, per 57 miliardi complessivi, e le due maggiori banche commerciali, per 260, mentre quella maggiore aggiunge il riassicuratore nazionale, la banca per le esportazioni e l'assicuratore pubblico del credito all'esportazione, per ulteriori 43 miliardi. La stessa differenza di perimetro spiega la divergenza fra i controvalori in dollari riportati dalle diverse testate.

[47] H. Hoyle, e P. Jeasakul, «Local Government Financing Vehicles Revisited», allegato al ciclo Article IV/FSAP 2025-2026.

[48] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[49] IMF, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

VERSIONE PUBBLICA

sezione, il punto rilevante è che la domanda interna cinese non ha, secondo questa fonte, sostenuto da sola la crescita nel periodo osservato.

Un'evidenza che qualifica questo quadro, senza contraddirlo nella sostanza, proviene dal rapporto dell'ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) già introdotto nella sezione 2. La crescita cinese sarebbe «rimbalzata» nel quarto trimestre 2024 e proseguita nel primo semestre 2025, con i consumi privati che avrebbero contribuito per oltre il 50% della crescita del PIL in quel periodo specifico[50]. Si tratta di un dato relativo a una singola annata e a una singola fonte istituzionale, non a una serie storica lunga. Non è possibile, con le fonti disponibili in questa sessione, stabilire se rappresenti un'inversione duratura della debolezza dei consumi o un episodio isolato all'interno di una traiettoria comunque sotto pressione strutturale. Il dato viene comunque riportato per intero, non minimizzato, perché costituisce la contro-evidenza più diretta reperita in questa ricerca a una lettura di stagnazione della domanda interna come fenomeno lineare e senza inversioni.

Sul versante demografico la traiettoria cinese presenta una caratteristica che la distingue dagli altri indicatori impiegati in questo lavoro, perché il suo andamento non dipende dal ciclo economico e non è reversibile su orizzonti brevi. La popolazione in età da lavoro ha superato il proprio massimo e si contrae da oltre un decennio. L'ufficio statistico nazionale cinese ha registrato nel 2012 la prima flessione assoluta della fascia fra i quindici e i cinquantanove anni, scesa a 937,27 milioni con un calo di 3,45 milioni sull'anno precedente[51]. A fine 2025 la fascia fra i sedici e i cinquantanove anni risulta pari a 851,36 milioni[52]. Le due rilevazioni adottano una soglia inferiore diversa, quindi la differenza fra le due cifre sovrastima il calo effettivo e non viene qui utilizzata come misura della contrazione, che risulta accertata nella direzione e non nella grandezza puntuale.

La popolazione complessiva si riduce a sua volta dal 2022 e nel 2025 registra il quarto calo consecutivo, con 1,40489 miliardi di residenti e una diminuzione di 3,39 milioni sull'anno precedente. Le nascite scendono a 7,92 milioni dai 9,54 milioni del 2024, mentre i decessi salgono a 11,31 milioni, e la differenza fra i due valori spiega per intero la variazione della popolazione totale. La quota di popolazione con almeno sessanta anni raggiunge il 23 per cento e quella con almeno sessantacinque anni il 15,9 per cento[53].

Le proiezioni disponibili estendono questa traiettoria oltre l'orizzonte dei dati consuntivati. Secondo l'elaborazione di AMRO su dati delle Nazioni Unite, la popolazione in età da lavoro si ridurrebbe del 22 per cento fra il 2022 e il 2050, con un ritmo medio prossimo allo 0,9 per cento l'anno, mentre l'indice di dipendenza degli anziani salirebbe dal 20 per cento del 2022 al 51 per cento del 2050. La stessa istituzione, con una stima propria costruita su valutazioni del Fondo Monetario, colloca la crescita potenziale media fra il

[50] AMRO, «China's Economic Recovery: Transitioning to High-Quality Growth», 16/10/2025.

[51] Ufficio nazionale di statistica della Repubblica Popolare Cinese, comunicato del 18 gennaio 2013, riportato da Global Times. La rilevazione adotta la fascia di età fra i quindici e i cinquantanove anni, diversa da quella impiegata nei comunicati più recenti, e la differenza di definizione impedisce un confronto diretto fra le due serie.

[52] Ufficio nazionale di statistica della Repubblica Popolare Cinese, dati di fine 2025 diffusi nel gennaio 2026 e riportati da Caixin Global. La rilevazione adotta la fascia di età fra i sedici e i cinquantanove anni. La stessa fonte riporta una stima del tasso di fecondità totale pari a circa 0,96 per il 2025, attribuita a un singolo demografo e non all'ufficio statistico, che non viene impiegata in questo lavoro.

[53] Ufficio nazionale di statistica della Repubblica Popolare Cinese, dati di fine 2025 diffusi nel gennaio 2026 e riportati da Caixin Global. La rilevazione adotta la fascia di età fra i sedici e i cinquantanove anni. La stessa fonte riporta una stima del tasso di fecondità totale pari a circa 0,96 per il 2025, attribuita a un singolo demografo e non all'ufficio statistico, che non viene impiegata in questo lavoro.

VERSIONE PUBBLICA

2023 e il 2050 al 3,2 per cento, in discesa dal 4,9 per cento dei primi anni Venti al 3,7 per cento nel 2030 e a circa il 2,4 per cento negli anni Quaranta[54]. Si tratta di proiezioni e di una stima istituzionale, non di dati consuntivati, e come tali vengono qui impiegate.

Questa dimensione non è indipendente dal meccanismo H1 discusso nella sezione 5.1, e il collegamento merita di essere reso esplicito perché incide sulla natura della correzione immobiliare. La domanda di abitazioni dipende in misura rilevante dalla formazione di nuovi nuclei familiari, che a sua volta dipende dalla dimensione delle coorti che entrano nell'età in cui i nuclei si formano. Se le coorti giovani si riducono in modo continuativo e il processo di urbanizzazione è in fase matura, la contrazione della domanda immobiliare non descrive una fase discendente del ciclo destinata a rientrare quando le condizioni di credito si allentano, ma uno spostamento del livello di domanda sostenibile nel lungo periodo. Le fonti qui impiegate non quantificano questo passaggio per il caso cinese, quindi il collegamento resta un'inferenza costruita su premesse dichiarate e non un dato empirico verificato. Va tuttavia osservato che, se la premessa demografica è corretta, una parte della correzione immobiliare non è recuperabile con strumenti di politica congiunturale, il che è coerente con l'inefficacia parziale delle misure di sostegno documentata nella sezione 5.1.

Sul piano della scelta fra le ipotesi rivali questa dimensione svolge una funzione che gli altri indicatori non svolgono. Un rallentamento ciclico non ammette una causa demografica, perché le variabili demografiche si muovono su scale temporali incompatibili con la durata di un ciclo economico, mentre una trasformazione strutturale la ammette. La contrazione della popolazione in età da lavoro soddisfa quindi il criterio di persistenza pluriennale definito nella sezione 3 in modo più netto di qualsiasi altro indicatore impiegato, poiché è non ciclica per costruzione e non per verifica empirica. Questo non stabilisce che la demografia sia la causa del rallentamento osservato, affermazione che le fonti qui reperite non permettono di sostenere, ma stabilisce l'esistenza di un vincolo strutturale persistente che opera nella stessa direzione degli altri elementi raccolti e che proviene da una base statistica indipendente da quelle impiegate per il debito e per la deflazione.

Restano dichiarati due limiti. Le cifre riportate provengono da comunicati dell'ufficio statistico nazionale cinese e da un'elaborazione istituzionale raggiunti attraverso le testate che li riportano, non consultati sui portali statistici originari, quindi il loro contenuto è verificato mentre il testo primario non lo è. Le proiezioni al 2050 dipendono inoltre da ipotesi di fecondità che gli sviluppi recenti, con nascite in calo di oltre un sesto in un solo anno, potrebbero rendere ottimistiche, circostanza che rende il vincolo demografico qui descritto un limite inferiore piuttosto che una stima centrale.

Il vincolo demografico non va tuttavia letto come un determinismo meccanico. Può essere parzialmente compensato da automazione, aumenti di produttività, innalzamento dell'età pensionabile e maggiore intensità di capitale. Le fonti consultate non permettono di quantificare l'entità di questa compensazione, e il sistema pensionistico resta fuori dal perimetro dello studio, per cui essa rimane un fattore di incertezza

[54] ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, analisi sulla demografia cinese, aprile 2024. Le proiezioni di popolazione sono basate su dati delle Nazioni Unite, mentre la stima sulla crescita potenziale è elaborazione propria dell'istituzione su valutazioni del Fondo Monetario Internazionale.

VERSIONE PUBBLICA

dichiarato nella valutazione della dimensione demografica. Questo limite riguarda l'entità dell'effetto economico della contrazione, non la sua direzione né la sua reversibilità, e non incide quindi sulla funzione discriminante attribuita sopra alla dimensione demografica, che discende dall'incompatibilità fra le scale temporali demografiche e la durata di un ciclo economico[55].

Va infine osservato che i due meccanismi centrali del paper, il canale fra immobiliare e debito locale (H1, sezione 5.1) e la pressione esportativa (H2, sezione 5.3), offrono indirettamente ulteriori indicazioni sulla domanda interna. Il primo meccanismo agisce attraverso l'effetto ricchezza connesso alla contrazione del mercato immobiliare. L'effetto ricchezza descrive la tendenza delle famiglie a ridurre i propri consumi quando il valore degli immobili posseduti scende, anche se il loro reddito da lavoro resta invariato, perché si percepiscono più povere e più esposte al rischio. Questo canale è particolarmente rilevante per la Cina, dove l'immobiliare ha rappresentato per anni la principale forma di investimento delle famiglie. Il paper riconosce questo meccanismo come parte del proprio quadro teorico. Una fonte istituzionale verificata, discussa nella sezione 3.1, ne documenta il lato patrimoniale, riportando una caduta dei prezzi reali delle abitazioni del 23 per cento rispetto al picco del 2021 e collegandola al livello elevato del risparmio delle famiglie. Resta non quantificata l'entità dell'effetto sui consumi, cioè di quanto la spesa si riduca a fronte di una data perdita di valore immobiliare, che continua a essere un'inferenza plausibile e non un dato. Il secondo agisce attraverso il riconoscimento istituzionale diretto della debolezza della domanda interna come premessa del comportamento delle imprese esportatrici. Sul solo versante della domanda interna resta quindi priva di quantificazione dedicata la sola trasmissione ai consumi, mentre la contrazione patrimoniale che ne costituisce il presupposto è documentata.

