



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in Lingue, economie e istituzioni
dell'Asia e dell'Africa mediterranea

Tesi di Laurea

Asimmetrie finanziarie nel mercato cinese
Vincoli istituzionali e strategie di accesso al credito per le
imprese a capitale estero

中国市场的金融不对称：外资企业的制度约束与信贷获取策略

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Anastasia Giakoumelou

Correlatore

Ch. Prof. Franco Gatti

Laureanda

Yuliya Korobchuk
Matricola 889765

Anno Accademico

2025 / 2026

引言

2021年，按国际收支口径统计，流入中国的外商直接投资为3440亿美元。三年之后，这一数字骤降至186亿美元，为三十年来最低水平。最直接的解读是外国投资者对中国市场信心的丧失。然而，数据的构成却透露出另一层含义。在这场骤降之中，收缩幅度最大的并非母公司注入的股权资本，而是企业集团内部的债务性资金，仅2024年一年，这类资金流出中国的规模就达543亿美元。换言之，母公司正在收回多年来用以支持在华子公司运营的部分贷款。在拥有全球规模最大银行体系的国家，这些贷款为何在过去必不可少？本文正是从这一问题出发展开研究。

研究中国信贷问题的学者对这一问题并不陌生，只是它通常以另一种形式出现。2024年，融资渠道依然是在华企业反映最多的经营障碍，正如世界银行此前二十五年间历次调查所显示的那样。中国的政治话语为这一困境赋予了一个专门的名称，即融资难（*róngzī nán*），自2014年起，这一表述便持续出现在官方文件之中。资金本身并不稀缺，居民储蓄提供了充裕的资金来源。真正的难点在于资金分配所依据的标准，而这一标准长期以来是为体制内的企业量身定制的。

本文所考察的，正是这一分配体系中处于最底层的群体。外资企业进入中国之初，带来了资金、技术、就业岗位以及进入国际市场的渠道，因而获得了经济特区、税收优惠以及专门为其制定的法律安排的礼遇。然而，当中国政府开始为银行设定面向民营部门的信贷目标时，外资企业却被排除在这些扶持措施的适用范围之外。正是这种落差，构成了本文研究问题的起点，该问题分为两个层次展开。其一，外资企业所面临的融资壁垒，究竟是延续至今的结构性现象，还是已经随着改革开放进程而成为历史？其二，倘若这些壁垒依然存在，那么外资企业又是如何在一个不为其提供融资支持的市场中，继续维持经营与投资活动的？

本文所支持的答案，建立在一个明确的论点之上。中国的银行体系在公司治理结构、审慎监管指标以及财务报表形式上，与西方同类机构颇为相似，但其背后的激励机制却截然不同：信贷决策所遵循的，首先是政治逻辑，其次才是商业逻辑。由此产生

的，是一种针对那些在政治层级中缺席者的结构性歧视。迄今为止，任何形式上的自由化改革都未能真正触及这一逻辑，原因在于历次改革所改变的只是外在形式，而将其内在原则保留了下来。至于第二个问题，本文的答案是，外资企业得以继续获得融资，靠的是将自身信用评估的场所转移到中国境外，而真正能够负担这种转移成本的企业，依靠的往往不是资本来源地，而是所属企业集团的规模。

本文性质上属于描述性与分析性研究，而非严格意义上的实证研究，也不以某一具体案例为基础。所使用的资料来源可分为四类：中国及国际机构发布的宏观经济数据；有关信贷与外商直接投资的学术文献；以原文查阅的中国规范性文件；以及外国商会的调查报告，并辅以企业财务报表与新闻公告。有一项局限须在此提前说明，因为它贯穿全文各章。中国官方并不公布按资本国籍划分的银行信贷数据，外资企业往往被归入与其他类别合并统计的总量之中。因此，本文所描述的歧视现象，无法通过本应证明它的那一组数字加以证实。本文所采用的方法正视这一局限，将观察的重心从缺失的数据转向受制约者的行为本身，具体表现为企业所选择的组织形式、跨境借款安排、外汇管理部门通知所设定的额度上限，以及企业已经决议并备案的各项操作。如果成千上万家企业回避同一扇在纸面上本已敞开的大门，那么这种普遍的回避行为本身便构成了一种数据。至于在何种条件下应当放弃这一分析思路，第四章将作出说明。

第一章梳理信贷体系的制度架构，从毛泽东时代的大一统银行体制，一直追溯到四大国有商业银行的形成。随后，本章考察了重塑这一体系面貌的历次改革，从1995年颁布的《商业银行法》，直至2023年组建的国家金融监督管理总局。由此呈现出的是这样一个体系：银行职员的仕途更多地取决于政治稳定，而非贷款组合的质量；对公共债务人的救助是常态而非例外，2021年的华融事件便再次说明了这一点。信贷双轨制正是这一体系的直接后果。2023年，国有工业企业的负债已几乎与其营业收入持平，而民营企业尽管收入远高于负债，却依然受到信贷配给。同年，外资银行掌握的资产仅占整个银行体系的1.2%。本章最后考察了在银行体系边缘生长起来的各类替代渠道，即影子银行、网络平台上的个人间借贷以及大型科技企业提供的信贷，并指出每

一种渠道都只是在尚有用处时才被容忍，一旦显露出自主发展的迹象，便随即遭到压缩。2020年起的互联网平台整顿为这一序列画上了句号。

这一架构使被排除在外者付出了怎样的代价，是第二章所要衡量的问题。该章循着从症状到病因、再从病因到代价的顺序展开。症状见于历次企业调查、2011年的温州民间借贷危机，以及官方为四大银行设定民营企业信贷量化目标的那份通报。病因则从卡纳与帕利普（Khanna & Palepu, 1997）所描述的“制度空洞”中寻找，其中包括半数以上发行人获得最高评级的债券市场、地方分行无从比较的财务报表，以及担保难以兑现的法院。然而，中国的案例要求对这一理论作出修正，因为某些制度空洞并不等待被填补，反而被刻意维持。对外资企业而言本应是最自然合作对象的外资银行，始终处于边缘地位，以至于在2025年第一季度，外资银行成为唯一压缩贷款规模的机构类别。至于代价，则体现在资本成本上：体现在连中国人民银行自己也承认、与其说是被测量出来不如说是被感受到的各类费用上，体现在被称为投注差（*tóuzhùchā*）的外债额度上限上，也体现在那些得到扶持、即使不盈利也能维持经营的企业所带来的竞争压力上。

第三章从制度规范转向具体实践。在正式的信任制度缺位之处，信贷长期依循个人关系流动，即关系（*guānxi*），管理学文献将其描述为正式制度支持的替代品。有研究恰恰在这些关系纽带被切断的时刻测算出了它的分量：失去关系的企业，银行贷款占资产的比重下降了12%；而董事长或总经理与当地支行行长私下相识的企业，这一比重则上升了22%。对外资子公司来说，这种资源从一开始就无从获得，因为它属于个人，无法转移给一个组织。本章分两个阶段重构了这一体系被拆解的过程。2013年启动的反腐败运动使关系渠道首先对银行职员、其次才对企业家变得危险；2018年前后达到高潮的去杠杆则抽干了供应商和合作伙伴的非正式信贷，而外资企业同样依赖这些供应商与合作伙伴。取代旧秩序的，并不是一套人人平等的规则，而是一种与自主可控（*zìzhǔ kěkòng*）理念相联系的可靠性标准，它衡量的是交易对手的可控程度，而不是其偿债能力。面对这样的标准，任何企业战略都无济于事，因为它看的是一家企业“是什么”，而不是它“做什么”。

第四章将视角倒转过来，把分析的中心从体系转向企业。本章重构了外资子公司在此情形下依然获得资金的各条路径，首先是香港的公司平台，它早在中国内地出现商业银行体系之前，便已在南部边境形成。其后是母公司贷款、集团层面的跨境资金池、在境内市场发行的债券，以及意大利用以支持本国企业海外发展的公共金融工具。最后是与本地股东共同设立的合资企业，以及用“在中国，为中国”（*zài Zhōngguó, wèi Zhōngguó*）这一表述来概括的全面本土化。这些路径没有一条让子公司真正获得中国的信贷。它们都只是把信贷评估所依据的资产负债表转移到了别处，即母公司、境外载体或本地股东的资产负债表。能够负担这种转移的企业与无力负担的企业之间，差距极为悬殊。一家德国化工集团从中国银团获得了一笔为期十五年的贷款，用于其在广东的生产基地；而一家缺乏固定资产的子公司，却达不到任何一条融资渠道的准入门槛。本章最后追问改革究竟改变了什么，而最清楚的答案来自2025年12月与2026年8月两份关于跨境资金池的通知：不到八个月，准入门槛先被提高十倍，随后又被降低十倍。可用工具的范围扩大了，但一家分行决定向谁放贷的方式并没有改变。

本文在很大程度上依托既有文献，同时也尝试在一个具体问题上有所推进。中国信贷配给现象已有相当扎实的研究传统予以记录，从科尔奈（Kornai, 1986）提出的“预算软约束”理论，到近年来关于资本错配程度的各项估算，皆属此列。相比之下，专门针对外资企业的研究脉络则相对薄弱，其主要参照仍是埃里库尔与蓬塞

（Héricourt & Poncet, 2009）的研究，且相关讨论大多止步于21世纪初。本文的贡献在于，将这一问题重新置于最近十年的制度与统计框架之中加以考察，并指出，真正区分谁能够规避这一约束、谁只能承受这一约束的变量，与其说是资本的国籍，不如说是所属企业集团的规模。至于最新出台的相关规定，由于时间过近，尚未形成相应的学术文献，本文因此直接依据法规文本本身展开分析。

最后，选择在一篇中国语言与文化方向的硕士论文中探讨银行信贷问题，还有一层方法论上的考量。中国描述自身金融体系所使用的词汇，在本文中被当作一种独立且完整的资料来源来处理，因为这些词汇所指称的机制，往往是国际通行的专业术语难以准确翻译、甚至根本无法翻译的。融资难、关系与自主可控这些表述，正是以中国自身的语言来描述这一体系，而当其中某一说法首次进入官方文件时，便可能在统计数

字有所反映之前，就预示了某种变化。谁为这种排斥付出了代价，这份代价又被记入了谁的资产负债表，这正是贯穿本文四章始终的核心问题。

Dichiarazione del ricorso a strumenti di Intelligenza Artificiale (IA)

La sottoscritta Yuliya Korobchuk, matricola numero 889765, iscritta presso Ca' Foscari al corso di Laurea magistrale in Lingue, economie e istituzioni dell'Asia e dell'Africa mediterranea, autrice della tesi di laurea *Asimmetrie finanziarie nel mercato cinese. Vincoli istituzionali e strategie di accesso al credito per le imprese a capitale estero*, relatrice Prof.ssa Anastasia Giakoumelou, consapevole delle sanzioni previste dall'art. 76 del Testo unico, D.P.R. 28/12/2000 n. 445, e della decadenza dei benefici prevista dall'art. 75 del medesimo Testo unico in caso di dichiarazioni false o mendaci, sotto la propria personale responsabilità ai sensi degli artt. 46 e 47 del D.P.R. 28/12/2000 n. 445,

DICHIARA

- ☐ di NON aver fatto ricorso a tecnologie di intelligenza artificiale generativa per supportare vari aspetti della ricerca e della scrittura della sua tesi di laurea;
- ☒ di aver fatto ricorso a tecnologie di intelligenza artificiale generativa per supportare vari aspetti della ricerca e della scrittura della sua tesi di laurea, in particolare:
 - **Strumento e versione:** Claude, assistente di intelligenza artificiale sviluppato da Anthropic, utilizzato tramite l'applicazione Claude per desktop e web, con i modelli disponibili fra marzo e settembre 2026 (Opus e Fable).
 - **Modalità di utilizzo:** revisione e ottimizzazione dei testi per migliorare chiarezza e coerenza; supporto alla scrittura di frasi; ottimizzazione della traduzione in cinese dell'introduzione (引言), controllo della coerenza terminologica e della corrispondenza fra citazioni e bibliografia. Non è stato utilizzato per generare grafici, diagrammi o immagini.
 - **Sezioni e capitoli interessati:** 引言, introduzione, capitoli 1, 2, 3, 4, conclusioni e bibliografia.
 - **Verifica:** i dati, le citazioni e i riferimenti bibliografici sono stati controllati sulle fonti originali; la corrispondenza fra le citazioni nel testo e le voci della bibliografia è stata verificata sistematicamente; i testi sono stati riletti e rielaborati dall'autrice; la traduzione cinese

dell'introduzione è stata confrontata con il testo italiano; i capitoli sono stati sottoposti alla lettura della relatrice nel corso della stesura.