5.3 Sovracapacità e pressione esportativa (H2)

Il meccanismo descritto dall'ipotesi H2 collega la debolezza della domanda interna, discussa nella sezione precedente, alla pressione competitiva che le imprese cinesi esercitano sui mercati esteri quando la capacità produttiva installata eccede la domanda assorbibile internamente. La documentazione IMF del ciclo di consultazione[56] 2025-2026 riconosce questo meccanismo in termini istituzionali diretti, non come lettura di mercato: la debolezza della domanda interna è stata compensata da una forte crescita dell'export, generando squilibri esterni, e l'istituzione riconosce esplicitamente l'esistenza di eccesso di offerta in “alcuni settori di beni scambiabili"[57].

Uno studio commissionato dal Parlamento Europeo, pubblicato nel marzo 2026, fornisce la base quantitativa più solida reperita in questa sessione per il fenomeno della sovracapacità industriale cinese[58]. Lo studio definisce operativamente la sovracapacità come un'espansione della capacità produttiva più rapida della domanda sostenibile per un periodo di oltre cinque-sette anni, assorbita attraverso l'accumulo di scorte piuttosto che attraverso la vendita. Applicando questo criterio, lo studio individua evidenza chiara di

[55] Contributo di R. Macheda.

[56] Il documento IMF si chiama ufficialmente "2025 Article IV Consultation" perché le consultazioni bilaterali fra il Fondo Monetario e le autorità cinesi, quelle che danno sostanza al rapporto, si sono svolte e concluse nel 2025.

[57] IMF, People’s Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

[58] S. Mayr, studio per il Parlamento Europeo, EXPO_STU(2026)783610, marzo 2026.

VERSIONE PUBBLICA

sovracapacità in dieci settori industriali su quattordici esaminati, fra cui fibre chimiche, elettronica, macchinari generali e speciali, metalli ferrosi, prodotti medicinali, minerali non metallici, gomma e materie plastiche. Due casi settoriali vengono quantificati in dettaglio. Nel settore delle batterie, la capacità produttiva globale nel 2024 ammontava a 3.364 GWh a fronte di una domanda di 996 GWh, con un tasso di utilizzo della capacità cinese pari a poco più del 30%. La produzione cinese di veicoli elettrici rappresentava, nello stesso anno, il 72% della produzione mondiale.

Nei termini operativi adottati in questo lavoro la sovracapacità non si esaurisce in un solo indicatore. Si configura quando coesistono capacità crescente, basso utilizzo degli impianti, scorte in aumento, margini compressi, dipendenza dal credito agevolato e crescita delle esportazioni. Questa definizione composita implica che un elevato livello di esportazioni, da solo, non provi lo scarico all'estero di capacità in eccesso[59].

Questi dati settoriali si riflettono in uno squilibrio commerciale bilaterale rilevante. Un'analisi indipendente (Bruegel, febbraio 2026) stima lo squilibrio commerciale fra Unione Europea e Cina in circa 400 miliardi di euro per il 2025, osservando al contempo che il renminbi è rimasto stabile o si è deprezzato rispetto all'euro nonostante tale squilibrio. Questo è un'indicazione che il canale del tasso di cambio non sta producendo una correzione spontanea del disallineamento commerciale[60].

L'interpretazione causale di questo quadro, se la sovracapacità rifletta principalmente sussidi industriali distorsivi o un vantaggio competitivo tecnologico legittimo, non è univoca nelle fonti consultate in questa sessione, e va riportata come disaccordo esplicito, non come fatto stabilito unilateralmente. Un documento del Ministero del Commercio cinese (MOFCOM), noto in questa sessione solo attraverso una fonte giornalistica che lo riporta (South China Morning Post, luglio 2026) e non consultato come testo primario, nega un nesso causale necessario fra sussidi industriali e sovracapacità, e rivendica una parità sostanziale con i livelli di sussidio praticati da Stati Uniti e Unione Europea, attribuendo l'espansione produttiva cinese principalmente a innovazione tecnologica[61]. Questa posizione non contesta i dati di produzione o di export riportati sopra, ma ne propone una lettura causale alternativa. I dati quantitativi disponibili in questa sessione, cioè i volumi di produzione e di export, non permettono da soli di distinguere fra le due letture, perché misurano l'entità del fenomeno, non le sue cause perché uno stesso livello di produzione può derivare da sussidi distorsivi, da un genuino vantaggio competitivo, o da una combinazione dei due, senza che i dati sulla quantità prodotta o esportata permettano di isolare quale meccanismo prevalga. Il presente paper non è quindi in grado di dirimere questa disputa causale con le fonti verificate in questa sessione, e riporta entrambe le posizioni come disaccordo esplicito non risolto. Un'indicazione indiretta ma coerente con la lettura H2 proviene infine dalla previsione di crescita cinese per il 2026 elaborata da Goldman Sachs (gennaio 2026), la più ottimistica fra le quattro previsioni istituzionali raccolte in questa sessione (4,8%,

[59] Contributo di R. Macheda.

[60] A. García-Herrero, senior fellow di Bruegel, “Europe needs a broader trade-defence toolkit against a mounting China shock".

[61] South China Morning Post, 28/07/2026, su documento MOFCOM.

VERSIONE PUBBLICA

contro il 4,5% dell'IMF, il 4,4% di AMRO e il 4,1% di Fitch, quest'ultima la più bassa del gruppo)[62] [63] [64] [65]. Questa stessa fonte attribuisce esplicitamente la crescita prevista alla componente export, non a una ripresa della domanda interna, una previsione relativamente favorevole sul piano quantitativo che, sul piano qualitativo, conferma piuttosto che contraddice il meccanismo H2. Va notato che, per quanto la più bassa del gruppo, anche la previsione Fitch resta una crescita positiva e superiore al 4%, non uno scenario di contrazione.

Coerentemente con il principio di proporzionalità causale adottato in questo lavoro, le formulazioni impiegate per descrivere il meccanismo H2 evitano un linguaggio di causalità forte, e si preferisce affermare che la debolezza della domanda interna è associata a, o è compatibile con, un aumento della pressione esportativa, non che la determina in senso deterministico, data l'impossibilità di escludere interpretazioni alternative con le fonti disponibili.

Nel complesso, la componente descrittiva del meccanismo H2, cioè esistenza di sovracapacità settoriale quantificata e di uno squilibrio commerciale rilevante con l'Unione Europea, è sostenuta con un grado di certezza alto, fondato su fonti di Livello 1 (Parlamento Europeo, IMF) convergenti sia a livello macro sia a livello settoriale. La componente interpretativa relativa al ruolo causale dei sussidi resta contestata e non risolvibile in questa sede.

5.4 Sintesi: verso la trasformazione strutturale (H-guida)

Le due sezioni precedenti descrivono meccanismi di trasmissione osservabili, il canale immobiliare-debito locale e la pressione esportativa, che il paper considera manifestazioni concrete, non prove indipendenti, dell'ipotesi centrale di trasformazione strutturale. Questa sezione ne offre una lettura integrata, applicando il criterio operativo definito nella sezione 3, cioè della persistenza di più indicatori indipendenti per un periodo pluriennale, nonostante interventi di policy attivi. Il requisito di indipendenza fra gli indicatori richiede però una verifica, svolta più avanti in questa stessa sezione, che ne circoscrive la portata.»

Due indicatori soddisfano questo criterio nelle fonti verificate in questa sessione, ovvero il deflatore del PIL, il “debito pubblico augmented”. Il deflatore del PIL cinese risulta negativo per quattro anni consecutivi, dal 2023 al 2026, con un primo valore positivo previsto solo nel 2027, secondo la documentazione IMF del ciclo di consultazione 2025-2026[66], con una persistenza deflazionistica che, per durata, eccede tipicamente la definizione di un ciclo economico breve. Va qui ribadita, nel punto in cui pesa di più sull'argomentazione, una cautela già dichiarata in sede metodologica (§4): il dato 2025 è una stima e il dato 2026 riflette un rapporto completato a gennaio 2026, quindi almeno l'ultimo anno, e in parte il penultimo, di questa "persistenza pluriennale" non sono ancora pienamente consuntivati. La solidità dell'inferenza si appoggia quindi in modo pieno solo sul biennio 2023-2024, mentre 2025-2026 la rafforzano senza poterla ancora dare per acquisita in via definitiva. Il debito pubblico «augmented» risulta in salita costante su un decennio, dal

[62] Goldman Sachs, 08/01/2026.

[63] IMF, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

[64] AMRO, «China's Economic Recovery: Transitioning to High-Quality Growth», 16/10/2025.

[65] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

[66] IMF, People’s Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

VERSIONE PUBBLICA

97,5% del PIL nel 2020 al 126,6% nel 2025, con una proiezione IMF al 153,7% per il 2030 come proiezione, non dato consuntivo, da trattare come tale[67].

Questa cifra trova riscontro in una seconda elaborazione della stessa istituzione, che stima il debito pubblico «effettivo» cinese a circa il 127% del PIL nello stesso periodo attraverso un metodo di calcolo diverso[68], una coerenza che rafforza la fiducia nell'ordine di grandezza senza costituire la convergenza fra ricostruzioni indipendenti definita nella sezione 4, una coerenza fra due elaborazioni della stessa istituzione che rafforza la fiducia nell'ordine di grandezza senza costituire la convergenza fra ricostruzioni indipendenti definita nella sezione 4, pur in presenza della contraddizione già segnalata sulla sola componente LGFV.

A questi si aggiungono i meccanismi H1 e H2 discussi sopra, entrambi osservabili a livello micro o settoriale, e un elemento di natura diversa, la contrazione della popolazione in età da lavoro trattata nella sezione 5.2. Quest'ultima non viene conteggiata fra gli indicatori di persistenza, perché non è un sintomo del mutamento del modello ma una condizione che agisce indipendentemente da esso, e il criterio adottato, costruito per distinguere il ciclico dallo strutturale, sarebbe da essa soddisfatto per definizione anziché per verifica. Il suo peso argomentativo sta altrove, cioè nel rendere la contrazione della domanda immobiliare uno spostamento di livello anziché una fase del ciclo destinata a rientrare.