DICHIARA INOLTRE

che tutto il materiale generato dall'IA è stato attentamente verificato, rivisto e rielaborato dall'autrice, che si assume la piena responsabilità per la qualità, l'accuratezza e l'integrità scientifica del lavoro.

Venezia, 29 settembre 2026

Yuliya Korobchuk

Indice

引言	I
Dichiarazione del ricorso a strumenti di Intelligenza Artificiale (IA)	VI
Prefazione	4
Nota sulla trascrizione	5
Introduzione	6
Capitolo 1	10
Introduzione	10
1.1 Il dominio delle Big Four: banche commerciali o strumenti di policy?	11
1.2 La Dual Track del credito: selezione avversa e discriminazione del settore privato	17
1.3 Oltre le banche: l'illusione delle alternative finanziarie dallo shadow banking al Tech Crackdown	21
1.4 Conclusioni del capitolo	27
Capitolo 2	29
Introduzione	29
2.1 Il fenomeno del róngzī nán (融资难): difficoltà strutturali di finanziamento	30
2.2 Asimmetrie informative e institutional voids nel mercato cinese	43
2.3 Impatto sul costo del capitale e sulla competitività delle imprese a capitale estero	49
2.4 Conclusioni del capitolo	62
Capitolo 3	64
Introduzione	64
3.1 Il guanxi (关系) nel banking, il capitale sociale come asset	65
3.2 La prima stretta: la campagna anticorruzione e il declino pilotato del guanxi	70
3.3 La seconda stretta: il deleveraging e il rischio di controparte	75
3.4 Il rischio politico come criterio di esclusione	81
3.5 Conclusioni del capitolo	86
Capitolo 4	88
Introduzione	88
4.1 Hong Kong come piattaforma finanziaria e societaria	89
4.2 I canali esterni al sistema bancario cinese	98

4.3 La joint venture come accesso indiretto al credito relazionale	104
4.4 La strategia China for China	107
4.5 Le riforme hanno cambiato le regole del gioco?	112
4.6 Conclusioni del capitolo	114
Conclusioni	116
Bibliografia	119
Glossario	135

Indice tabelle

Tabella 1.1. Variazione dei flussi netti di Trust Loans ed Entrusted Loans (2017-2018)	24
Tabella 2.1. L'accesso ai finanziamenti nelle rilevazioni della Banca Mondiale, 1999-2024	34
Tabella 2.2. L'imbuto dell'accesso al credito: Cina 2024 e comparatori	35
Tabella 2.3. Redditività e leva per forma proprietaria, 2018-2024	50
Tabella 2.4. Il costo del credito per categoria di debitore e per canale (2025)	53
Tabella 3.1. Le tre tipologie di guanxi	67
Tabella 3.2. Lo smontaggio del sistema informale, 2012-2020	77
Tabella 4.1. I due regimi di finanziamento transfrontaliero per una controllata a capitale estero	100

Prefazione

Questa tesi è nata da una parola. Leggendo i documenti cinesi sul credito alle imprese mi imbattevo di continuo in *róngzī nán* (融资难, «difficoltà di finanziamento»), quasi sempre in coppia con il gemello *róngzī guì* (融资贵, «finanziamento costoso»), nei comunicati del Consiglio di Stato come nei rapporti della banca centrale e nei piani quinquennali. Una diagnosi economica non si ripete identica per oltre un decennio. Uno slogan può farlo, e uno slogan che dura tanto a lungo racconta, prima ancora di qualunque statistica, un problema che nessuno è riuscito a risolvere.

Da quella parola sono nate le domande di questo lavoro. Se la difficoltà era abbastanza grave da meritare una formula fissa, chi ne pagava il prezzo? E quale posto occupavano, in quella formula, le imprese arrivate dall'estero, che la Cina aveva attirato per quarant'anni con ogni genere di incentivo?

Il percorso di studi da cui il lavoro nasce ha pesato sul modo di condurlo. Chi studia il cinese impara presto che un documento ufficiale va letto due volte, la prima per ciò che dice e la seconda per il modo in cui lo dice. In queste pagine ho provato ad applicare la seconda lettura a una materia che di solito si affronta soltanto con la prima. Alcune delle osservazioni più utili sono venute proprio da lì. Quando la banca centrale dovette spiegare perché il costo del credito restasse alto anche con i tassi in discesa, scelse *tǐgǎn* (体感), una parola delle previsioni del tempo che indica la temperatura percepita dal corpo, non quella segnata dal termometro. Quando fissò gli obiettivi per il credito alle piccole imprese, li mise in fila in quattro tempi, *gǎn dài, yuàn dài, néng dài, huì dài* (敢贷、愿贷、能贷、会贷), osare prestare, voler prestare, poter prestare, saper prestare. Al primo posto veniva il coraggio, e solo dopo la competenza tecnica.

Lo stesso tipo di lettura si è rivelato utile per le norme. La circolare del dicembre 2025 sulla gestione accentrata della liquidità transfrontaliera, letta nell'originale, presentava i coefficienti di leva come propri della fase iniziale, e in quell'inciso annunciava già la propria revisione. Meno di otto mesi più tardi una seconda circolare ridusse uno dei parametri e divise per dieci le soglie di accesso. Il quadro, del resto, ha continuato a muoversi mentre scrivevo, e una parte del quarto capitolo è stata aggiornata a stesura quasi conclusa. Dati e norme considerati si fermano per questo a settembre 2026.

Il lavoro prova a ricostruire, dalle parole delle istituzioni e dalle decisioni delle imprese, ciò che le statistiche cinesi non misurano. Se l'argomento convince, il merito va in buona parte a chi mi ha insegnato a leggere quei testi. Gli errori restano miei.

Nota sulla trascrizione

Per la trascrizione della lingua cinese è stato adottato il sistema pinyin. I nomi comuni sono resi in corsivo e con l'indicazione dei toni, e alla prima occorrenza sono seguiti dai caratteri semplificati e dalla traduzione italiana fra parentesi, come in *róngzī nán* (融资难, «difficoltà di finanziamento»).

Il termine *guanxi*, entrato nella letteratura internazionale in questa forma, compare senza toni dopo la prima occorrenza.

I nomi propri di persona e di luogo sono resi in tondo e senza toni, con il cognome anteposto al nome secondo l'uso cinese, come in Xi Jinping. Per alcuni toponimi è stata mantenuta la forma italiana o quella internazionalmente affermata (Pechino, Hong Kong, Macao). Imprese e istituzioni compaiono con la denominazione che esse stesse adottano sui mercati internazionali, come Ant Group o Huarong. I caratteri di tutti i termini e nomi cinesi presenti nel testo sono raccolti nel glossario in fondo al volume.

I termini tecnici inglesi non entrati nell'uso italiano sono in corsivo, mentre restano in tondo quelli ormai assimilati e le denominazioni proprie, come Big Four o Tech Crackdown. Le citazioni seguono il sistema autore-data. Salvo diversa indicazione, le traduzioni dal cinese e dall'inglese sono dell'autrice.

Introduzione

Nel 2021 gli investimenti diretti esteri entrati in Cina valevano 344 miliardi di dollari. Tre anni più tardi erano scesi a 18,6, il livello più basso da trent'anni. La lettura più immediata è quella di una perdita di fiducia nel mercato cinese. La composizione del dato suggerisce però anche altro. Dentro quel crollo la voce che si contrasse di più non fu il capitale conferito dalle case madri, ma il debito verso le altre società del gruppo, che nel solo 2024 uscì dal Paese per 54,3 miliardi. Le capogruppo si stavano facendo restituire una parte dei prestiti con cui per anni avevano finanziato le proprie controllate cinesi. Perché quei prestiti fossero stati necessari, in un Paese dotato del sistema bancario più grande del mondo, è la domanda da cui muove questo lavoro.

Chi studia il credito cinese conosce la stessa domanda sotto un'altra forma. Nel 2024 l'accesso ai finanziamenti restava l'ostacolo più segnalato dalle imprese attive nel Paese, come in ogni rilevazione della Banca Mondiale dei venticinque anni precedenti. Il linguaggio politico ha dato a questa difficoltà un nome, *róngzī nán* (融资难, «difficoltà di finanziamento»), che dal 2014 ricorre stabilmente nei documenti ufficiali. Il denaro non mancava, dato che il risparmio delle famiglie lo forniva in abbondanza. La difficoltà stava nel criterio con cui veniva distribuito, pensato per chi apparteneva allo Stato.

Di quella distribuzione la tesi studia il gradino più basso. Le imprese a capitale estero arrivarono in Cina portando risorse finanziarie, tecnologia, occupazione e accesso ai mercati internazionali, e vennero accolte con zone economiche speciali, agevolazioni fiscali e leggi scritte apposta per loro. Quando però il governo cominciò ad assegnare alle banche obiettivi di credito per il settore privato, le lasciò fuori dal perimetro di quelle misure. Da questa sproporzione nasce la domanda di ricerca, che si articola in due tempi. Le barriere finanziarie incontrate dalle imprese a capitale estero sono sopravvissute alle riforme, oppure appartengono a una fase ormai chiusa dell'apertura cinese? E se sono sopravvissute, in che modo quelle imprese hanno continuato a operare e a investire in un mercato che non le finanzia?

La risposta sostenuta nelle pagine che seguono poggia su una tesi precisa. Le banche cinesi somigliano alle controparti occidentali per assetto societario, parametri prudenziali e formato dei bilanci, ma rispondono a una struttura di incentivi radicalmente diversa, nella quale la decisione di credito segue una logica politica prima che commerciale. Ne discende una discriminazione strutturale verso chi nella gerarchia politica non compare. Nessuna liberalizzazione formale l'ha finora scalfita, perché ogni riforma ne ha modificato la forma lasciando intatto il principio. Quanto

alla seconda domanda, le imprese estere continuarono a finanziarsi portando fuori dalla Cina il giudizio sulla propria solvibilità, e chi poteva permetterselo lo doveva alla dimensione del gruppo più che alla provenienza del capitale.

Il lavoro è descrittivo e analitico, non empirico in senso stretto, e non si fonda su un caso studio. Le fonti appartengono a quattro famiglie, ossia i dati macroeconomici delle istituzioni cinesi e internazionali, la letteratura accademica sul credito e sugli investimenti diretti, i testi normativi cinesi consultati nella lingua originale e le rilevazioni delle camere di commercio estere, affiancate dai bilanci e dai comunicati delle imprese. Un limite va dichiarato subito, perché accompagna ogni capitolo. Le autorità cinesi non pubblicano la ripartizione del credito bancario per nazionalità del capitale, e le imprese a capitale estero finiscono in aggregati che le sommano ad altre categorie. La discriminazione descritta in queste pagine non si può quindi provare con la cifra che la proverebbe. Il metodo adottato ne prende atto e sposta l'osservazione dal dato mancante al comportamento di chi subisce il vincolo, leggendolo nelle forme societarie scelte, nei prestiti transfrontalieri, nei tetti fissati dalle circolari valutarie e nelle operazioni che le imprese hanno deliberato e depositato. Se migliaia di imprese evitano la stessa porta pur trovandola aperta sulla carta, la loro condotta diventa a sua volta un dato. Le condizioni alle quali questa lettura andrebbe abbandonata sono esposte nel quarto capitolo.

Il primo capitolo ricostruisce l'architettura istituzionale del credito, dal modello monobancario dell'epoca maoista alla nascita delle quattro grandi banche commerciali di Stato, le Big Four. Segue poi le riforme che ne hanno ridisegnato l'aspetto, dalla legge sulle banche commerciali del 1995 fino alla National Financial Regulatory Administration (NFRA) istituita nel 2023. Ne emerge un sistema in cui la carriera del funzionario di banca dipende dalla stabilità politica più che dalla qualità del portafoglio, e in cui il salvataggio del debitore pubblico è la regola anziché l'eccezione, come mostrò ancora nel 2021 il caso Huarong. Il doppio binario del credito ne è la conseguenza diretta. Nel 2023 le imprese industriali di Stato avevano accumulato passività quasi pari ai propri ricavi, mentre quelle private, con ricavi ben superiori ai debiti, continuavano a essere razionate. Le banche a capitale estero gestivano nello stesso anno appena l'1,2% degli attivi del sistema. Il capitolo esamina infine le alternative nate ai margini delle banche, lo *shadow banking*, il prestito fra privati sulle piattaforme digitali e il credito delle grandi imprese tecnologiche, e mostra che ciascuna venne tollerata finché restò utile e ridimensionata non appena rischiò di diventare autonoma. Il Tech Crackdown del 2020 chiude la sequenza.

Quanto costi quell'architettura a chi ne resta escluso lo misura il secondo capitolo, procedendo dal sintomo alla causa e dalla causa al conto. Il sintomo è documentato dalle rilevazioni sulle imprese,

dal collasso del credito informale di Wenzhou nel 2011 e dal comunicato ufficiale che assegnò alle quattro maggiori banche del Paese obiettivi quantitativi di credito al settore privato. La causa viene cercata nei vuoti istituzionali descritti da Khanna e Palepu (1997). Ne fanno parte un mercato obbligazionario dove oltre la metà degli emittenti porta il giudizio più alto, bilanci che la filiale locale non sa confrontare e tribunali davanti ai quali una garanzia vale poco. Il caso cinese impone però a quella teoria una correzione, perché alcuni vuoti non attendono di essere colmati e vengono anzi mantenuti. La banca estera, che per le imprese straniere sarebbe l'interlocutore naturale, resta ai margini, tanto che nel primo trimestre del 2025 fu la sola categoria di istituti a ridurre i propri impieghi. Il conto, infine, si legge nel costo del capitale, nelle commissioni che la stessa banca centrale riconosce come un peso percepito più che misurato, nel tetto all'indebitamento estero noto come *tóuzhùchā* (投注差) e nella concorrenza di imprese sostenute che possono permettersi di non guadagnare.

Dalle norme il terzo capitolo scende alle pratiche. Dove mancano le istituzioni formali della fiducia, il credito ha seguito a lungo le relazioni personali, il *guānxi* (关系, «relazione»), che la letteratura manageriale ha descritto come un sostituto del sostegno istituzionale. Uno studio ne ha misurato il peso nel momento in cui quei legami vennero recisi. Per le imprese rimaste senza agganci il peso dei prestiti bancari sull'attivo scese del 12%, mentre salì del 22% per quelle il cui presidente o amministratore delegato conosceva il direttore della filiale. Per una sussidiaria straniera quella risorsa era inaccessibile in partenza, perché personale e non trasferibile a un'organizzazione. Il capitolo ne ricostruisce lo smontaggio in due tempi. La campagna anticorruzione avviata nel 2013 rese rischioso il canale relazionale per i funzionari di banca prima ancora che per gli imprenditori, e il *deleveraging* culminato nel 2018 prosciugò il credito informale dei fornitori e dei soci sui quali anche le imprese estere si appoggiavano. Al posto del vecchio ordine non subentrò un sistema di regole uguali per tutti, bensì un criterio di affidabilità legato alla dottrina dello *zìzhǔ kěkòng* (自主可控, «autonomo e controllabile»), che misura quanto una controparte sia controllabile anziché quanto sia solvibile. Contro un criterio simile nessuna strategia aziendale è efficace, perché guarda a ciò che un'impresa è e non a ciò che fa.

Con il quarto capitolo la prospettiva si rovescia, e al centro passano le imprese anziché il sistema. Il capitolo ricostruisce le strade con cui le sussidiarie estere si finanziarono comunque, a cominciare dalla piattaforma societaria di Hong Kong, nata sul confine meridionale prima ancora che esistesse un sistema bancario commerciale. Seguono i prestiti della casa madre, la gestione accentrata della liquidità di gruppo, le obbligazioni collocate sul mercato interno e gli strumenti pubblici con cui

l'Italia sostiene le proprie imprese all'estero. Chiudono la serie la società mista con un socio locale e la localizzazione integrale riassunta dalla formula *zài Zhōngguó, wèi Zhōngguó* (在中国, 为中国, «in Cina, per la Cina»). Nessuna di queste strade restituì alla sussidiaria l'accesso al credito cinese. Tutte spostarono altrove il bilancio su cui il credito veniva valutato, quello della capogruppo, quello di un veicolo estero, quello del socio. Fra chi poteva permettersi quello spostamento e chi no, la distanza era enorme. Un gruppo chimico tedesco ottenne da un sindacato di banche cinesi un finanziamento quindicennale per il proprio impianto nel Guangdong, mentre una controllata priva di immobilizzazioni non raggiungeva la soglia di nessun canale. Il capitolo si chiude domandandosi che cosa le riforme abbiano davvero cambiato, e trova la risposta più chiara nelle due circolari sulla liquidità transfrontaliera del dicembre 2025 e dell'agosto 2026, che in meno di otto mesi moltiplicarono per dieci le soglie di accesso e poi le divisero per dieci. Il perimetro degli strumenti si allargò senza che cambiasse il modo in cui una filiale sceglie a chi prestare.

Sulla letteratura esistente il lavoro si appoggia largamente, e in un punto prova a spingersi oltre. Il razionamento del credito in Cina è documentato da una tradizione solida, dal vincolo di bilancio debole di Kornai (1986) alle stime recenti sulla cattiva allocazione del capitale. Più sottile è la linea di ricerca dedicata alle imprese a capitale estero, che ha in Héricourt e Poncet (2009) il riferimento principale e che si ferma in gran parte ai primi anni duemila. Il contributo di questa tesi consiste nel riportare quella domanda dentro il quadro normativo e statistico dell'ultimo decennio, e nell'individuare nella dimensione del gruppo, più che nella nazionalità, la variabile che separa chi aggira il vincolo da chi lo subisce. Le norme più recenti sono troppo fresche per aver prodotto letteratura e vengono analizzate direttamente sui testi.

La scelta di affrontare il credito bancario in una tesi di lingua e cultura cinese ha infine una ragione di metodo. Il lessico con cui la Cina descrive il proprio sistema finanziario viene trattato qui come una fonte a pieno titolo, perché nomina meccanismi che il vocabolario tecnico internazionale traduce male o non traduce affatto. *Róngzī nán*, *guanxi* e *zìzhǔ kěkòng* descrivono il sistema con le sue stesse parole, e l'ingresso di una di queste formule in un documento ufficiale può segnalare un cambiamento prima che i numeri lo registrino. Chi paghi il prezzo di quell'esclusione, e su quale bilancio venga iscritto, è la domanda che attraversa i quattro capitoli.

Capitolo 1

L'ARCHITETTURA ISTITUZIONALE E IL "CAPITALISMO DI STATO" NEL SETTORE BANCARIO

Introduzione

Nel sistema finanziario cinese, l'accesso al credito non emerge come esito di dinamiche concorrenziali, bensì come il risultato di una costruzione istituzionale stratificata nel tempo, in cui la funzione economica del credito risulta subordinata a finalità di governo. In quest'ottica, l'analisi delle dinamiche di accesso al credito per le imprese straniere in Cina non può prescindere da una disamina approfondita e strutturale dell'architettura istituzionale che governa i flussi finanziari del Paese. Il sistema bancario della Repubblica Popolare Cinese (RPC) rappresenta, infatti, un caso di studio peculiare nello scenario economico globale contemporaneo, configurandosi come un ibrido stratificato e complesso, in cui i meccanismi di mercato introdotti in modo graduale e recente, si innestano su una struttura con radici profonde nella pianificazione centrale di stampo socialista. Le difficoltà di accesso al credito che le imprese a capitale estero (IDE, Investimenti Diretti Esteri) devono affrontare non sono il risultato di inefficienze contingenti, bensì l'esito di una dipendenza dal percorso (*path dependence*)¹ che ancor oggi favorisce la stabilità politica e il supporto alle imprese statali (SOE, *State-Owned Enterprises*) rispetto all'efficienza allocativa.

Dopo decenni di riforme mirate alla modernizzazione, all'apertura internazionale e all'adozione di standard contabili globali, il sistema finanziario cinese rimane caratterizzato da quella che la letteratura accademica definisce una "repressione finanziaria" di natura strutturale (Lardy, 2008). Il risparmio delle famiglie viene infatti canalizzato istituzionalmente, attraverso tassi di interesse controllati e barriere ai movimenti di capitali, verso i settori considerati strategici dal governo, a discapito dell'imprenditoria privata e straniera. L'analisi che segue non si concentra dunque su singole distorsioni operative, ma sulla struttura istituzionale che le rende persistenti.

¹ Il concetto di *Path Dependence* spiega come le decisioni passate o gli eventi storici limitino le opzioni disponibili per le decisioni future. Per la teorizzazione originale, si veda Douglass C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1990. Nel contesto cinese, ciò implica che le riforme odierne sono vincolate dalla struttura centralizzata ereditata dall'era maoista.

Questo capitolo analizza l'evoluzione dell'architettura istituzionale del sistema bancario cinese, partendo dalla sua genesi monolitica fino alle più recenti riforme regolatorie, con il fine di sostenere la tesi centrale del presente elaborato: le banche cinesi, pur presentandosi formalmente simili alle controparti occidentali nei loro bilanci e nelle loro denominazioni, rispondono a una struttura di incentivi radicalmente differente, dove le decisioni allocative sono subordinate a logiche politiche piuttosto che commerciali.

1.1 Il dominio delle Big Four: banche commerciali o strumenti di policy?

L'attuale configurazione del sistema finanziario non nacque da un'evoluzione spontanea né dai processi competitivi di mercato, ma fu il risultato di una stratificazione istituzionale deliberata e pianificata dall'alto. Per più di trent'anni, dalla fondazione della Repubblica Popolare (1949) fino alle riforme economiche (1978), la Cina operò in uno scenario di totale assenza di ciò che l'economia moderna definirebbe un mercato dei capitali. Durante questa lunga fase di autarchia finanziaria, il sistema, ispirato alla matrice sovietica, adottò fedelmente il modello della "Monobanca" (*Mono-bank system*). Si trattava di una struttura disegnata per servire le esigenze contabili di un'economia di comando, piuttosto che per allocare il capitale in modo efficiente. Gli studi seminali di Allen et al. mostrano chiaramente che l'intero panorama finanziario di quell'epoca era dominato da un'unica istituzione onnicomprensiva: la People's Bank of China (PBOC). Definirla una banca commerciale indipendente sarebbe erroneo: essa fungeva da braccio operativo ed esecutivo del Ministero delle Finanze. La PBOC accentrava su di sé le funzioni che nelle economie occidentali sono rigorosamente separate per evitare conflitti di interesse, agendo contemporaneamente da banca centrale, da banca commerciale e da tesoreria di Stato (Allen et al., 2012).

In tale contesto istituzionale, caratterizzato dall'assenza di obbligazioni e mercati azionari, il sistema bancario statale deteneva il monopolio assoluto del risparmio domestico. Le famiglie cinesi, prive di un *welfare state* robusto, avevano sviluppato un'elevata propensione al risparmio. L'unica opzione disponibile, però, consisteva nel depositare la propria liquidità presso la PBOC a tassi fissati amministrativamente dallo Stato, deliberatamente mantenuti a livelli contenuti, spesso inferiori al tasso di inflazione. La combinazione tra tassi nominali repressi e inflazione positiva generò, nel tempo, rendimenti negativi. Il differenziale così prodotto fungeva da tassa occulta a

carico dei risparmiatori e da sussidio implicito a favore dell'industria statale, permettendo alle imprese di accedere a finanziamenti a costo quasi zero (Lardy, 1998).