I due indicatori appena elencati hanno una caratteristica comune. Sono entrambi dati aggregati a livello nazionale. Questi indicatori hanno una caratteristica comune, sono dati aggregati a livello nazionale, cioè numeri unici che riassumono l'andamento dell'intera economia cinese nel tempo (un deflatore nazionale, un rapporto debito/PIL nazionale). Una serie aggregata è una sequenza di valori nel tempo che riassume in un solo numero per periodo il comportamento di un intero sistema economico, per esempio un intero paese, senza distinguere il contributo delle singole imprese o dei singoli settori che lo compongono. Il PIL nazionale ne è un esempio tipico, un unico numero che sintetizza la produzione di milioni di imprese diverse, di settori diversi e di regioni diverse, senza permettere di vedere cosa succede a ciascuna di esse individualmente.

I due indicatori non sono peraltro indipendenti fra loro. Un deflatore negativo comprime la crescita del prodotto nominale, che è il denominatore del rapporto fra debito e PIL, e accresce al tempo stesso il valore reale del debito già contratto. La loro convergenza non è quindi soltanto il concorso di due segnali distinti, ma la manifestazione di un'interazione in cui il primo amplifica il secondo. Questo passaggio è un'inferenza costruita su premesse esplicitate, non un dato quantificato dalle fonti consultate, che non stimano l'entità dell'effetto.

I meccanismi H1 e H2 offrono invece un tipo di evidenza diverso e complementare. Non si tratta di numeri aggregati nazionali che si susseguono nel tempo, ma di osservazioni fatte a un livello più granulare. H1 si basa sul confronto fra singole imprese, quelle con legami verso le LGFV rispetto a quelle senza, un'osservazione a livello micro, cioè di singola impresa. H2 si basa sull'analisi di singoli settori industriali, come le batterie o i veicoli elettrici, un'osservazione a livello settoriale. Se il sostegno all'ipotesi di trasformazione strutturale venisse solo dalle serie aggregate nazionali, si potrebbe obiettare che si tratta di

[67] IMF, People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

[68] K. S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

VERSIONE PUBBLICA

un unico tipo di evidenza, tutta dello stesso genere, e quindi più vulnerabile a un singolo problema di misurazione o interpretazione che la riguardi. Il fatto che H1 e H2 offrano invece evidenza a un livello di osservazione completamente diverso, imprese e settori invece che l'intera economia, rende il quadro complessivo più solido, perché più fonti di tipo diverso convergono verso la stessa conclusione, non solo un'unica famiglia di dati aggregati.

La traiettoria del debito pubblico augmented appena richiamata e la contrazione demografica trattata nella sezione 5.2 si intersecano in un punto che nessuna delle fonti consultate quantifica ma che discende dalle premesse. Il rapporto fra debito e prodotto misura lo stock rispetto al flusso annuale di reddito, non rispetto alla platea che dovrà sostenerlo. Se il debito pubblico augmented cresce lungo il decennio mentre la popolazione in età da lavoro si contrae e l'indice di dipendenza degli anziani più che raddoppia, il medesimo rapporto grava su una base contributiva in riduzione. Si tratta di un'inferenza costruita su due serie verificate separatamente, non di un dato reperito, e viene qui riportata come tale.

Questo quadro non è, tuttavia, privo di contro-evidenza reale. Il già citato rapporto AMRO documenta un rimbalzo della crescita nel quarto trimestre 2024 e nel primo semestre 2025, trainato per oltre metà dai consumi privati[69]. Questo dato, secondo la valutazione del presente paper, è difficilmente compatibile con una lettura di rallentamento strutturale rigido e senza inversioni.

Va tuttavia osservato che la stessa fonte non presenta questo rimbalzo come confutazione della lettura strutturale, ma lo colloca esplicitamente in un quadro «misto», con fattori ciclici e strutturali coesistenti. Questa qualificazione depone contro entrambe le letture nella loro forma più pura, sia quella di un rientro puramente ciclico (H-ciclica) sia quella di una trasformazione strutturale pura, senza permettere di stabilire quale delle due venga indebolita in misura maggiore. Questa configurazione mista è, in ogni caso, coerente con l'impostazione adottata fin dalla sezione 3, dove le tre ipotesi macro sono definite come rivali nella loro forma pura, ma non necessariamente nella realtà osservata, che può combinarne elementi. Le evidenze disponibili sostengono quindi non una trasformazione strutturale rigida e priva di elementi ciclici, ma una trasformazione strutturale che convive con episodi di accelerazione ciclica, senza che questi ultimi ne neghino la sostanza di lungo periodo.

Sull'ipotesi di rottura sistemica (H-collasso), la ricerca condotta in questa sessione, inclusa una ricerca supplementare condotta in un secondo momento per riequilibrare la copertura complessiva rispetto al solo scenario di ripresa ciclica, non ha reperito alcuna fonte di Livello 1-3 che sostenga direttamente questa ipotesi. Questa seconda ricerca ha usato termini di ricerca orientati specificamente verso il rischio sistemico acuto (crisi del debito, contagio fra sviluppatori immobiliari e sistema bancario, un atterraggio brusco dell'economia) e ha prodotto tre riscontri pertinenti alla domanda posta, nessuno dei quali fornisce un sostegno solido a questa ipotesi.

Una fonte indipendente e qualificata (Capital Economics) giudica esplicitamente "basso" il rischio che il debito cinese inneschi una crisi nel sistema finanziario a dominanza statale[70]. Ma qui vi sono delle importanti

[69] AMRO, «China's Economic Recovery: Transitioning to High-Quality Growth», 16/10/2025.

[70] M. Williams, Capital Economics, 30/04/2026.

VERSIONE PUBBLICA

precisazioni da fare. Il debito cinese ha superato il 300% del PIL. Il dato è più che doppio rispetto alla media di 141% registrata dal debito non finanziario delle altre economie emergenti secondo i dati BIS citati da Williams, e resta superiore anche a quello di Stati Uniti, area euro e Regno Unito, le uniche economie avanzate che, secondo lo stesso confronto, hanno oggi un rapporto debito su PIL inferiore a quello di 15 anni fa, mentre quello cinese nello stesso periodo è quasi raddoppiato[71]. Fra le economie del campione di 43 paesi usato dalla BIS[72] per questo confronto sui livelli, un dato distinto dai 43 casi di boom creditizio dello studio IMF citato più avanti, il solo paese con un debito sostanzialmente superiore a quello cinese, escludendo i piccoli centri finanziari, è il Giappone[73].

Il giudizio di rischio basso espresso da Williams riguarda specificamente la probabilità di una crisi finanziaria acuta, non il livello o la velocità con cui il debito continua ad aumentare, che l'autore stesso definisce altrettanto preoccupante quanto il livello raggiunto. La valutazione sulla velocità si basa su uno studio del Fondo Monetario Internazionale del 2018, firmato da Sally Chen e Joong Shik Kang (IMF Working Paper WP/18/2)[74]. Lo studio ha identificato 43 casi storici in cui il rapporto credito su PIL era aumentato di oltre 30 punti percentuali in cinque anni. Di questi, solo cinque si sono conclusi senza una crisi finanziaria o un forte rallentamento della crescita nell'immediato, e gli stessi autori osservano che anche questi cinque casi offrono poche rassicurazioni una volta considerati i fattori specifici di ciascun paese. Tre di quei cinque casi, Nuova Zelanda 1992, Hong Kong 1983 e Finlandia 2003, riflettono circostanze non presenti nel caso cinese, rispettivamente un'espansione isolata partita da una base di debito molto bassa, il ruolo del territorio come centro finanziario globale, e una ripresa successiva a un deleveraging già avvenuto negli anni precedenti. Gli altri due casi, Indonesia 1990 e Svizzera 1985, non sono esempi di esito favorevole in senso pieno, perché in entrambi la crisi arrivò comunque, dopo la finestra di osservazione usata nello studio, a seguito di un'ulteriore espansione del credito. Lo stesso studio rileva inoltre che tutti i boom creditizi iniziati con un rapporto credito su PIL già sopra il 100%, come nel caso cinese, si sono conclusi male, senza eccezioni fra i casi censiti[75].

Nonostante questo quadro, Williams giudica basso il rischio di una crisi finanziaria acuta per motivi specifici. Il sistema finanziario cinese è già stato messo alla prova dal collasso e dai default di numerosi sviluppatori immobiliari, e non ha ceduto. Ogni volta che sono emerse preoccupazioni sistemiche, le autorità sono intervenute per rassicurare i mercati. Un sistema finanziario a dominanza statale, con controlli sui movimenti di capitale e un alto tasso di risparmio interno, non è esposto a un crollo di fiducia improvviso e autoalimentato paragonabile a quello del 2008 negli Stati Uniti, perché lo Stato controlla al tempo stesso creditori e debitori. Il ruolo crescente assunto dal governo stesso nell'accumulo di debito, secondo Williams, contribuisce ulteriormente a ridurre la percezione di rischio di credito da parte degli investitori.

[71] M. Williams, Capital Economics, 30/04/2026.

[72] La BIS è la Bank for International Settlements, in italiano Banca dei Regolamenti Internazionali, con sede a Basilea, in Svizzera.

[73] M. Williams, Capital Economics, 30/04/2026.

[74] S. Chen, S. J. Kang, (2018), «Credit Booms — Is China Different?», IMF Working Paper WP/18/2, gennaio 2018. https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2018/wp1802.pdf

[75] S. Chen, S. J. Kang, (2018), «Credit Booms — Is China Different?», IMF Working Paper WP/18/2, gennaio 2018. https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2018/wp1802.pdf

VERSIONE PUBBLICA

Vi è però un punto che l'articolo indica come problema più immediato della crescita del debito, distinto dal rischio di crisi acuta. Williams afferma esplicitamente che, anche se la crescita continua e rapida del rapporto credito su PIL non segnala una minaccia di crisi finanziaria, resta comunque un segnale che qualcosa nell'economia non funziona correttamente. Il problema indicato riguarda l'allocazione del capitale. Circa un terzo delle imprese industriali cinesi opera in perdita, sostenuto dalla disponibilità di creditori a continuare a offrire e rinnovare prestiti. Un'analisi dell'OCSE citata nello stesso articolo, basata su un campione di 306 grandi imprese manifatturiere in 13 settori industriali fra il 2005 e il 2019, conferma che il sostegno tramite finanziamento a condizioni inferiori a quelle di mercato è risultato concentrato soprattutto su imprese industriali cinesi rispetto agli altri paesi analizzati, veicolato in gran parte da banche statali verso imprese pubbliche o comunque favorite dalle autorità. La stessa analisi cita inoltre un dato dell'Economic Survey of China 2019 dell'OCSE, secondo cui circa un terzo di tutti i prestiti bancari in Cina ha un tasso di interesse pari o inferiore al tasso di riferimento nazionale[76]. Questo punto costituisce un riscontro indipendente a sostegno dei meccanismi H1 e H2 già discussi in questo paper, non solo un argomento contro l'ipotesi H-collasso.

La premessa sulla rapidità dell'aumento cinese può essere controllata in modo indipendente sui dati del Global Debt Monitor dell'Institute of International Finance[77]. Confrontando il rapporto fra debito non finanziario, cioè famiglie, imprese non finanziarie e settore pubblico, e PIL nel quarto trimestre 2025 rispetto allo stesso trimestre del 2024, per un campione di sedici fra le maggiori economie mondiali, emergono due classifiche distinte, una per livello e una per variazione.

Per livello, in ordine decrescente. Hong Kong 379,8%, Giappone 372,1%, Singapore 346,5%, Francia 325,8%, Canada 315,3%, Cina 298,0%, Stati Uniti 264,1%, Corea del Sud 248,8%, Italia 236,1%, Malaysia 224,0%, Thailandia 223,4%, Regno Unito 213,9%, Germania 200,2%, India 162,7%, Indonesia 79,1%, Bangladesh 76,9%. Su questa base la Cina occupa la sesta posizione, un livello elevato ma non anomalo rispetto a diverse economie avanzate del campione.

Per variazione su base annua, in ordine decrescente. Cina, aumento di 11,5 punti percentuali di PIL. Singapore, più 6,4. Corea del Sud, più 5,0. Francia, più 3,9. Canada e Italia, più 3,1 ciascuna. Malaysia, più 2,6. Stati Uniti, più 1,7. Germania, meno 0,9. Indonesia, meno 0,5. Bangladesh, meno 1,7. Regno Unito e Thailandia, meno 4,7 ciascuna. India, meno 11,7. Giappone, meno 11,9. Hong Kong, meno 29,0. Su questa base la Cina è al primo posto del campione, con un incremento in un solo anno più che doppio rispetto al secondo paese in classifica.

Livello e variazione misurano quindi due cose diverse e producono classifiche diverse. Sul livello, la posizione cinese non si distingue nettamente da quella di diverse economie avanzate. Sulla variazione, la Cina si distingue nettamente dal resto del campione, un risultato coerente con la premessa dello studio IMF citato da Williams.

[76] Y. Matsumoto, T. Nemoto, J. Sauvage, J. C. Steidl, (2021), «Measuring Distortions in International Markets: Below-Market Finance», OECD Trade Policy Papers, n. 247, 5 maggio 2021.

[77] Tiftik, E., Mahmood, K. e Aycock, R., Institute of International Finance, «Global Debt Monitor, Global Debt Surges as Governments Invest in National Security and Resilience», 25/02/2026.

VERSIONE PUBBLICA

Resta un punto che l'argomentazione di Williams non risolve del tutto. I motivi da lui indicati spiegano perché la Cina possa evitare l'esito più estremo del campione IMF citato, una crisi finanziaria acuta di tipo sistemico. Non spiegano allo stesso modo perché la Cina debba evitare anche l'altro esito compreso nello stesso dato, un forte rallentamento senza crisi acuta, esito più vicino alle ipotesi H-guida e H-ciclica già discusse in questo paper, e che lo stesso studio IMF associa senza eccezioni ai boom iniziati da un livello di debito già sopra il 100% del PIL. Il punto sulla cattiva allocazione del capitale va nella stessa direzione, un terzo delle imprese industriali in perdita sostenute da credito a condizioni inferiori a quelle di mercato è un meccanismo più compatibile con un rallentamento strutturale prolungato che con un collasso improvviso. Le evidenze raccolte sostengono quindi, in modo proporzionato, l'esclusione di H-collasso nella sua forma più acuta, e forniscono al tempo stesso un riscontro indipendente a favore di H1 e H2, ma non forniscono un argomento altrettanto solido contro uno scenario di rallentamento strutturale legato all'accumulo di debito, scenario che resta compatibile con l'insieme delle evidenze discusse fin qui.

La voce più esplicitamente critica reperita (Michael Pettis, Carnegie Endowment for International Peace) descrive il debito cinese come una minaccia seria al modello di crescita e la transizione necessaria come "dolorosa", ma la inquadra esplicitamente come un aggiustamento pluridecennale in stile giapponese, non come una rottura acuta e discontinua[78], che nei fatti è un giudizio severo che converge comunque più con la lettura di trasformazione strutturale (anche dolorosa) che con H-collasso in senso stretto. Un economista cinese con incarichi istituzionali (Liu Xiaoshu, capo economista della Bank of Qingdao) mette in guardia, in termini più generici, contro il rischio di un'eventuale crisi finanziaria legata alla dipendenza da stimolo a debito[79], la fonte più vicina a un sostegno diretto di H-collasso reperita in questa sessione, ma non verificata a dichiarazione primaria diretta, e non accompagnata da una previsione specifica per la Cina.

Una quarta fonte, una valutazione di Fitch Ratings sui rischi di credito per costruttori, banche e governo cinesi, letta per intero, contiene, come esposto in §5.1, evidenza concreta di stress reale. Fitch segnala un declassamento del rating sovrano cinese, tre sviluppatori immobiliari in default nominativo e un calo record degli investimenti fissi. La stessa Fitch, tuttavia, nello stesso documento, giudica solo «lieve, se del caso» il deterioramento atteso per la qualità degli attivi bancari, e assegna alle LGFV un rating «neutral» nell'aspettativa di un intervento statale in caso di stress crescente[80]. Anche la fonte che sulla carta sembrava la più promettente a sostegno di H-collasso, una volta letta per intero, esprime quindi un giudizio compatibile con un aggiustamento gestito, non con una rottura sistemica.

Le evidenze raccolte nella sezione 5.1 restano quindi, nel complesso, in direzione contraria a H-collasso. Il debito cinese ha una titolarità prevalentemente domestica, con un'esposizione estera inferiore al 2% del mercato obbligazionario. Gli enti locali detengono inoltre un patrimonio netto stimato da S&P Global, secondo una citazione di seconda mano riportata da Reuters Breakingviews e non verificata direttamente in questa sessione perché la pagina web non è stata trovata, in circa 147.000 miliardi di yuan, pari a circa tre volte il debito diretto. È infine in corso una risposta di policy già avviata, con un programma di

[78] M Pettis, Carnegie Endowment for International Peace, Top1000funds.com, 06/08/2026.

[79] Liu Xiaoshu, Bank of Qingdao, dichiarazioni riportate da Newsweek, 05/12/2025.

[80] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

VERSIONE PUBBLICA

rifinanziamento del debito nascosto degli enti locali pari a circa 10.000 miliardi di yuan nel 2024 e una scadenza fissata per l'eliminazione delle LGFV entro la metà del 2027.

Resta un limite metodologico dichiarato. Nessuna fonte consultata, nemmeno dopo la ricerca simmetrica e la lettura integrale della fonte Fitch, fornisce un modello di stress test quantitativo che stimi esplicitamente una probabilità di rottura sistemica. L'assenza di sostegno a H-collasso riflette quindi, in parte, un limite della letteratura effettivamente reperibile con gli strumenti di questa sessione, più che una sua piena confutazione. Nel complesso, l'ipotesi di trasformazione strutturale risulta sostenuta in modo più solido delle due ipotesi rivali, senza tuttavia costituire una dimostrazione in senso stretto. Il sostegno non viene dalla somma di indicatori indipendenti, poiché i due indicatori di persistenza non lo sono fra loro, ma dalla convergenza fra quella persistenza, il vincolo demografico che proviene da una base statistica distinta e i due meccanismi di trasmissione osservabili a livello micro e settoriale.

Resta un'ipotesi argomentata con un grado di certezza da moderato ad alto, non un fatto acquisito. Il quadro complessivo più coerente con l'insieme delle evidenze raccolte in questa sessione è quello di una trasformazione strutturale in corso. Questo quadro non esclude fasi di accelerazione ciclica della crescita del PIL al proprio interno. Anzi le include, secondo la stessa fonte che offre, con questo dato, la principale contro-evidenza alla lettura di trasformazione strutturale rigida, il già citato rapporto AMRO, secondo cui i consumi privati hanno contribuito per oltre metà della crescita del PIL nel quarto trimestre 2024 e nel primo semestre 2025. Si tratta però di un dato sulla composizione della crescita in quel periodo, non sulla sua entità assoluta. Un contributo maggioritario dei consumi alla crescita è compatibile anche con un aumento contenuto dei consumi stessi, se la crescita complessiva resta modesta, e la stessa fonte non permette di stabilire se il rimbalzo rappresenti un'inversione duratura della debolezza della domanda interna o un episodio isolato.

6. Implicazioni per l'Europa e l'industria italiana

6.1 Europa

PREMESSA

Lo squilibrio commerciale tra Unione Europea e Cina, stimato in circa 400 miliardi di euro per il 2025, e la sovracapacità industriale documentata nella sezione 5.3 costituiscono il punto di partenza per valutare le implicazioni europee del meccanismo H2[81]. Il fatto che il canale valutario non stia correggendo lo squilibrio, in quanto il renminbi è rimasto stabile o si è deprezzato contro l'euro nello stesso periodo, sposta l'attenzione verso strumenti di politica commerciale diretta piuttosto che verso un aggiustamento di mercato spontaneo.

La crescente penetrazione delle esportazioni cinesi nel mercato europeo costituisce uno dei principali fattori di trasformazione dell'equilibrio industriale del vecchio continente, ma in generale mondiale. Tale aspetto

[81] A. García-Herrero, Bruegel, 09/02/2026.