La People's Bank of China controllava la quasi totalità degli asset finanziari del Paese, e Allen et al. (2012) collocano quella quota attorno al 93%. Tuttavia l'allocazione di tali risorse prescindeva da qualsiasi logica di profitto o di ritorno sull'investimento. In un contesto monolitico il concetto stesso di rischio di credito o di merito creditizio risultava di fatto inesistente (Allen et al., 2012). Il credito non veniva erogato sulla base di valutazioni economiche o di mercato, ma utilizzato esclusivamente per finanziare i piani di produzione fisica stabiliti dal governo attraverso il "Credit Plan" (piano di credito) ². Questo documento non svolgeva alcuna previsione di mercato basata sulla domanda e sull'offerta, ma rappresentava un ordine amministrativo vincolante. Il suo mancato rispetto era interpretato come un errore politico grave per i funzionari, a prescindere da ogni considerazione di prudenza bancaria o di solvibilità del debitore. Le banche, dunque, più che intermediari finanziari, operavano come semplici contabili il cui lavoro era di spostare risorse da un conto statale all'altro seguendo le direttive del Piano Quinquennale. I limiti strutturali di questa impostazione emersero con chiarezza nel corso degli anni settanta, rendendo inevitabile la transizione verso un assetto diverso. Tale svolta si verificò con l'avvio della politica di Riforma e Apertura (*gǎigé kāifàng* 改革开放) alla fine del decennio, quando la nuova leadership cinese riconobbe l'inadeguatezza del modello monobancario nel sostenere una crescita accelerata e la necessaria diversificazione industriale. Durante il periodo tra il 1979 e il 1984, il governo intraprese una profonda operazione di ingegneria istituzionale, smantellando il monopolio operativo della PBOC per transitare verso un "sistema bancario a due livelli" (two-tier banking system). ³ Con questa nuova configurazione, la People's Bank of China lasciò le attività commerciali per assumere il ruolo di banca centrale in senso proprio. Con i nuovi compiti di politica monetaria e vigilanza, le sue attività operative vennero devolute a quattro nuove entità statali specializzate, le cosiddette Big Four.

La genesi dei quattro colossi bancari rispecchiava in modo fedele la segmentazione settoriale propria dell'economia pianificata dell'epoca, dando origine a monopoli funzionali che ancor oggi continuano ad influenzare l'approccio al cliente e la cultura creditizia. Seguendo questa configurazione istituzionale, l'Agricultural Bank of China (ABC) venne rifondata nel 1979 con il

² Il *Credit Plan* era lo strumento principale di controllo macroeconomico nell'economia pianificata, coordinato dalla PBOC per allocare quote fisse di prestito a settori e regioni specifiche. Cfr. Lardy, 1998, cit.

³ In questo sistema, la Banca Centrale gestisce la politica monetaria mentre le banche commerciali gestiscono l'intermediazione creditizia. Per un'analisi della transizione cinese, si veda Y.K. Mo, *A review of recent banking reforms in China*, cit.

mandato di sostenere la decollettivizzazione delle campagne e di finanziare le imprese rurali. Alla Bank of China (BOC) andò il monopolio delle transazioni in valuta estera, che ne fece il canale privilegiato dei primi flussi di IDE in entrata. La China Construction Bank (CCB) ricevette i fondi destinati ai grandi progetti infrastrutturali e al settore immobiliare. Nel 1984, infine, la Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) assorbì le restanti attività urbane della PBOC, configurandosi come principale finanziatore del vasto tessuto industriale statale (Allen et al., 2012). La discriminazione creditizia odierna nasce nella governance politica delle Big Four. In Cina la catena di comando non seguiva la logica degli azionisti e del mercato, ma quella della "Nomenklatura Finanziaria". I CEO e i presidenti delle grandi banche statali ricoprivano il ruolo di funzionari di alto rango, nominati direttamente dal Dipartimento di Organizzazione del Comitato Centrale (Allen et al., 2012), con un grado amministrativo che spesso equivaleva a quello di un Vice-Ministro o di un governatore provinciale.

Questa sovrapposizione tra il ruolo tecnico e il rango politico aveva generato per decenni una struttura di incentivi profondamente distorta: la carriera di un banchiere non dipendeva dalla redditività del portafoglio di prestiti (*Return on Assets*), bensì dalla sua capacità di garantire e mantenere la stabilità sociale (*wéiwěn* 维稳).⁴ Secondo questo schema, il compito principale era di mantenere in vita le grandi imprese di Stato ad alta intensità di lavoro, indipendentemente dalla loro effettiva solvibilità finanziaria. Queste scelte, nel corso degli anni, portarono alla cristallizzazione di quello che Kornai (1986) definì vincolo di bilancio morbido (*soft budget constraint*), perché le imprese statali operarono per anni con la certezza implicita di essere sistematicamente rifinanziate dalle banche sorelle (Allen et al., 2012). Il loro fallimento, infatti, avrebbe innescato una disoccupazione di massa a costi sociali inaccettabili per la legittimità stessa del Partito.

Con la promulgazione della *Commercial Bank Law* nel 1995, il sistema bancario cinese si trovò di fronte al primo tentativo organico di riforma strutturale. L'accumulo di crediti inesigibili aveva portato il sistema sull'orlo dell'insolvenza tecnica, rendendo inevitabile un intervento legislativo. Il provvedimento mirava a trasformare le Big Four in entità economiche autonome, con la responsabilità giuridica dei propri profitti e perdite. Per la prima volta le banche venivano riconosciute come soggetti dotati di autonomia operativa, potenzialmente in grado di declinare le richieste di credito non giustificate da logiche di profitto, affrancandosi così dall'imperativo dei prestiti politici. Già un anno prima, nel 1994, il governo aveva istituito tre "Banche di Sviluppo"

⁴ Abbreviazione di *wéihù shèhuì wěndìng* (维护社会稳定), si traduce come "mantenimento della stabilità sociale" in Cina. È una strategia politica e di sicurezza centrale, finalizzata a prevenire disordini, gestire conflitti e garantire il controllo sociale per mantenere l'armonia, spesso attraverso misure di sicurezza pubblica e sorveglianza.

(*Policy Banks*), tra cui la China Development Bank, con l'obiettivo di segregare gli oneri del finanziamento pubblico, tipicamente legati a progetti infrastrutturali a basso rendimento come ferrovie e dighe, trasferendoli dalle banche commerciali a questi nuovi istituti specializzati. Una manovra strategica volta a risanare i bilanci delle Big Four, ponendo le premesse strutturali per la loro futura proiezione sul mercato (Mo, 1999).

La realtà periferica, tuttavia, raccontava una storia molto più opaca. Il governo locale era un attore che le analisi occidentali tendevano a marginalizzare, ma il cui ruolo risultava pervasivo e profondamente distorsivo. Non è un caso che la Cina venisse descritta dall'economista Xu Chenggang come un sistema di "Autoritarismo Regionalmente Decentrato" (*Regionally Decentralized Authoritarianism*). Le Big Four, pur essendo banche di proprietà centrale, possedevano una struttura operativa fortemente decentralizzata, contando migliaia di filiali distribuite a livello provinciale e municipale. In questo contesto, fino alla fine degli anni novanta, e in parte ancora oggi sotto forme più sottili, i direttori delle filiali locali operavano sotto una condizione di doppia dipendenza. Sul piano formale rispondevano gerarchicamente al quartier generale di Pechino, mentre sul piano politico e sociale erano sottoposti all'autorità del Segretario del Partito locale. Un meccanismo istituzionale di questo tipo non poteva che generare, nel lungo periodo, un conflitto di interessi intrinseco al funzionamento del sistema. La promozione dei funzionari locali, come sindaci e governatori, era direttamente proporzionale alla crescita del prodotto interno lordo (PIL) regionale e all'assenza di disordini sociali. Ciò li aveva spinti a utilizzare le filiali del territorio come casse di finanziamento per opere pubbliche o imprese municipali inefficienti, forzando l'erogazione di credito anche in totale assenza di prospettive di rientro economico. Questa dinamica, definita in letteratura come "protezionismo locale" (*Local Protectionism*), aveva prodotto una profonda frammentazione del mercato del credito. Emblematico fu il caso di una filiale della ICBC nel Sichuan, la quale pur soggetta alle direttive di Pechino, poteva trovarsi costretta a finanziare una fabbrica locale in perdita soltanto per evitare la sua chiusura, contravvenendo così ai criteri di prudenza stabiliti dalla sede centrale. Le Big Four, in definitiva, non operavano come monoliti unitari, bensì come federazioni di filiali i cui processi decisionali risultavano spesso "catturati" dalle priorità della politica locale. Una distorsione del comando centrale che trasformava la banca in uno strumento di consenso territoriale a scapito dell'efficienza e del rigore creditizio (Xu, 2011). Quella inefficienza, però, non era soltanto il frutto di distorsioni locali o corruzione. Trovava una giustificazione sistemica precisa nella teoria della viabilità elaborata da Justin Yifu Lin, poi Chief Economist della Banca Mondiale. Le imprese statali cinesi, secondo quella lettura, soffrivano di un onere politico (*policy burden*).. A differenza delle

imprese private o estere, le SOE non nascevano con l'obiettivo primario di massimizzare il profitto, ma per servire obiettivi strategici nazionali come la sicurezza energetica e la difesa, e obiettivi sociali come fornire welfare, scuole, alloggi e ospedali ai dipendenti, il cosiddetto sistema Iron Rice Bowl. Gravate da questi costi extra-mercato, le imprese statali diventavano strutturalmente non competitive nel libero mercato. Di conseguenza, lo Stato aveva l'obbligo morale e politico di sussidiarle per mantenerle in vita. Data l'esiguità del bilancio fiscale negli anni novanta, tale compito venne delegato al sistema bancario: le Big Four divennero così il veicolo di un welfare implicito. I prestiti a fondo perduto alle statali non erano errori bancari, ma sussidi mascherati necessari per compensare i costi sostenuti per conto del governo. Questa prospettiva chiarisce le ragioni della persistente discriminazione verso le imprese private e straniere: queste ultime, non essendo gravate da *Policy Burdens* né fornendo welfare pubblico, non vantavano alcun diritto politico al sussidio creditizio (Lin et al., 2003).

La crisi finanziaria asiatica del 1997-1998 portò a galla la fragilità del sistema bancario cinese, rivelando l'insostenibilità del meccanismo di sussidi occulti. Fu necessario un intervento di salvataggio di proporzioni storiche, la cui gestione definì i contorni del *moral hazard* che ancora oggi caratterizza il settore. Come documentato da Mo (1999), la ricapitalizzazione del 1998 si configurò come una complessa manovra di ingegneria finanziaria statale. La Banca Centrale ridusse il coefficiente di riserva obbligatoria, liberando un'ingente liquidità per le Big Four. Queste risorse vennero utilizzate dalle banche per acquistare obbligazioni speciali emesse dal Ministero delle Finanze, il quale a sua volta reiniettò immediatamente i fondi nel capitale delle banche sotto forma di *equity*, attraverso un'operazione dal valore complessivo di 270 miliardi di renminbi (RMB) che consentì di triplicare la base patrimoniale degli istituti. Grazie a questa triangolazione, le banche riuscirono a convergere verso i requisiti di adeguatezza patrimoniale previsti dagli standard internazionali, senza tuttavia sciogliere il legame strutturale tra la loro solvibilità e la garanzia sovrana dello Stato.

Nel 1999 nacquero le quattro *Asset Management Companies* (AMC), concepite come *bad banks* per assorbire i crediti deteriorati che soffocavano i bilanci delle Big Four. Il trasferimento di 1,4 trilioni di RMB di debiti inesigibili avvenne al valore nominale, evitando il ricorso ai valori di mercato scontati (Mo, 1999). In altri termini, lo Stato acquistò "carta straccia" a prezzo pieno, risanando le banche senza imporre perdite ai loro bilanci. Questa operazione instaurò un precedente di azzardo morale decisivo: il management bancario apprese che, a prescindere dalla gravità degli errori creditizi, lo Stato sarebbe intervenuto sempre ex post per garantire la sopravvivenza dell'istituzione secondo la logica del *Too Big to Fail*.

I salvataggi di fine anni novanta non furono l'epilogo della riorganizzazione, ma il suo punto di partenza. La consapevolezza che il conflitto di interessi tra vigilanza e proprietà restasse irrisolto portò nel 2003 alla creazione della *China Banking Regulatory Commission* (CBRC). Fino a quel momento, la PBOC ricopriva il doppio ruolo di "arbitro" e "allenatore", gestendo simultaneamente la regolazione e la politica monetaria. Con la riforma, le funzioni di vigilanza vennero scorporate e affidate alla CBRC, incaricata esclusivamente di monitorare la stabilità dei bilanci e di sanzionare le eventuali irregolarità (Allen et al., 2012). Parallelamente, per risolvere l'ambiguità sulla proprietà delle Big Four, lo Stato creò la *Central Huijin Investment*, un veicolo societario innovativo che agiva come fondo sovrano domestico ed esercitava i diritti di azionista di maggioranza per conto dello Stato. A differenza del vecchio Ministero delle Finanze, Huijin non impartiva ordini politici diretti, ma gestiva la nomina dei board e la distribuzione dei dividendi. Questo cambiamento segnò la transizione dal modello sovietico a un capitalismo di Stato moderno. Le Big Four non rispondevano più al singolo funzionario ministeriale, ma a una holding statale che richiedeva, almeno formalmente, rendimenti di mercato. Giacché Huijin restava pur sempre un braccio del Consiglio di Stato, il controllo del Partito rimase però intatto, seppur esercitato tramite strumenti di diritto societario più raffinati. Sul fronte delle AMC, però, la storia prese una piega diversa. Il mandato originario era stato concepito come temporaneo, con una clausola di estinzione a dieci anni (*sunset clause*). Queste istituzioni, però, non vennero mai smantellate. Sfruttando le garanzie statali e le ampie licenze concesse, si trasformarono in vasti conglomerati finanziari diversificati, operando aggressivamente nello *shadow banking*, nel settore immobiliare speculativo e nel *brokerage*. Invece di limitarsi a ripulire i bilanci, le AMC accumularono rischi sistemici e operarono con una leva finanziaria insostenibile, trasformando lo strumento originario di stabilità in una nuova fonte di vulnerabilità per il Paese.

Il caso della China Huarong Asset Management racchiude in sé tutte le contraddizioni di questa architettura istituzionale. Nata con l'obiettivo di ripulire i bilanci dell'ICBC, Huarong si evolse sotto la gestione dell'ex presidente Lai Xiaomin in una holding del debito ad altissimo rischio. La sua espansione andò ben oltre il mandato originale, conducendo all'accumulazione di passività per centinaia di miliardi di dollari. La traiettoria di Huarong, passata dall'essere un pilastro della stabilità a una fonte di instabilità globale, evidenziò le falle strutturali di un sistema in cui il controllo politico non garantisce necessariamente la prudenza gestionale (Calhoun, 2021).

Il collasso del 2020-2021 portò a galla un paradosso che il sistema portava in sé da anni: un ente nato per bonificare il settore bancario dai crediti deteriorati era diventato esso stesso il principale focolaio di rischio. La reazione di Pechino seguì un doppio binario. Sul piano penale, lo Stato colpì

duramente la gestione fraudolenta: l'ex presidente Lai Xiaomin venne condannato nel 2021 alla pena capitale per corruzione e bigamia, mentre il direttore generale Bai Tianhui venne incriminato per aver facilitato enormi flussi di tangenti in cambio di prestiti (The Asahi Shimbun, 2021). Sul piano economico, tuttavia, la logica della stabilità prevalse sulla disciplina di mercato. Lo Stato orchestrò un massiccio salvataggio guidato dal consorzio statale CITIC Group, evitando il default dell'istituto. Una mossa che, sebbene necessaria per prevenire il contagio finanziario, istituzionalizzò di fatto il *moral hazard*: le grandi istituzioni statali, indipendentemente dalla loro condotta, godevano di una garanzia governativa che le rendeva *Too Big to Fail* (Calhoun, 2021). Si potrebbe obiettare che una disciplina, in fondo, ci fu, e che la condanna a morte di Lai Xiaomin ne è la prova più netta. L'obiezione ha un limite preciso. La sanzione penale colpì le persone, il salvataggio protesse l'istituzione, e per il mercato del credito conta la seconda, non la prima. Un sistema che fucila il presidente e rifinanzia la società sta dicendo esattamente quale delle due considera indispensabile.

Huarong non fu un'eccezione. Fu la regola resa visibile. La protezione sistematica di questi campioni nazionali, anche a fronte di gestioni inefficienti o fraudolente, consolidò un sistema creditizio fondato sulla priorità politica. Le imprese a capitale estero, prive di qualsiasi garanzia statale, si trovarono a competere in un mercato che premiava l'appartenenza pubblica a scapito del merito economico.

Quell'asimmetria non resta però sul piano istituzionale. Si traduce in barriere d'accesso misurabili, ed è da lì che conviene ripartire.

1.2 La Dual Track del credito: selezione avversa e discriminazione del settore privato

Le inefficienze dell'architettura bancaria descritta nel paragrafo precedente non restano confinate alla sfera istituzionale. Producono effetti tangibili e quotidiani, spesso invisibili e tuttavia misurabili. Si genera così quello che la letteratura definisce il “Sistema a Doppio Binario” (Dual Track) del credito. Un contesto in cui l'erogazione dei fondi è guidata prevalentemente dallo status proprietario dell'impresa e dalle connessioni politiche, piuttosto che da parametri di rischio o redditività (Cull et al., 2015). Al cuore di questo meccanismo risiede il paradosso che vale la pena enunciare subito: più un'impresa è inefficiente e politicamente connessa, maggiore è la probabilità che venga finanziata.

Il meccanismo di questa asimmetria è riconducibile al modello di razionamento del credito elaborato da Stiglitz e Weiss nel 1981. Mentre in un sistema finanziario pienamente efficiente i tassi di interesse fluttuano liberamente per equilibrare la liquidità, il quadro istituzionale cinese è stato storicamente caratterizzato dalla ben nota repressione finanziaria. Questa decisione ha imposto tetti artificiali ai rendimenti sui depositi al fine di direzionare i flussi di capitale verso i settori di priorità governativa. Sebbene PBOC abbia eliminato formalmente tali limiti, i meccanismi di orientamento informale (*window guidance*) hanno continuato a persistere, frenando in tal modo la concorrenza bancaria e mantenendo intatta la logica allocativa di fondo. Il risultato pratico resta invariato: i capitali dei risparmiatori, remunerati a tassi reali talvolta negativi, vengono trasformati in un sussidio implicito a favore dei mutuatari corporativi statali. Una tassa invisibile, pagata da chi non ha mai avuto una voce in capitolo. (Lardy, 2008). È proprio questa dinamica agevolativa, unita ad un costo del credito mantenuto artificialmente al di sotto del proprio livello di equilibrio che innescava una profonda distorsione sistemica. Sotto simili condizioni si genera una domanda di capitali cronicamente superiore all'offerta, poiché la liquidità bancaria risulta strutturalmente insufficiente a soddisfare il fabbisogno dell'intero tessuto imprenditoriale. Di fronte a questa scarsità di capitale, i direttori delle filiali bancarie sono costretti a operare una rigorosa selezione creditizia. Invece di allocare le risorse in base a criteri di produttività, gli istituti statali optano per una rigorosa politica di minimizzazione del rischio, canalizzando sistematicamente i fondi verso le imprese di Stato, considerate troppo grandi per fallire e implicitamente garantite dal governo. Il settore privato, più dinamico e redditizio, viene semplicemente escluso. Non per una norma scritta ma per convenienza istituzionale.

Il fattore cardine è il *soft budget constraint* già introdotto da Kornai, secondo cui i funzionari bancari operano con la consapevolezza che le grandi realtà pubbliche non falliscono. La certezza di un intervento di salvataggio pubblico in caso di insolvenza, volto a scongiurare instabilità sistemiche o crisi occupazionali, pone il debito delle SOE in una categoria a rischio sé stante. Di riflesso, l'erogazione di fondi a un'azienda di Stato viene percepita come un'operazione politicamente "sicura" anche qualora dovesse tramutarsi in un credito deteriorato (*non-performing loan, NPL*). Il funzionario ha sempre una giustificazione pronta, perché il prestito rispondeva alle priorità nazionali. La carriera resta salva. Il credito, molto spesso, no. Questa logica, documentata da Brandt e Li (2003), cristallizzò un sistema in cui la progressione professionale all'interno della Nomenklatura dipende non dalla qualità del portafoglio crediti, ma dalla capacità di non creare problemi politici. Il punto debole del sistema bancario cinese non era la mancanza di capitali. Era la struttura degli incentivi che li distribuiva.

A questo incentivo politico si somma una profonda asimmetria informativa. Le piccole e medie imprese private presentano bilanci meno trasparenti e una governance societaria meno formalizzata rispetto ai colossi statali, i quali vengono regolarmente sottoposti a revisioni contabili pubbliche (*audit*). Quelle realtà rappresentavano dunque un rischio oggettivo per il funzionario di filiale, che teme l'insorgere di frodi o di insolvenze in un settore privo di paracadute statali. Il problema si aggrava sul fronte delle garanzie reali. Poiché in Cina la proprietà terriera è statale o collettiva, le SOE acquisiscono agevolmente i diritti d'uso sui terreni da utilizzare come garanzia bancaria. Al contrario le imprese private, attive prevalentemente nel manifatturiero leggero, nei servizi o nell'innovazione, si trovano in condizione di svantaggio. I loro diritti di proprietà intellettuale o i beni mobili (*asset*), vengono raramente considerati idonei dagli istituti di credito cinesi ai fini della concessione di liquidità (World Bank, 2014). Sulla carta hanno valore. Nella pratica creditizia cinese, quasi nessuno. Una fragilità strutturale silenziosa, che non compare in nessun regolamento ma si manifesta puntualmente allo sportello.

Ciò che appare come prudenza gestionale alla singola filiale si rivela, aggregato su scala nazionale, una delle distorsioni più costose del capitalismo di Stato cinese: l'allocazione inefficiente (*misallocation*) del capitale. La razionalità individuale, in questo sistema, produce irrazionalità collettiva, e lo fa con la precisione di un meccanismo ad orologeria. Le analisi del Fondo Monetario Internazionale (*International Monetary Fund, IMF*) dimostrano che il sistema bancario cinese indirizza il credito in modo sproporzionato verso realtà a bassa produttività marginale. Questa dinamica sottrae liquidità vitale al settore privato, il quale vanta invece una produttività totale dei fattori nettamente superiore (IMF, 2019). È la spada di Damocle dell'economia cinese, sospesa non su un singolo settore, ma sull'intera architettura produttiva del Paese. Finché il credito seguirà la logica politica invece di quella economica, la parte più produttiva dell'apparato industriale continuerà a finanziarsi a condizioni peggiori di quanto i suoi risultati giustifichino.

A certificare questa distorsione non servono modelli teorici, bastano i bilanci. Già all'epoca pre-pandemica, i prestiti bancari domestici coprivano appena l'11% degli investimenti in capitale fisso, il restante fabbisogno veniva coperto, per circa il 65% da fondi autoraccolti (*self-raising funds*), ovvero risparmi familiari, utili reinvestiti, circuiti informali (NBS, 2018). In altre parole, il settore privato ha imparato a crescere nonostante il sistema bancario, non grazie ad esso. I dati industriali del 2023 vanno nella stessa direzione, e sono ancora più netti. Poco più di 28.600 imprese pubbliche hanno accumulato passività per 37,5 trilioni di yuan, cifra quasi pari ai propri ricavi, 38,5 trilioni. Quasi 369.000 imprese private, tredici volte di più, hanno registrato un indebitamento inferiore, 28,9 trilioni, a fronte di ricavi notevolmente maggiori, pari a 49,4 trilioni (NBS, 2024). Nel

frattempo, come le autorità cinesi riconoscono, quel settore privato garantisce oltre il 50% del gettito fiscale, produce il 60% del PIL, genera il 70% dell'innovazione tecnologica e assorbe l'80% dell'occupazione urbana (Xinhua, 2018). cinquanta, sessanta, settanta, ottanta: una progressione citata nei discorsi ufficiali come un merito del sistema. Suona invece come un atto d'accusa. Le banche concentrano il rischio su un pugno di imprese statali inefficienti, sottraendo ossigeno finanziario alle centinaia di migliaia di piccole e medie imprese (PMI) che producono ricchezza reale, e il motore principale dell'economia cinese resta parzialmente ostaggio di un sistema pensato per conservare, non per crescere.