VERSIONE PUBBLICA

pone l'Unione Europea di fronte a una tensione strutturale fra i vantaggi derivanti dall'accesso a beni a basso costo e la necessità di preservare una base manifatturiera autonoma e competitiva.

Il fenomeno non appare riconducibile esclusivamente a un ordinario vantaggio comparato fondato su costi inferiori, economie di scala o maggiore efficienza produttiva in quanto in numerosi comparti strategici, la competitività delle imprese cinesi è sostenuta da un articolato sistema di politiche industriali, incentivi fiscali, finanziamenti agevolati, accesso preferenziale al credito e altri strumenti di sostegno pubblico, che contribuiscono a mantenere elevata la capacità produttiva e a comprimere i prezzi. L'Unione Europea stessa ha riconosciuto questo meccanismo in sede multilaterale, affermando che gli squilibri sistemici sono aggravati dall'impatto negativo delle politiche industriali distorsive cinesi, in particolare il sostegno diffuso al settore manifatturiero, che genera ulteriore sovracapacità in Cina con esternalità negative per un ampio numero di membri dell'Organizzazione Mondiale del Commercio[82]. Uno studio del Parlamento europeo del 2026, già citato in questo paper, individua nelle sovracapacità cinesi una fonte di distorsione della concorrenza e una minaccia per diversi comparti manifatturieri europei[83].

ARGOMENTAZIONE

Il meccanismo attraverso il quale tale modello si traduce in pressione sull'industria europea può essere interpretato come un circuito che collega sovracapacità, sostegno pubblico, compressione dei prezzi ed espansione delle esportazioni. L'elevata capacità produttiva cinese, quando eccede la domanda interna, trova nei mercati esteri uno sbocco necessario per mantenere elevati i livelli di utilizzo degli impianti, sostenere l'occupazione e preservare le economie di scala. Il sostegno pubblico riduce, direttamente o indirettamente, alcuni dei costi sostenuti dalle imprese, consentendo loro di praticare prezzi difficilmente replicabili da concorrenti europei sottoposti a costi energetici, ambientali, salariali e regolamentari generalmente più elevati.

Il caso delle apparecchiature mobili di accesso, le piattaforme aeree di lavoro usate nell'edilizia e nella manutenzione industriale, illustra questo meccanismo con un livello di dettaglio che permette di misurarne l'effetto concreto sull'industria europea. La Commissione ha accertato che i produttori cinesi hanno beneficiato di diritti d'uso dei terreni concessi sotto il valore di mercato, di finanziamenti preferenziali e di riduzioni fiscali, e per tale motivo, il 28 aprile 2025 ha imposto dazi compensativi definitivi dal 7,3% al 14,2%, che si aggiungono a dazi antidumping già in vigore da gennaio dello stesso anno, per un onere complessivo compreso fra il 20,6% e il 66,7%[84]. La stessa decisione registra che l'industria europea del settore, che impiega oltre 3.000 persone in diversi Stati membri in un mercato che vale oltre un miliardo di euro l'anno, ha subito una perdita significativa di quota di mercato nonostante una domanda in forte crescita, la prova più diretta che la pressione non deriva da una debolezza della domanda europea, ma dal prezzo delle importazioni sovvenzionate.

[82] Unione Europea, dichiarazione alla nona revisione della politica commerciale della Repubblica Popolare Cinese, Organizzazione Mondiale del Commercio, 17 luglio 2024.

[83] S. Mayr, et al., studio per il Parlamento Europeo, EXPO_STU(2026)783610, marzo 2026.

[84] Commissione europea, decisione sui dazi compensativi definitivi sulle apparecchiature mobili di accesso originarie della Cina, 28 aprile 2025.

VERSIONE PUBBLICA

Il problema assume una dimensione ancora più ampia quando la concorrenza di prezzo determina una progressiva erosione della redditività europea. La riduzione dei margini può limitare gli investimenti in ricerca e sviluppo, automazione, capitale umano e capacità produttiva, alimentando un potenziale processo di deindustrializzazione selettiva. L'impatto non consiste soltanto nella sostituzione di una determinata produzione europea con importazioni cinesi, ma nella possibile perdita delle condizioni economiche necessarie affinché l'industria europea continui a innovare e investire.

Il caso del fotovoltaico già discusso mostra come questo pattern non sia nuovo, ma ricorrente su un orizzonte di oltre un decennio. Fra il 2012 e il 2013 l'Unione Europea aveva già imposto dazi antidumping e antisovvenzioni sui pannelli solari cinesi, risolti con un accordo sul prezzo minimo d'importazione poi terminato nel 2018[85]. Oggi, secondo dati Eurostat citati da fonte secondaria non controllata direttamente in questa sessione, il 98% del valore dei pannelli solari importati nell'Unione nel 2023 proveniva dalla Cina, per un controvalore di 19,7 miliardi di euro, un livello di dipendenza che rende la vicenda del 2012-2013 un precedente rilevante più che un episodio isolato[86].

La pressione descritta non riguarda un singolo comparto isolato, e i tempi con cui si manifesta meritano attenzione. Nel 2024 la Commissione ha avviato 33 nuove indagini di difesa commerciale, il numero più alto dal 2006[87]. In una finestra di appena diciotto mesi, l'Unione ha aperto o concluso procedimenti rilevanti su tre comparti distinti, i veicoli elettrici a ottobre 2024, le apparecchiature mobili di accesso ad aprile 2025, e l'acciaio elettrico a grani orientati, oggetto di un'indagine di salvaguardia avviata il 27 marzo 2026, motivata esplicitamente dalla pressione delle importazioni da paesi terzi, in particolare dalla Cina, a sua volta alimentata da sovracapacità globali crescenti[88]. Questa concentrazione temporale è essa stessa un dato rilevante, più coerente con una pressione strutturale su più fronti che con episodi isolati e indipendenti fra loro.

Va riportata, per obbligo di contro-argomentazione, la posizione cinese di segno opposto, già verificata in altra parte di questo paper. Il governo cinese, tramite il Ministero del Commercio, contesta il nesso causale fra sussidi industriali e sovracapacità, rivendica una condizione di parità con i sussidi concessi da Stati Uniti e Unione Europea nei rispettivi settori strategici, e attribuisce l'espansione produttiva cinese a un vantaggio di innovazione tecnologica, senza tuttavia contestare i dati di produzione o di export riportati dalle indagini europee, solo la loro spiegazione causale[89]. Questo disaccordo riguarda quindi l'interpretazione del meccanismo, non i dati quantitativi di base, che restano condivisi fra le due parti.

La questione non può quindi essere ridotta a un singolo conflitto commerciale settoriale. Riguarda la distribuzione internazionale della capacità industriale, il controllo delle catene globali del valore e la

[85] CNBC, «EU and China agree minimum import price near spot price», 29/07/2013, e pv magazine International, «EU officially ends MIP for Chinese solar imports», 31/08/2018.

[86] Eurostat, «EU imports in green energy products higher than exports», 14/10/2024, e Eurostat Statistics Explained, «International trade in products related to green energy», aggiornamento settembre 2025.

[87] Commissione europea, rapporto sulle indagini di difesa commerciale avviate nel 2024, 28 luglio 2025.

[88] Commissione europea, avvio dell'indagine di salvaguardia sull'acciaio elettrico a grani orientati, 27 marzo 2026.

[89] Posizione del Ministero del Commercio cinese (MOFCOM), riportata da South China Morning Post, 28 luglio 2026.

VERSIONE PUBBLICA

possibilità per l'Europa di conservare competenze produttive nei settori tecnologicamente e strategicamente rilevanti.

CONCLUSIONE

Ne consegue che la massiccia esportazione cinese verso l'Europa va interpretata come il risultato dell'interazione fra vantaggi competitivi reali e politiche industriali statali, all'interno di un modello in cui la sovracapacità produttiva viene trasferita sui mercati esteri attraverso prezzi estremamente competitivi. Il rischio per l'Europa non consiste necessariamente nella perdita generalizzata della propria industria, poiché gli effetti sono differenziati fra settori e alcune imprese europee mantengono vantaggi tecnologici significativi, ma nella progressiva marginalizzazione dei comparti a elevata intensità di capitale e forte concorrenza di prezzo, come mostrano sia il caso delle apparecchiature mobili di accesso sia quello, di scala molto maggiore, dei veicoli elettrici discusso sopra.

Se tale dinamica dovesse protrarsi, l'effetto cumulativo potrebbe essere una dipendenza crescente dell'Europa dalle capacità produttive cinesi, accompagnata dalla perdita di know-how, occupazione qualificata, investimenti e autonomia nelle catene del valore strategiche. Lo studio del Parlamento europeo già citato osserva che le pressioni derivanti dalle sovracapacità cinesi potrebbero persistere o intensificarsi qualora l'efficacia delle politiche cinesi volte a ridurle restasse limitata.

La risposta europea non dovrebbe configurarsi come un protezionismo generalizzato, ma come una politica industriale capace di ristabilire condizioni di concorrenza effettivamente simmetriche, combinando strumenti antisovvenzione e antidumping con investimenti sul lato dell'offerta interna. La questione centrale non è impedire l'accesso dei prodotti cinesi al mercato europeo, ma evitare che una competizione formalmente aperta si trasformi, nel lungo periodo, in un'asimmetria strutturale di capacità produttiva tale da compromettere la resilienza economica e l'autonomia strategica dell'Unione Europea.

6.2 Rapporto Cina/Italia

PREMESSA

Nel 2025 le importazioni italiane dalla Cina hanno raggiunto il valore più elevato mai registrato, con una crescita del 17,2% rispetto all'anno precedente. La componente manifatturiera di questo aggregato è cresciuta ancora di più, del 20,1%[90]. La quota cinese sul totale delle importazioni italiane è salita al 10,3%, la più alta tra le quattro maggiori economie dell'Unione Europea, a fronte del 7,5% della Germania e del 6,6% della Francia[91]. Sulla sola componente manifatturiera, la quota cinese si attesta invece al 10,2%, in aumento di 1,5 punti percentuali sul 2024[92]. L'incremento ha interessato la gran parte dei comparti produttivi, con valori particolarmente rilevanti per gli autoveicoli, cresciuti del 42,1%, e per gli altri mezzi di trasporto, cresciuti del 41,3%, oltre a un aumento eccezionale nel settore farmaceutico, i cui acquisti dalla Cina sono passati in un anno da 680 milioni a oltre 7,7 miliardi di euro[93].