La persistenza di questo sistema a doppio binario genera una vera e propria tassa sull'efficienza, capovolgendo le normali logiche del merito creditizio. Nel nord-est industriale, i colossi statali affetti da cronica sovraccapacità sopravvivono grazie a continue iniezioni di liquidità bancaria. A Shenzhen e nel Guangdong, le manifatture avanzate e i poli tecnologici ricorrono all'autofinanziamento o allo *shadow banking* per restare competitivi. Due Cine separate dallo stesso sistema di credito, il cui confine tra le due non è geografico, bensì politico. Il razionamento, però, va oltre i confini nazionali. Le sussidiarie straniere condividono con il privato domestico l'assenza di protezione politica, ma scontano in aggiunta un'estraneità istituzionale che le banche statali percepiscono come rischio ulteriore (Guariglia e Poncet, 2008). Entità senza radici nel sistema, senza referenze nella Nomenklatura, senza terra da offrire come garanzia, invisibili alla logica di un mercato del credito che non è mai stato pensato per loro.

I costi di questa esclusione sono concreti e quotidiani. I controlli transfrontalieri della *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), il rischio di cambio, la dipendenza dagli utili trattenuti o da complessi trasferimenti intragruppo della casa madre, sono questi i vincoli che un'impresa straniera affronta ogni giorno in sostituzione del credito locale. Vincoli che i concorrenti domestici, finanziati in yuan a tassi amministrati, semplicemente non conoscono.

Quando si cerca un'alternativa nel sistema bancario internazionale presente in Cina, la risposta è ugualmente deludente. L'1,2 %. È questa la quota di attività totali gestite dalle filiali a capitale estero sull'intero ecosistema creditizio cinese nel 2023, più precisamente 5.068 miliardi di yuan di fronte a 413.277 miliardi (NBS e PBOC, 2024). Un numero che rende superflua qualsiasi analisi qualitativa. L'ingresso nell'Organizzazione mondiale del commercio (WTO) e le liberalizzazioni del 2020 hanno formalmente rimosso i limiti di proprietà straniera nel settore bancario. Nella pratica continua a operare quello che PwC (2013) aveva già definito *glass door effect*, e il vincolo più recente documentato riguarda la provvista, perché il capitale detenuto localmente non viene

computato fra le fonti stabili di finanziamento e i depositi della casa madre ricevono un trattamento peggiore rispetto a quelli societari ordinari (European Chamber, 2025).

Vale la pena ricordare un paradosso storico. La Bank of China nacque con il mandato esplicito di gestire i flussi di capitale estero e di fungere da canale privilegiato per i primi IDE in entrata. Quella stessa istituzione presidia oggi, insieme a ICBC e alle altre Big Four, una rete di decine di migliaia di filiali che drena risparmio domestico su scala industriale, escludendo sistematicamente le stesse imprese straniere che avrebbe dovuto servire. Un cortocircuito che non è mai stato risolto. Il risultato è una fortezza istituzionale impermeabile a chiunque non ne faccia parte. L'esclusione dal circuito ufficiale non eliminò però la necessità di capitali. La spostò altrove. È in quella terra di mezzo, lasciata sguarnita dalle istituzioni, che presero forma lo *shadow banking* e il fintech. Due mutazioni spontanee del mercato, nate dal basso con un mandato inequivocabile: finanziare l'innovazione e la crescita laddove le banche tradizionali avevano smesso di guardare.

1.3 Oltre le banche: l'illusione delle alternative finanziarie dallo *shadow banking* al Tech Crackdown

L'esclusione sistematica del settore privato dai canali creditizi ufficiali, documentata nel paragrafo precedente, non è rimasta senza risposta. Quando le istituzioni chiudono una porta, il mercato trova una finestra. In Cina quella finestra porta il nome di *shadow banking* e ha assunto caratteristiche del tutto peculiari rispetto al modello occidentale. Mentre quest'ultimo si fonda tipicamente su mercati dei capitali indipendenti e complesse cartolarizzazioni di matrice statunitense, il sistema ombra cinese si è configurato come una proiezione diretta e simbiotica del settore bancario tradizionale (Ehlers, Kong e Zhu, 2018). Non un'alternativa al sistema, ma una sua estensione nell'ombra. Lo sintetizza bene l'adagio secondo cui lo *shadow banking* cinese altro non sarebbe che "*the shadow of the banks*": un ecosistema in cui gli istituti commerciali non sono meri spettatori, ma i veri architetti dell'intermediazione informale (Huang R.H., 2015). Una distinzione tutt'altro che semantica.

Significa che le stesse banche che ufficialmente escludevano il settore privato dal credito formale erano, attraverso canali paralleli, i principali finanziatori di quel sistema ombra che fingevano di non vedere. I numeri confermano la portata del fenomeno. Secondo i dati del *Financial Stability Board* (FSB), già nel 2012 la Cina registrava un tasso di crescita degli asset nel sistema ombra del 42%, il più elevato al mondo (Huang R.H., 2015). Non fu un'espansione spontanea. Le banche sfruttarono questi canali per aggirare i rigidi vincoli prudenziali, il rapporto *loan-to-deposit*, i tetti

massimi sugli impieghi, i requisiti di riserva obbligatoria, riclassificando gli asset in voci fuori bilancio (*off-balance sheet*) e incrementando i profitti senza intaccare i coefficienti regolamentari. Un arbitraggio sofisticato, condotto non da attori esterni al sistema ma dalle stesse istituzioni che il sistema avrebbe dovuto presidiare. I risparmiatori, intanto, avevano smesso di aspettare: spinti fuori dai depositi bancari a tassi reali negativi, trovarono nei prodotti di gestione patrimoniale (*wealth management products*, WMP) rendimenti competitivi, spesso percepiti come garantiti grazie a quelle garanzie implicite che nessuna norma prevedeva ma che il mercato dava per scontate (Ehlers, Kong e Zhu, 2018). Due interessi diversi, una stessa scommessa. Era una promessa non scritta, e come tutte le promesse non scritte, destinata a diventare un problema nel momento in cui qualcuno avesse chiesto di incassarla.

Pechino non rimase ad osservare passivamente, anzi incoraggiò la sperimentazione di strumenti come la cartolarizzazione e i WMP nel tentativo di modernizzare l'allocazione del capitale. In parallelo, l'avanzamento tecnologico ridusse i costi operativi e migliorò la capillarità distributiva dei prodotti, spingendo le transazioni finanziarie ben oltre i confini delle filiali fisiche. In questo vuoto prese forma il concetto di *internet finance*: la rete cominciava a offrire soluzioni di intermediazione capaci di connettere direttamente i risparmiatori alle imprese escluse dal credito formale, diventando rapidamente centrale nel dibattito economico nazionale (Huang R.H., 2015). Era l'embrione di quella rivoluzione Fintech che avrebbe presto ridefinito i rapporti di forza tra Stato, banche e mercato (Ehlers, Kong e Zhu, 2018).

Le autorità di vigilanza, già nel 2012, avevano però segnalato i rischi che si stavano accumulando: un marcato disallineamento delle scadenze (*maturity mismatch*⁵) tra le passività a breve dei WMP e gli investimenti a lungo termine sottostanti, e un azzardo morale sempre più diffuso, alimentato da quelle stesse garanzie implicite che rendevano i prodotti tanto attraenti quanto pericolosi (Huang R.H., 2015). La profezia di Cassandra del sistema finanziario cinese, lucida, tempestiva, e come sempre inascoltata finché non fu troppo tardi.

Quella profezia si stava avverando più in fretta del previsto. Per quasi un decennio, dal 2008 in poi, Pechino aveva scelto consapevolmente di accumulare debito pur di tenere alta la crescita del PIL e con essa l'occupazione, elemento imprescindibile per la legittimità politica del Partito. Nel breve periodo, una scommessa razionale. Nel lungo, una trappola. Il credito ombra aveva raggiunto un valore stimato intorno ai 10 trilioni di dollari, e quello che era nato come valvola di sfogo per un

⁵ Il disallineamento delle scadenze si verifica quando i fondi raccolti a breve termine, come i WMP con scadenze inferiori all'anno, vengono investiti in attività a lungo termine e illiquide. In caso di ritiro massiccio degli investitori, l'istituzione non riesce a liquidare gli asset sottostanti in tempo, generando una crisi di liquidità.

sistema bancario rigido si era trasformato in una minaccia sistemica che Pechino non poteva più ignorare (Haenle, 2018). La leadership aveva di fronte un esempio piuttosto familiare, ovvero la stagnazione giapponese degli anni novanta, scaturita dallo scoppio di una bolla creditizia non dissimile. Un fantasma che nessun dirigente cinese voleva evocare, poiché la storia aveva già dimostrato che una crisi bancaria interna poteva costare politicamente molto più di un qualsiasi rallentamento della crescita. La risposta arrivò nel 2017, in occasione del 19° Congresso del Partito, dove Xi Jinping elevò a livello formale la riduzione del rischio finanziario a priorità assoluta nell'ambito delle cosiddette «tre grandi battaglie decisive» (*sān dà gōngjiān zhàn* 三大攻坚战): prevenzione dei rischi finanziari, riduzione della povertà e contrasto all'inquinamento. La prima delle tre, quella finanziaria, fu dichiarata «una battaglia critica per il futuro», con l'imperativo di sacrificare la velocità di espansione in favore di una crescita qualitativa (Haenle, 2018). Non era un aggiustamento tecnico. Era un cambio di rotta dichiarato con tutta la solennità che solo un Congresso del Partito sa dare. Le parole di Xi Jinping al Congresso non lasciavano spazio a interpretazioni: «Rafforzare la leadership del Partito nella finanza, aderendo alla guida del Comitato Centrale e istituzionalizzandone i meccanismi di controllo». Il Presidente riaffermava qualcosa che in Cina non è mai stato davvero in discussione, ovvero il sistema finanziario non è un mercato da regolare, bensì uno strumento da governare (Huang e He, 2024). La distinzione tra regolamentazione tecnica e controllo politico non andava sfumando, era già scomparsa. Con questa chiarezza di intenti, la Cina varò una decisa campagna di *deleveraging*. I canali di indebitamento *fuori bilancio* dei governi locali vennero limitati severamente, mentre le garanzie implicite sui WMP furono vietate attraverso le *New Asset Management Rules* da aprile 2018. Tutto questo mentre la guerra commerciale con gli Stati Uniti era in pieno svolgimento. Quella che Huang e He (2024) definiscono “*campaign-style governance*”⁶ fu, nei fatti, una terapia d’urto. Imprese e amministrazioni vennero forzate a ripagare i prestiti esistenti, riducendo la dipendenza dalla leva finanziaria. Il *credit crunch* che ne seguì fu una conseguenza calcolata, accettata consapevolmente come prezzo da pagare per risanare un sistema divenuto ingovernabile. Per quanto riguarda le imprese private, significò ritrovarsi da un giorno all’altro senza accesso a quella liquidità informale che fino a quel momento aveva compensato la rigidità del sistema bancario ufficiale. I numeri confermano la portata dello shock. Tra il 2017 e il 2018, secondo i dati PBOC sull’*Aggregate Financing to the Real Economy* (AFRE), i prestiti fiduciari (*Trust Loans*), passarono

⁶ Modalità di intervento tipica del sistema politico cinese che prevede l'implementazione rapida e centralizzata di obiettivi politici attraverso una mobilitazione straordinaria dell'apparato burocratico, bypassando i normali canali regolatori e caratterizzandosi per intensità temporanea e forte pressione gerarchica.

da +22.232 a -6.975 in centinaia di milioni di RMB. I prestiti delegati (*Entrusted Loans*) da +7.994 a -16.062 (NBS e PBOC, 2024). Il prosciugamento fu brutale, bastarono dodici mesi per azzerare una liquidità informale che aveva alimentato l'imprenditoria privata per quasi un decennio.

Tabella 1.1. Variazione dei flussi netti di *Trust Loans* ed *Entrusted Loans* (2017-2018)

Strumento Finanziario	Flusso 2017 (100 mln yuan)	Flusso 2018 (100 mln yuan)	Variazione
Trust Loans	22.232	-6.975	Crollo del 131% (deflusso netto)
Entrusted Loans	7.994	-16.062	Crollo del 300% (deflusso netto)

Fonte: elaborazione su NBS e PBOC (2024), estratti da "Statistics on Aggregate Financing to the Real Economy (Flow)". I valori negativi relativi all'anno 2018 indicano una contrazione netta del credito erogato, a dimostrazione del massiccio deflusso di capitali causato dall'entrata in vigore delle direttive statali sul *deleveraging*.

Per le imprese a capitale estero lo shock arrivò per via indiretta. Quel canale alternativo non lo avevano mai percorso, perché una sussidiaria che consolida i conti in una casa madre sorvegliata da revisori internazionali non si indebita in circuiti opachi. Lo percorrevano però i loro fornitori, i loro distributori e i loro soci locali, e fu da lì che il prosciugamento le raggiunse. Il terzo capitolo ne ricostruisce il meccanismo. Le riforme cercarono di razionalizzare e accentrare la supervisione, culminando nel 2023 con la creazione della *National Financial Regulatory Administration* (NFRA), ma la sostanza del controllo rimase profondamente politica (Chorzempa e Véron, 2023). La Nomenklatura assicurava che i vertici degli organi regolatori rispondessero direttamente ai comitati politici interni (Huang e He, 2024). Con lo *shadow banking* smantellato, il credito residuo andò alle SOE. Non per una norma scritta, ma per la stessa logica già vista nei paragrafi precedenti. Il *deleveraging* aveva eliminato il campo dalle alternative informali senza costruirne di nuove. Le imprese straniere si ritrovarono in un mercato i cui confini non erano tracciati dalla legge, ma dalla volontà politica.

Il fabbisogno di capitali del settore privato non scomparve con lo *shadow banking*, bensì si spostò verso l'unico spazio ancora privo di regolamentazione, quello digitale. La prima ondata di questa migrazione si materializzò nel *Peer-to-Peer lending* (P2P): un modello che prometteva di disintermediare le banche statali connettendo direttamente risparmiatori e PMI, senza requisiti di capitale minimo né barriere all'ingresso. Il risultato fu un'espansione che non aveva precedenti nel

settore finanziario cinese. Le piattaforme attive balzarono da circa 200 nel 2012 a oltre 4.029 nell'aprile del 2016 (Wang, Shen e Huang, 2016). Una crescita troppo rapida per essere governata. Il vuoto normativo trasformò presto il settore in un *Far West* finanziario. L'emblema del collasso fu Ezubao: uno schema Ponzi mascherato da innovativa piattaforma P2P che, prima di essere smantellato dalle autorità, riuscì a frodare circa 900.000 investitori per un valore complessivo di circa 50 miliardi di RMB, pari a 7,6 miliardi di dollari (CNBC, 2016). Non fu un caso isolato. Nel 2016 le cosiddette *problem platforms* insolventi ammontavano a 1.598, quasi il 40% dell'intero settore cinese del P2P lending (Wang, Shen e Huang, 2016). Quello che era nato come risposta spontanea alle inefficienze del sistema bancario si era trasformato nella scatola di Pandora del credito digitale, aperta con entusiasmo, chiusa con enorme difficoltà. Di fronte al rischio concreto di disordini sociali innescati dalla distruzione di ricchezza, Pechino intervenne con una repressione totale, azzerando di fatto l'intero comparto nel giro di pochi anni.

Mentre il P2P implodeva sotto il peso delle proprie contraddizioni, altrove stava prendendo forma un fenomeno di portata ben diversa. Le grandi corporazioni tecnologiche (*BigTech*), ovvero Alibaba con Ant Group, e Tencent con WeChat, ridefinirono le regole del gioco. Invece di percorrere la lunga strada delle carte di credito, la Cina approdò direttamente all'egemonia dei pagamenti mobili, un fenomeno che Turrin (2021) definisce *leapfrogging*, "il salto della rana". I dati della Banca Mondiale certificano una penetrazione di Alipay e WeChat Pay tra la popolazione adulta cinese senza eguali a livello globale (Demirgüç-Kunt et al., 2022). Ma ridurre il fenomeno alla diffusione dei pagamenti sarebbe come scambiare il sintomo per la malattia. La vera discontinuità rispetto al sistema bancario tradizionale risiedeva nell'Information Advantage (vantaggio informativo). Le banche statali avevano sempre condizionato l'accesso al credito alla disponibilità di garanzie fisiche, immobili, terreni, beni che le PMI e i consumatori privati spesso non possedevano. Le BigTech ribaltarono questa logica. Invece di chiedere garanzie fisiche, sfruttarono i *BigData* e l'intelligenza artificiale per valutare il rischio di credito in tempo reale, controllando le abitudini di consumo del cliente, i pagamenti delle utenze e l'impronta digitale degli utenti. Il modello *Zhima Credit* (芝麻信用, *Sesame Credit*) di Ant Group ne è l'incarnazione più sofisticata. Si tratta di un algoritmo di *scoring* proprietario capace di prezzare il rischio senza un solo mattone come garanzia, che per milioni di microimprese abbatté quelle barriere che il sistema bancario tradizionale aveva mantenuto intatte per decenni (Frost et al., 2019). Per la prima volta, il merito sembrava poter determinare l'accesso al capitale, indipendentemente dall'appartenenza politica o dalla disponibilità di collaterale fisico. Ma come spesso accade nella storia finanziaria, il tallone d'Achille non era la

debolezza del modello. Era la sua forza. Le BigTech non crebbero gradualmente, esplosero. E più crescevano, più il loro modello di business rivelava una contraddizione di fondo: erogavano credito su scala bancaria senza essere sottoposti ai vincoli prudenziali delle banche. Ant Group e Tencent erano diventati monoliti finanziari *too big to fail*, capaci di erogare volumi impressionanti di prestiti assumendosi rischi di bilancio minimi (Chorzempa, 2024). Al centro del modello c'era il prestito congiunto (*joint lending*), attraverso il quale i fondi erogati provenivano strutturalmente da banche partner regionali, sulle quali veniva scaricato quasi interamente il rischio di insolvenza. La piattaforma tratteneva sul proprio bilancio una frazione infinitesimale del prestito, talvolta inferiore al 2%, incamerando le commissioni di intermediazione algoritmica e lasciando gli istituti partner esposti a potenziali crisi di liquidità (Chorzempa, 2024). Operavano come banche, ma senza essere regolate come tali. Il fallimento della Baoshang Bank nel 2019, utilizzata come salvadanaio privato da conglomerati corrotti, aveva già dimostrato che il problema non risiedeva nella forma dell'apparato regolatorio, sulla carta persino più snello di quello europeo o statunitense, ma nella cronica mancanza di indipendenza delle autorità di controllo (Chorzempa e Véron, 2023). La fragilità del sistema era sotto gli occhi di tutti. Nessuno aveva ancora trovato il coraggio di ammetterlo, e si arrivò così al novembre del 2020. Le autorità di Pechino sospesero a sorpresa l'IPO di Ant Group, la più grande quotazione in borsa della storia finanziaria globale con una raccolta stimata di oltre 34 miliardi di dollari, e una valutazione complessiva superiore ai 300 miliardi (Chorzempa, 2024). L'intervento normativo giunse a pochi giorni dal debutto programmato sui mercati di Shanghai e Hong Kong. Non fu solo una questione di rischio sistemico. Dietro l'intervento si celava anche la crescente insofferenza del Partito nei confronti dell'indipendenza e della concentrazione della ricchezza dei magnati tecnologici, ormai percepiti come potenziali rivali nell'allocazione del potere economico nazionale (Huang e He, 2024). Quella sospensione fu l'inizio di un *wide-ranging crackdown* strutturato su più fronti. Le società Fintech furono costrette a ristrutturarsi come holding finanziarie, assoggettate agli stessi parametri prudenziali, ai limiti alla leva finanziaria e requisiti di accantonamento previsti per gli istituti bancari tradizionali. I mercati azionari dovettero riprezzare questi giganti non più come agili innovatori digitali, ma come tradizionali erogatori di credito subordinati allo Stato (Chorzempa, 2024). Il colpo più duro arrivò sul fronte dei dati. Pechino varò stringenti normative sulla sicurezza nazionale e sulla tutela della privacy, costringendo le BigTech a condividere le metriche di *credit scoring* dei consumatori con le agenzie di credito statali. In questo modo, quell'*Information Advantage* che aveva rappresentato il loro vero vantaggio competitivo venne neutralizzato alla radice (Chorzempa, 2024). A questa manovra si aggiunse la contromossa della Banca Centrale con l'accelerazione dell'e-CNY, la valuta

digitale (*Central Bank Digital Currency*, CBDC), concepita per restituire allo Stato la sovranità monetaria e il controllo diretto sui flussi transazionali dei cittadini (Turrin, 2021).

La parabola del credito informale cinese si chiude qui. Dallo *shadow banking* al P2P, dal *leapfrogging* al Tech Crackdown, la storia si ripeté con una coerenza quasi monotona, e ogni canale alternativo al sistema bancario ufficiale attraversò lo stesso ciclo. Nascita spontanea, crescita rapida, tolleranza finché restava marginale. Poi la mannaia. Le riforme non mancarono, e nel marzo 2023 nacque la NFRA con l'obiettivo dichiarato di snellire e accentrare la vigilanza. Cambiare la forma dell'apparato non cambia però la sostanza del controllo, giacché le autorità di supervisione continuavano a rispondere allo stesso Partito su cui dovrebbero vigilare. Si tratta di un limite strutturale che nessuna riorganizzazione burocratica può sanare (Chorzempa e Véron, 2023).

Per le imprese a capitale estero, questo ciclo ebbe conseguenze dirette e misurabili. Quando un canale alternativo veniva smantellato, il credito tornava invariabilmente verso le SOE, e le riforme annunciate come neutrali finivano per rafforzare, nei fatti, lo stesso monopolio politico che promettevano di scardinare. Il risultato, indipendentemente dalla forma che prendeva l'intervento, era sempre identico. In Cina il mercato non è mai stato la destinazione finale dell'evoluzione finanziaria, ma uno strumento da ridimensionare non appena smette di servire gli obiettivi del Partito. Il Tech Crackdown lo rese esplicito.

È la lezione che Sisifo impara ogni volta che si avvicina alla cima. Il masso rotola sempre indietro.

1.4 Conclusioni del capitolo

Il percorso tracciato nei paragrafi precedenti racconta sempre la stessa storia, declinata in epoche diverse. Dalla Monobanca maoista alle Big Four post-riforma, dalla Commercial Bank Law del 1995 alla NFRA del 2023, ogni cambiamento istituzionale ridisegnò la forma del controllo senza mai alterarne la sostanza. Le banche cinesi acquisirono nel tempo bilanci più sofisticati, strutture societarie più raffinate e parametri prudenziali più vicini agli standard internazionali. Eppure, come dimostrò il caso Huarong, la prudenza gestionale resta subordinata alla stabilità politica quando i due valori entrano in conflitto. Il *moral hazard* non rappresenta un difetto del sistema, ma uno dei suoi meccanismi di governo, la prova che il Partito preferisce un sistema prevedibile a uno efficiente.

Gli effetti sull'allocazione del credito furono altrettanto coerenti e altrettanto costosi. Il sistema a doppio binario penalizzò sistematicamente il settore privato in favore delle SOE, indipendentemente

dalla produttività relativa dei due comparti. I dati industriali del 2023 certificano il paradosso con precisione quasi crudele. Imprese pubbliche sovraindebitate rispetto ai propri ricavi. Imprese private con ricavi assai superiori al proprio debito, e sistematicamente razionate. Per le imprese a capitale estero il prezzo fu di natura diversa. Escluse dal credito formale per ragioni strutturali, non disponevano nemmeno di quello informale, e il *deleveraging* del 2018 non tolse loro un canale che non avevano mai avuto. Prosciugò quello dei soggetti su cui si appoggiavano. Il Tech Crackdown del 2020 chiuse definitivamente il cerchio, dimostrando che in Cina nessuna alternativa al monopolio politico sul credito viene tollerata oltre una certa soglia. Quel ridimensionamento non fu mai una reazione a un fallimento di mercato. Fu la risposta a un mercato che stava diventando una variabile indipendente. È in questo ecosistema che operano le imprese a capitale estero, in un campo da gioco in cui le regole non sono scritte nella legge ma nella volontà politica. Sapere come queste imprese vi sopravvivano è però una domanda che viene dopo. Prima occorre misurare l'ostacolo, cioè quanto separi davvero una sussidiaria estera dalle concorrenti che il sistema riconosce. È il lavoro del capitolo che segue.