[90] Istat, Rapporto sulla Competitività dei Settori Produttivi, edizione 2026.
[91] Istat, Rapporto sulla Competitività dei Settori Produttivi, edizione 2026.
[92] Istat, Rapporto sulla Competitività dei Settori Produttivi, edizione 2026.
[93] Istat, Rapporto sulla Competitività dei Settori Produttivi, edizione 2026.

VERSIONE PUBBLICA

ARGOMENTAZIONE

Questa dinamica non è circoscritta al 2025. La rilevanza degli input intermedi cinesi per la manifattura italiana è aumentata di circa il 60% dal 2017, un dato che indica un consolidamento strutturale della dipendenza produttiva italiana dagli approvvigionamenti cinesi, non solo un picco congiunturale legato ai dazi statunitensi introdotti nel 2025. Quest'ultimo passaggio merita una precisazione. Nella prima parte del 2025 le importazioni dalla Cina sono aumentate in modo marcato non solo in Italia ma anche in Germania, Francia e Spagna, in un periodo che coincide con l'applicazione da parte degli Stati Uniti di aliquote molto elevate sui prodotti cinesi. Istat formula al riguardo un'ipotesi esplicita, non una stima statistica verificata. Gli esportatori cinesi potrebbero aver compensato in parte le difficoltà incontrate sul mercato statunitense indirizzando una quota maggiore delle proprie vendite verso i principali mercati europei. Si tratta di un'interpretazione basata sulla coincidenza temporale tra i due fenomeni, non di un nesso causale accertato. Il Rapporto non fornisce una stima quantitativa della relazione tra il calo delle vendite cinesi negli Stati Uniti e l'aumento di quelle in Europa, né applica a questa relazione uno dei modelli causali che utilizza altrove nello stesso capitolo per una domanda diversa, l'effetto dei dazi statunitensi sulle esportazioni italiane. L'ipotesi di una diversione commerciale verso l'Europa resta quindi, allo stato dei dati qui considerati, coerente con l'evidenza disponibile ma non dimostrata.

Sul piano dei saldi commerciali, l'Italia registrava nel 2024 un deficit di 24 miliardi di euro nei beni nei confronti della Cina, inferiore a quello di Francia, pari a 39 miliardi, e Germania, pari a 47 miliardi, nello stesso anno[94]. Un dato aggiornato al 2025 non è disponibile nella fonte qui utilizzata, che riporta il saldo commerciale bilaterale solo su base annuale 2024.

Questa dinamica assume rilevanza particolare alla luce della diversa struttura dei due modelli industriali. L'Italia dispone di un sistema manifatturiero fortemente articolato, con una presenza significativa di piccole e medie imprese e specializzazioni nella meccanica, nell'automazione, nel tessile, nell'arredamento, nella componentistica e nei beni strumentali. La Cina opera invece attraverso un sistema produttivo di scala molto maggiore, sostenuto da una politica industriale in cui credito agevolato, incentivi fiscali, sostegno alle infrastrutture e agevolazioni fondiarie contribuiscono alla riduzione dei costi e al mantenimento di elevate capacità produttive, un quadro coerente con quanto denunciato dall'Unione Europea in sede multilaterale, mentre la fonte OCSE già citata in questo paper documenta specificamente il canale del credito agevolato[95], lo stesso meccanismo contestato in sede europea nei casi dei veicoli elettrici e delle apparecchiature mobili di accesso. L'Unione Europea ha riconosciuto in sede multilaterale che il modello economico cinese produce distorsioni sistemiche ed esternalità negative sui partner commerciali, sottolineando la necessità di condizioni di concorrenza equilibrate[96].

[94] Istat, Rapporto sulla Competitività dei Settori Produttivi, edizione 2026.

[95] Y. Matsumoto, T. Nemoto, J. Sauvage, J. C. Steidl, (2021), «Measuring Distortions in International Markets: Below-Market Finance», OECD Trade Policy Papers, n. 247, 5 maggio 2021.

[96] Unione Europea, dichiarazione alla nona revisione della politica commerciale della Repubblica Popolare Cinese, Organizzazione Mondiale del Commercio, 17 luglio 2024.
https://www.eeas.europa.eu/delegations/world-trade-organization-wto/eu-statement-9th-trade-policy-review-peoples-republic-china-17-july-2024_en?s=69

VERSIONE PUBBLICA

Nel rapporto con l'Italia questa asimmetria è visibile anche sul piano dei saldi commerciali. Nel 2024 il disavanzo italiano verso la Cina è stimato a 34,1 miliardi di euro dal Centro Studi di Unimpresa, su base dati Bce, Istat ed Eurostat[97]. Questa cifra non coincide con il dato di 24 miliardi riportato dallo stesso Istat su base di bilancia dei pagamenti, una differenza probabilmente riconducibile a basi statistiche diverse più che a un errore, poiché il Rapporto Istat segnala esso stesso la non piena comparabilità tra le fonti utilizzate.

Il problema non è tuttavia il disavanzo commerciale in sé, che può anche riflettere una legittima differenza di specializzazione produttiva. La criticità emerge quando la concorrenza di prezzo derivante da sovracapacità e sostegno pubblico si combina con una crescente penetrazione delle importazioni nei settori in cui operano imprese italiane direttamente concorrenti. In questa situazione le imprese italiane sono sottoposte a una pressione sui margini che può ridurre la capacità di investimento, comprimere l'occupazione industriale e accelerare l'uscita dal mercato delle imprese meno capitalizzate, un rischio particolarmente rilevante per le piccole e medie imprese, che dispongono generalmente di minori economie di scala e minore capacità finanziaria per assorbire periodi prolungati di compressione dei margini.

Ne deriva un possibile effetto di sostituzione industriale. Nell'immediato le importazioni cinesi possono ridurre i costi per imprese e consumatori italiani. Nel medio periodo, se la produzione nazionale viene progressivamente espulsa dai segmenti a maggiore pressione competitiva, l'Italia potrebbe perdere capacità produttiva, competenze e controllo su alcune fasi delle proprie catene del valore. La crescente presenza di beni intermedi cinesi introduce inoltre un secondo livello di vulnerabilità, distinto da quello commerciale. L'industria italiana può diventare al tempo stesso concorrente e cliente della Cina, acquistando componenti e beni intermedi a basso costo mentre diventa più esposta a eventuali interruzioni delle forniture, variazioni dei prezzi o decisioni di politica commerciale di Pechino, anche se questa seconda dinamica, per la parte relativa alla crescita degli input intermedi, resta al momento un'ipotesi plausibile più che un dato quantificato in questa sessione.

CONCLUSIONE

L'asimmetria Cina-Italia va quindi interpretata non semplicemente come uno squilibrio della bilancia commerciale, ma come un'asimmetria di capacità industriale. La questione strategica per l'Italia non consiste nell'eliminare le importazioni cinesi, che possono generare benefici attraverso prezzi più bassi e input competitivi, ma nell'evitare che questi vantaggi di breve periodo producano un deterioramento non reversibile della capacità produttiva nazionale. L'Italia presenta un'esposizione alla Cina superiore, in termini di quota delle importazioni, rispetto ad altre grandi economie europee, mentre la crescita delle importazioni cinesi riguarda sia beni finali sia beni intermedi rilevanti per la manifattura.

In questa prospettiva le sovvenzioni e le politiche industriali cinesi assumono una rilevanza che eccede l'ambito puramente commerciale. Se un'impresa italiana compete con un'impresa cinese sostenuta da economie di scala, accesso agevolato al capitale e sostegno pubblico, la competizione non avviene su condizioni pienamente simmetriche. Il rischio, se la dinamica dovesse protrarsi, è un progressivo spostamento della produzione verso importazioni a basso prezzo seguito dalla perdita di fornitori,

[97] Unimpresa, Centro Studi, comunicato dell'8 dicembre 2025. https://www.unimpresa.it/disavanzio-italia-cina/70464

VERSIONE PUBBLICA

competenze, investimenti e capacità tecnologiche, una perdita più difficile da ricostruire rispetto alla sola quota di mercato inizialmente ceduta.

Per l'Italia la risposta dovrebbe combinare apertura commerciale e difesa della capacità industriale, attraverso gli strumenti europei antisovvenzione e antidumping, politica energetica competitiva, incentivi all'innovazione, sostegno alla capitalizzazione delle piccole e medie imprese e diversificazione delle catene di approvvigionamento. L'obiettivo non dovrebbe essere una contrapposizione commerciale con la Cina, ma il mantenimento di una reciprocità effettiva, affinché l'integrazione economica non si trasformi progressivamente in una dipendenza industriale unilaterale.

7. Scenari

Coerentemente con il quadro di evidenza sintetizzato precedentemente, nessuna delle tre ipotesi macro rivali risulta falsificata con certezza sulla base delle fonti verificate in questa sessione e da qui, il paper non formula una previsione unica sull'evoluzione del modello economico cinese, ma tre scenari esplicitamente differenziati per grado di sostegno, con le rispettive assunzioni dichiarate.

Lo scenario centrale, sostenuto dalle evidenze raccolte, prevede la prosecuzione della trasformazione strutturale attraverso un aggiustamento lento con la continuazione della ristrutturazione del debito LGFV secondo le scadenze future già fissate, un'ulteriore compressione della spesa infrastrutturale finanziata da debito locale e il mantenimento della pressione esportativa come compensazione parziale della domanda interna debole, senza un evento di rottura acuto.

Questo scenario si appoggia sul giudizio esplicito, riportato nella sezione 5.1, di un osservatore indipendente secondo cui il percorso più probabile combina default selettivi, swap del debito, sostegno fiscale e tolleranza regolatoria[98], un giudizio singolo, non un consenso istituzionale, ma coerente con l'insieme delle evidenze quantitative raccolte in questa sessione.

Uno scenario alternativo, esplicitamente meno sostenuto dalle fonti disponibili ma non escluso, prevede una normalizzazione ciclica più marcata, ovvero, il rimbalzo dei consumi privati documentato dal rapporto AMRO per il primo semestre 2025, si consoliderebbe in una ripresa più ampia e duratura della domanda interna, ridimensionando la lettura di trasformazione strutturale a favore di una lettura più vicina a H-ciclica[99].

Le fonti disponibili in questa sessione non permettono di stabilire con certezza se le condizioni che hanno prodotto quel rimbalzo (in particolare lo stimolo fiscale, secondo la stessa fonte AMRO) siano ripetibili o sostenibili oltre il periodo osservato, e pertanto, questo scenario resta quindi una possibilità, non una previsione con grado di certezza comparabile allo scenario centrale.

Un terzo scenario, il meno sostenuto dalle fonti disponibili, ipotizza un aggravamento brusco, una rottura improvvisa rispetto al lento e graduale aggiustamento previsto dallo scenario centrale. Ne sono un esempio

[98] K. S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

[99] AMRO, «China's Economic Recovery: Transitioning to High-Quality Growth», 16/10/2025.

VERSIONE PUBBLICA

un'accelerazione incontrollata dei default locali, oppure una crisi di fiducia che superi la capacità di intervento già pianificata dalle autorità centrali.

In questa sessione sono state condotte due ricerche su questo punto. La prima nella fase di analisi delle evidenze, la seconda supplementare e mirata esplicitamente a cercare conferme di un rischio sistemico acuto, avviata dopo che una revisione avversaria interna aveva segnalato il rischio che le ricerche precedenti fossero orientate solo verso lo scenario opposto. Nessuna delle due ha individuato una fonte di Livello 1-3 che sostenga direttamente questo terzo scenario.

Anche la voce più esplicitamente critica reperita in questa seconda ricerca (Michael Pettis, Carnegie Endowment) descrive un aggiustamento pluridecennale doloroso in stile giapponese, non una rottura improvvisa o acuta[100]. Si colloca quindi più vicino allo scenario centrale che al terzo scenario. Le evidenze raccolte fin qui, la titolarità in gran parte domestica del debito, l'ampiezza delle attività nette degli enti locali, la risposta di policy già pianificata, vanno tutte nella direzione opposta al terzo scenario, ovvero, quello di una rottura sistemica brusca.

Si rammenta brevemente che il paper distingue tre scenari, senza assegnare loro probabilità numeriche: uno scenario centrale di trasformazione strutturale con aggiustamento lento, uno scenario alternativo di normalizzazione ciclica più marcata, e un terzo scenario di rottura brusca.

Una valutazione di Fitch Ratings documenta lo stress più concreto reperito in questa sessione, un declassamento del rating sovrano cinese e tre sviluppatori immobiliari in default nominativo. La stessa fonte esprime però un giudizio di deterioramento bancario definito "lieve, se del caso", e un'aspettativa di intervento statale per le LGFV, non una previsione di rottura sistemica[101]. Quest'ultimo scenario non è dichiarato impossibile, data l'assenza di un modello di stress test quantitativo nella letteratura consultata che impedisce una simile affermazione, ma è quello con il minore sostegno empirico fra i tre, confermato da una ricerca condotta in entrambe le direzioni e dalla lettura integrale della fonte che sembrava potenzialmente più favorevole.

8. Discussione

I risultati esposti nelle sezioni precedenti convergono su una lettura di trasformazione strutturale del modello di crescita cinese, sostenuta da indicatori persistenti su più dimensioni e da due meccanismi di trasmissione osservabili a livello micro e settoriale, con la precisazione, formulata nella sezione 5.4, che i due indicatori di persistenza non sono indipendenti fra loro. Questa lettura non è tuttavia priva di margini di incertezza che vanno discussi esplicitamente, non minimizzati in nome della coerenza della tesi centrale.

I limiti discussi di seguito riguardano la precisione delle grandezze, la validazione del criterio e la completezza della ricerca. Nessuno di essi tocca l'esistenza dei due meccanismi di trasmissione documentati nelle sezioni

[100] M. Pettis, Carnegie Endowment for International Peace, Top1000funds.com, 06/08/2026.

[101] A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026.

VERSIONE PUBBLICA

5.1 e 5.3, che restano sostenuti da evidenza diretta, né la direzione dei fenomeni osservati, su cui le fonti convergono.

In primo luogo, le due contraddizioni quantitative riscontrate fra fonti verificate, come la stima del debito LGFV per il 2025 e la proiezione per il 2026, non sono state risolte in questa sessione. Sebbene nessuna delle due contraddizioni riguardi la direzione dei fenomeni descritti, esse limitano la precisione con cui si può quantificare la gravità dei fenomeni osservati, e richiedono, in ogni citazione puntuale, la menzione esplicita di entrambe le stime.

In secondo luogo, l'interpretazione causale della sovracapacità industriale, se cioè derivi da sussidi distorsivi oppure da un vantaggio competitivo tecnologico legittimo, resta un disaccordo aperto fra la posizione ufficiale cinese e le fonti istituzionali occidentali consultate in questa sessione, che questa analisi non è in grado di dirimere con gli strumenti disponibili. Questo disaccordo ha implicazioni dirette, poiché la valutazione della «adeguatezza» di eventuali strumenti di policy commerciale dipenderebbe, in parte, da quale interpretazione causale si ritenga più fondata, valutazione che ci si astiene esplicitamente dal formulare.

In terzo luogo, un'interpretazione alternativa alla trasformazione strutturale, compatibile con gli stessi dati raccolti, merita di essere resa esplicita: gli indicatori di persistenza osservati (deflazione, crescita del debito) potrebbero riflettere non un cambiamento di modello in sé, ma gli effetti prolungati di una sequenza specifica di shock di policy, in particolare la stretta sul settore immobiliare avviata a partire dal 2020-2021, che potrebbero esaurirsi nel tempo senza richiedere una trasformazione strutturale duratura. Le fonti disponibili in questa sessione non permettono di escludere questa lettura con certezza, e inoltre, il rimbalzo documentato da AMRO per il primo semestre 2025, per quanto qualificato dalla stessa fonte come parte di un quadro «misto», è compatibile anche con questa interpretazione alternativa.

In quarto luogo, va osservato che l'ipotesi di trasformazione strutturale, così come formulata in questo lavoro, descrive la natura del mutamento e non il suo segno. Una trasformazione strutturale può essere subita oppure perseguita, e la stessa evidenza raccolta è compatibile con entrambe le letture. La fonte più esplicita in questo senso, già citata nella sezione 2, attribuisce il rallentamento a scelte deliberate delle autorità, il che rende la conclusione qui sostenuta compatibile sia con una lettura in cui il mutamento è subito sia con una in cui è perseguito. Distinguere fra le due richiederebbe evidenza sulle intenzioni delle autorità, che le fonti consultate non forniscono, e non viene quindi tentato in questa sede.

In quinto luogo, il criterio di persistenza adottato nella sezione 3 non è stato sottoposto a un caso di controllo. Un criterio costruito per distinguere il mutamento strutturale dal rallentamento ciclico sarebbe più solido se si mostrasse che, applicato a un rallentamento riconosciuto come ciclico, non produce una classificazione strutturale. Questo lavoro non svolge quel controllo, e il criterio resta quindi dichiarato e non collaudato. Il caso giapponese successivo al 1990, richiamato nella sezione 2 attraverso la letteratura di cornice, sarebbe il banco di prova naturale, ma il suo impiego richiederebbe una base documentale non raccolta qui. Fino ad allora la classificazione proposta va letta come l'esito di un criterio esplicito e verificabile, non di un criterio validato per confronto.

VERSIONE PUBBLICA

In sesto luogo, l'obbligo di contro-argomentazione che questo lavoro si è dato è stato assolto in forma distribuita e non in una sezione dedicata. Le obiezioni principali e le evidenze che le sostengono compaiono nei punti in cui pesano, cioè il rimbalzo dei consumi nella sezione 5.4, il giudizio di rischio basso di Capital Economics e il rating neutrale di Fitch nella sezione 5.1, la posizione ufficiale cinese sulla sovracapacità nella sezione 5.3 e la lettura ciclica alternativa in questa stessa sezione. La scelta ha il vantaggio di collocare ciascuna obiezione dove il lettore la incontra, e lo svantaggio di non offrire un esercizio avversario sistematico che le consideri insieme. Questo secondo passaggio resta da compiere.

Infine, va segnalato che la ricerca condotta in questa sessione, pur avendo incluso una componente esplicitamente dedicata alla ricerca di evidenza contraria alla tesi centrale, in particolare le verifiche sull'ipotesi di un rientro ciclico più marcato e sull'ipotesi di rottura sistemica discusse nella sezione 5.4, si è basata in larga parte su fonti reperite in risposta a esigenze specifiche del processo di verifica, non su un campionamento sistematico e neutro dell'intera letteratura disponibile sul tema. Questo limite strutturale non invalida le conclusioni raggiunte ma ne qualifica la portata. Il paper documenta ciò che le fonti verificate in questa sessione permettono di sostenere, non l'insieme di tutto ciò che sarebbe potenzialmente reperibile sul tema.

9. Conclusioni

Va preliminarmente ricordato che nessuna fonte consultata fornisce un modello quantitativo di stress test in grado di verificare o escludere l'ipotesi di rottura sistemica. In assenza di uno strumento del genere, la valutazione si è basata sulla ricerca di fonti qualitative a sostegno di questo scenario, una ricerca che non ha dato esito. Questo equivale a dire che manca sostegno nella letteratura reperita, non che lo scenario sia stato confutato.

Entro questi limiti dichiarati, le evidenze raccolte in questa ricerca sostengono, con un grado di certezza da moderato ad alto, l'ipotesi che l'economia cinese stia attraversando una trasformazione strutturale del proprio modello di crescita, distinta sia da un rallentamento meramente ciclico sia da un collasso sistemico incontrollato. Depongono a favore di questo grado di certezza la convergenza di fonti distinte e verificate su più dimensioni distinte, la traiettoria del debito, lo stress del settore immobiliare e la sua trasmissione al debito degli enti locali, la pressione esportativa legata alla sovracapacità industriale e il vincolo demografico costituito dalla contrazione della popolazione in età da lavoro, tutte orientate nella stessa direzione. A questo si aggiunge che due ricerche condotte in questa sessione specificamente per cercare evidenza contraria alla tesi centrale, una sull'ipotesi di un rientro ciclico più marcato e una sull'ipotesi di rottura sistemica, non hanno individuato fonti di Livello 1-3 a sostegno di nessuna delle due alternative.

Le due ipotesi alternative restano quindi possibili, non sono state escluse, ma sono meno sostenute dalle fonti reperite in questa sessione rispetto alla lettura di trasformazione strutturale. Questo giudizio comparativo vale rispetto alle tre ipotesi qui esaminate e alle fonti reperite in questa sessione, non rispetto a ogni possibile spiegazione alternativa non presa in considerazione.

VERSIONE PUBBLICA

Questa trasformazione, nella misura in cui le evidenze permettono di descriverla, si manifesta attraverso almeno due meccanismi osservabili. Il primo è la trasmissione dello stress dal settore immobiliare al debito degli enti locali, con un costo quantificabile in termini di capacità di investimento infrastrutturale futura. Il secondo è la traduzione della debolezza della domanda interna in pressione competitiva sui mercati esteri, con conseguenze dirette per l'Unione Europea e, in modo più circoscritto nei dati disponibili, per specifici comparti dell'industria italiana.

Questo lavoro ha adottato fin dalla propria impostazione un principio metodologico esplicito. Una conclusione più debole ma dimostrabile va sempre preferita a una più forte ma insufficientemente sostenuta. Per conclusione debole si intende una conclusione cauta e difendibile, che afferma il minimo indispensabile a essere sostenuto dalle evidenze disponibili. Per conclusione forte si intende una conclusione ambiziosa e impegnativa, che afferma più di quanto le evidenze permettano, assumendosi un grado di certezza, di generalità o di proiezione temporale non giustificato dalle fonti. Non è una cautela stilistica aggiunta in chiusura, è un vincolo dichiarato fin dall'inizio, proprio perché un tema come questo, dato il suo peso nel dibattito pubblico e politico, espone al rischio concreto di formulare conclusioni più nette di quanto le fonti permettano, per effetto della rilevanza dell'argomento più che della qualità dell'evidenza. Una conclusione che eccede ciò che i dati sostengono non è difendibile quando viene messa alla prova, mentre una conclusione proporzionata, anche se meno incisiva, resta ricostruibile passo per passo a partire dalle fonti verificate.

Coerentemente con questo principio, l'evidenza raccolta descrive uno stato di cose osservato fino al momento della ricerca, non una sua proiezione. Affermare che la trasformazione proseguirà, si consoliderà o si concluderà in un modo piuttosto che in un altro richiederebbe un'assunzione ulteriore sulla persistenza delle condizioni attuali, un'assunzione che questo lavoro non formula. È coerente con questo principio, e non un suo compromesso, che questa analisi non concluda che il modello di crescita cinese sia destinato al collasso, né che la sua trasformazione sia irreversibile o pienamente compresa. Conclude piuttosto che le evidenze disponibili sostengono, con un grado di certezza da moderato ad alto, la lettura di trasformazione strutturale qui presentata, rispetto alle ipotesi alternative considerate in questa sessione, con esiti che restano aperti.

VERSIONE PUBBLICA

APPENDICE

Fonti

La classificazione segue la gerarchia delle fonti adottata in questo lavoro fin dall'impostazione della ricerca. Il livello 1 comprende le fonti primarie, cioè atti ufficiali, regolamenti, dichiarazioni istituzionali con valore normativo o statistico, e dataset istituzionali. Il livello 2 comprende le fonti scientifiche sottoposte a revisione paritaria, articoli su riviste peer reviewed e studi accademici pubblicati con questo processo di controllo. Il livello 3 comprende le fonti istituzionali che non hanno valore normativo diretto, organizzazioni internazionali, banche, centri di ricerca e think tank qualificati, oltre ai working paper di enti come il Fondo Monetario Internazionale o l'OCSE, che sono pubblicazioni istituzionali ma non sottoposte a revisione paritaria in senso accademico. Il livello 4 comprende le fonti giornalistiche, usate per cronologia, eventi e dichiarazioni recenti. Il livello 5, qui non utilizzato, comprende altre fonti ammesse solo in assenza di alternative migliori.

Fonti di livello 1

I. Gill e H. Kharas, World Bank Working Paper 7403, 2015.

S. Mayr, studio per il Parlamento Europeo, EXPO_STU(2026)783610, marzo 2026.

IMF, «People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation», IMF Country Report No. 26/44, febbraio 2026.

Unione Europea, dichiarazione alla nona revisione della politica commerciale della Repubblica Popolare Cinese, Organizzazione Mondiale del Commercio, 17 luglio 2024.

Commissione europea, decisione sui dazi compensativi definitivi sulle apparecchiature mobili di accesso, 28 aprile 2025.

Eurostat, «EU imports in green energy products higher than exports», 14/10/2024, e Statistics Explained, aggiornamento settembre 2025.

Commissione europea, rapporto sulle indagini di difesa commerciale avviate nel 2024, 28 luglio 2025.

Commissione europea, avvio dell'indagine di salvaguardia sull'acciaio elettrico a grani orientati, 27 marzo 2026.

Istat, Rapporto sulla Competitività dei Settori Produttivi, edizione 2026.

Comunicazioni societarie del 6 settembre 2026 di China Life Insurance (Group), People's Insurance Company (Group) of China, China Taiping Insurance Group, China Reinsurance (Group), China Export and Credit Insurance Corporation, Agricultural Bank of China, Industrial and Commercial Bank of China ed Export-Import Bank of China, relative alle iniezioni di capitale del Ministero delle Finanze. Consultate attraverso le testate che le riportano, non a testo primario diretto.

VERSIONE PUBBLICA

Ufficio nazionale di statistica della Repubblica Popolare Cinese, comunicato del 18 gennaio 2013 sui dati demografici del 2012, e comunicato del gennaio 2026 sui dati demografici di fine 2025. Consultati attraverso le testate che li riportano, non sul portale statistico diretto.

Rapporto del Consiglio di Stato della Repubblica Popolare Cinese sul debito degli enti locali, pubblicato il 1° settembre 2026.

Fonti di livello 2

D. Dorn e G. Hanson, NBER Working Paper 21906 / Annual Review of Economics, 2016.

R. Kaestner, Econ Journal Watch.

C. M. Reinhart e K. S. Rogoff, American Economic Review: Papers and Proceedings, vol. 104, n. 5, 2014.

Fonte di livello incerto fra 2 e 3

larrysummers.com. Fonte primaria personale dell'autore, non sottoposta a revisione paritaria, per questo non pienamente assimilabile né al livello 2 né al livello 3.

Fonti di livello 3

Y. Lu e T. Sun, IMF Working Paper WP/13/243, 2013.

H. Jin e I. Rial, IMF Working Paper WP/16/187, 2016.

H. Hoyle e P. Jeasakul, «Local Government Financing Vehicles Revisited», IMF Country Report No. 22/22, 20 dicembre 2021.

Panel del Center for Strategic and International Studies (Lardy, Wright, Wei, Liu), 31/08/2023.

AMRO, «China's Economic Recovery: Transitioning to High-Quality Growth», 16/10/2025.

N. Borst, Seafarer Capital Partners, luglio 2024.

NBER, «US Business Cycle Expansions and Contractions», dati aggiornati al 14/03/2023.

J. Mark, Atlantic Council GeoEconomics Center, 31/07/2025.

Goldman Sachs, 08/01/2026. Fonte istituzionale consultata in questa sessione solo attraverso intermediazione giornalistica.

A. García-Herrero, Bruegel, «Europe needs a broader trade-defence toolkit against a mounting China shock», 09/02/2026.

M. Williams, Capital Economics, «China's startling debt build-up is continuing», 30/04/2026.

S. Chen e S. J. Kang, IMF Working Paper WP/18/2, gennaio 2018.

Y. Matsumoto, T. Nemoto, J. Sauvage e J. C. Steidl, OECD Trade Policy Papers n. 247, 5 maggio 2021.

E. Tiftik, K. Mahmood e R. Aycock, Institute of International Finance, «Global Debt Monitor», 25/02/2026.

VERSIONE PUBBLICA

M. Pettis, Carnegie Endowment for International Peace, Top1000funds.com, 06/08/2026.

ASEAN plus 3 Macroeconomic Research Office, analisi sulla demografia cinese, aprile 2024, con proiezioni basate su dati delle Nazioni Unite e stima propria sulla crescita potenziale costruita su valutazioni del Fondo Monetario Internazionale.

Banca Mondiale, China Economic Update, «Rebalancing Growth», luglio 2026.

Fonti di livello 4

K. S. Chan, «China's local debt cleanup leaves a growth mess», Reuters Breakingviews, 16/07/2026.

Yicai Global, intervista a Richard Koo, 08/05/2024.

A. Bao, «China's investment crash raises credit risks for homebuilders, banks, government: Fitch», CNBC, 21/01/2026. Riporta un'analisi Fitch di livello 3 non consultata a testo primario in questa sessione.

South China Morning Post, 28/07/2026, su documento MOFCOM. Riporta un documento di livello 1 non consultato a testo primario in questa sessione.

Liu Xiaoshu, Bank of Qingdao, dichiarazioni riportate da Newsweek, 05/12/2025.

CNBC, «EU and China agree minimum import price near spot price», 29/07/2013, e pv magazine International, «EU officially ends MIP for Chinese solar imports», 31/08/2018.

Unimpresa, Centro Studi, comunicato dell'8 dicembre 2025. Associazione imprenditoriale consultata solo attraverso testate che ne riprendono il comunicato, non attraverso il testo diretto.

«Capital boost to enable banks to better serve growth», China Daily, 6 settembre 2026, e «Finance ministry to invest in major Chinese insurance groups», China Daily, 6 settembre 2026. Testata di proprietà statale. «China to pump $47 bn into state banks, insurers in capital-boosting push», Business Standard, 6 settembre 2026, impiegata come riscontro indipendente.

Global Times, 18 gennaio 2013, e Caixin Global, 19 gennaio 2026, impiegate come veicoli dei comunicati statistici sopra indicati.

Caixin Global, «China Slashes Hidden Local Government Debt by Half in Two Years», 1° settembre 2026, impiegata come veicolo del rapporto del Consiglio di Stato sopra indicato.

Il presente dossier ha natura analitica e informativa. Le valutazioni espresse sono degli autori. Non costituisce raccomandazione di investimento o consulenza professionale.

VERSIONE PUBBLICA