Capitolo 2

LE BARRIERE ECONOMICHE AL CREDITO: DIAGNOSI, CAUSE E COSTI

Introduzione

Nel 2024, a venticinque anni dalla prima rilevazione della Banca Mondiale sul tema, l'accesso ai finanziamenti risultava ancora l'ostacolo più segnalato dalle imprese attive nel Paese (World Bank, 2024). Nel frattempo il sistema bancario cinese era diventato il più grande del mondo per volume di attivi. Il denaro, dunque, non è mai stato il problema. Il primo capitolo ha ricostruito l'architettura istituzionale che rende compatibili queste due circostanze e la logica politica che governa l'allocazione del credito. Restava ancora aperta la domanda su come le imprese a capitale estero riescano a sopravvivere. Prima di raccontare come si convive con una malattia, però, bisogna stabilirne la diagnosi. È il lavoro di questo capitolo, in tre tempi che vanno dal sintomo alla causa, e dalla causa al conto.

Il primo tempo è descrittivo. Il fenomeno porta un nome cinese che ricorre nella documentazione ufficiale da oltre un decennio, e la conferma più solida proviene dalla fonte meno sospettabile di parzialità: un comunicato del Consiglio di Stato che assegna alle quattro maggiori banche del Paese obiettivi quantitativi e scadenze per l'erogazione di credito alle imprese private. Ricostruirne l'estensione e l'intensità permette di mostrare perché le imprese a capitale estero ne rappresentino il caso limite, tenute fuori persino dal perimetro dei rimedi che il governo ha destinato alle altre categorie penalizzate. Il secondo tempo indaga le ragioni per cui un direttore di filiale rifiuta il credito anche davanti a un bilancio in ordine. La risposta chiama in causa ciò che al sistema manca prima ancora di ciò che esso vuole: un rating credibile, in un mercato obbligazionario dove oltre la metà degli emittenti porta il giudizio più alto, un bilancio confrontabile con i formati locali, un foro davanti al quale far valere le garanzie con qualche prevedibilità. La teoria dei vuoti istituzionali offre la mappa di queste assenze, e il caso cinese vi impone una correzione che essa non contemplava, perché alcuni di quei vuoti non attendono di essere colmati. La loro persistenza è deliberata. Il conto arriva alla fine, quando il costo del capitale cessa di essere una variabile

finanziaria e si traduce in uno svantaggio competitivo misurabile, pagato in investimenti rinviati, margini erosi e, da ultimo, in capitale che lascia il Paese.

Un'avvertenza sul metodo, prima di cominciare. Il dato definitivo sulla discriminazione creditizia subita dalle imprese a capitale estero non esiste, né in questa ricerca né altrove, perché le statistiche cinesi non isolano la categoria. In un apparato che censisce la produzione industriale categoria per categoria, una voce che non compare è una voce che non si è voluta creare. Questo capitolo tratta i numeri disponibili con i loro perimetri dichiarati, segnala ciò che non è misurabile, e sostiene una tesi precisa, perché in questo campo anche il silenzio statistico è un dato. E dove le cifre tacciono resta il lessico. Gli slogan con cui il governo nomina i propri problemi, e le formule con cui il mercato nomina ciò che il governo preferisce non nominare, si riveleranno in più di un passaggio la fonte più esplicita disponibile.

2.1 Il fenomeno del *róngzī nán* (融资难): difficoltà strutturali di finanziamento

Il comunicato del 2 aprile 2025 portava un titolo che non prometteva nulla di memorabile, «State-owned lenders to better serve private firms» (State Council, 2025). Seguiva un elenco di impegni corredati di importi e scadenze. ICBC si vincolava a erogare almeno 6.000 miliardi di RMB di nuovo credito alle imprese private nell'arco di un triennio. ABC fissava a 7.500 miliardi la soglia dei prestiti da raggiungere entro la fine dell'anno. BOC destinava allo stesso scopo oltre 5 miliardi di dollari per il solo 2025, mentre CCB annunciava un piano d'azione dedicato. La natura del problema che quelle somme dovevano fronteggiare risultava dal testo medesimo, che la designava come *financing difficulties* delle imprese private.

Il valore documentario di un annuncio simile eccede quello di qualsiasi rilevazione condotta dall'esterno. Le denunce delle camere di commercio si prestano a essere liquidate come interessate, i lavori accademici come datati, le survey come campioni parziali. Un governo che ordina pubblicamente alle proprie banche di prestare a una determinata categoria di imprese, fissando obiettivi e termini, certifica invece due circostanze insieme, e cioè che fino a quel momento quelle banche non lo avevano fatto, e che trent'anni di riforme, dalla Commercial Bank Law alla NFRA, non erano bastati a modificare le abitudini allocative descritte nel capitolo precedente.

Nell'elenco dei destinatari figurano le imprese private domestiche, le micro e piccole imprese, i campioni tecnologici nazionali. Le imprese a capitale estero non vi compaiono, né nel testo né nelle note. Nessun documento di policy esaminato in questo paragrafo assegnerà loro impegni quantificati. Prima di misurare quell'assenza, però, occorre dare un nome a ciò da cui quelle imprese sono escluse.

Il fenomeno che quel comunicato ammetteva porta un nome che qualunque imprenditore cinese riconosce senza bisogno di spiegazioni: *róngzī nán* (融资难, «difficoltà di finanziamento»), quasi sempre accoppiato al gemello *róngzī guì* (融资贵, «finanziamento costoso»). La coppia è costruita secondo uno schema ricorrente nel linguaggio politico cinese, due unità trisillabiche parallele che condensano un problema nazionale in una formula ripetibile. Nel dicembre 2014 Li Keqiang la impiegò in una riunione esecutiva del Consiglio di Stato dedicata al credito alle piccole imprese e al mondo rurale (People's Daily Online, 2014), e da allora l'espressione è entrata stabilmente nel lessico dei documenti ufficiali. La sua stessa fortuna costituisce però un dato. Quando un problema riceve una formula fissa cessa di essere un'emergenza e assume i tratti di una condizione amministrata, che si cita nei piani quinquennali, si affida a un ufficio, si promette ogni anno di risolvere. Il carattere 难 *nán*, lo stesso di *kùnnan* (困难, «difficoltà»), è rimasto incastonato in uno slogan che il governo ripete da oltre un decennio, e la durata di quella ripetizione anticipa già una risposta alla domanda sull'esito delle riforme.

Sul piano analitico la coppia va comunque scomposta. Il primo termine indica la porta che non si apre, il secondo il sovrapprezzo pagato da chi riesce a entrare, e sono queste pagine a occuparsi della porta, mentre il prezzo del biglietto sarà oggetto del terzo paragrafo. Va precisato inoltre che cosa il *róngzī nán* designi, perché il termine non allude a una scarsità aggregata di credito: il sistema bancario cinese figura tra i più liquidi al mondo, e la difficoltà colpisce categorie determinate di imprese mentre altre dispongono di finanziamento in abbondanza. Se ne ricava la ragione per cui va tenuto distinto dal razionamento discusso nel primo capitolo, che ne spiega il meccanismo senza indicarne i destinatari.

Il fenomeno è più vecchio della maggior parte delle imprese che oggi lo subiscono, e una serie di rilevazioni che copre un quarto di secolo consente di documentarlo. Il punto di partenza è il World Business Environment Survey 1999-2000, condotto dalla Banca Mondiale in ottanta Paesi. L'80% delle imprese private cinesi vi indicava le difficoltà di finanziamento fra gli ostacoli maggiori alla propria attività, il doppio della mediana del campione, ferma al 38,5%. Nessun Paese osservato faceva registrare un valore più alto, e i due che seguivano erano Haiti con il 74,4% e la Repubblica

Kirghisa con il 66,7% (Héricourt e Poncet, 2009).⁷ Nell'anno in cui negoziava l'ingresso nel WTO, la Cina risultava fra gli ottanta Paesi osservati il meno ospitale verso il proprio settore privato. Dodici anni più tardi l'Enterprise Survey tornò a misurare su un campione di 2.700 imprese, raccolto fra il novembre 2011 e il marzo 2013 in venticinque fra le maggiori città cinesi. Su quindici dimensioni dell'ambiente di business, l'accesso ai finanziamenti si confermava l'ostacolo più citato, indicato da oltre un quinto delle imprese, mentre le banche finanziavano il 6% del capitale circolante e il 5% degli investimenti (World Bank, 2012).

L'ultima città meriterebbe una rilevazione a sé, perché il questionario la raggiungeva pochi mesi dopo il collasso del suo sistema creditizio. La ricostruzione che segue si appoggia in larga parte a Chen e Deakin (2021), lo studio che ne ha documentato con maggiore dettaglio la sequenza. Wenzhou aveva ricevuto pochissimi investimenti statali dopo il 1949, per via della posizione geografica di fronte a Taiwan, e da quella penuria aveva ricavato una propria autosufficienza finanziaria. Tra il 1980 e il 1985 il 95% dei flussi di capitale della città passava fuori dal circuito bancario, e ancora nel 1996 i prestiti bancari al settore privato non superavano il 6,9% del credito totale (Chen e Deakin, 2021). Al posto delle banche lavorava un'infrastruttura fatta di prestiti tra parenti, credito commerciale tra imprese, case di prestito clandestine e associazioni di credito rotativo, nelle quali i membri di un gruppo versano a turno in una cassa comune e a turno la incassano. Un rapporto governativo del 2010 registrava che il 71% delle imprese di Wenzhou otteneva credito su quel mercato senza fornire alcuna garanzia, e che il 96% dei prestiti veniva rimborsato (Chen e Deakin, 2021).

Non si trattava di un fenomeno sconosciuto alle autorità. La banca centrale ne monitorava l'andamento con rilevazioni mensili fin dal 2003, su centoquaranta punti di osservazione (Qin, Xu e Zhang, 2014: 24). Il credito che le banche non erogavano veniva dunque misurato, mese per mese, dall'istituzione che presiedeva alle banche.

Il crollo del 2011 è stato a lungo attribuito alla fragilità di quel circuito e ai tassi che vi si praticavano. La ricostruzione più recente rovescia il rapporto di causa. Con il pacchetto di stimolo da quattromila miliardi varato dopo la crisi globale, tra il settembre e il dicembre 2008 la PBOC ridusse quattro volte il coefficiente di riserva obbligatoria e cinque volte i tassi di riferimento, portando il tasso sui prestiti a un anno dal 7,47% al 5,31% (Chen e Deakin, 2021). Le banche si ritrovarono con una massa di credito che i debitori abituali non potevano assorbire, e andarono a

⁷ La percentuale è calcolata su un campione che esclude le imprese a partecipazione statale o estera, sul presupposto che entrambe godano di un accesso privilegiato al credito (Claessens e Tzioumis, 2006, citati in Héricourt e Poncet, 2009). La rilevazione da cui muove questo capitolo lascia dunque fuori per costruzione la categoria di imprese di cui la ricerca si occupa.

cercare clienti dove non li avevano mai cercati. A Wenzhou il credito formale si riversò sulle piccole imprese che fino ad allora ne erano state escluse. Per centrare gli obiettivi di erogazione, ai quali erano legati premi e avanzamenti di carriera, i funzionari concessero prestiti a clienti che non soddisfacevano i criteri di affidamento stabiliti, e per farlo le banche abbassavano gli standard oppure ricorrevano a modi «leciti o illeciti» per gonfiare artificialmente il merito creditizio dei debitori (Chen e Deakin, 2021).

Nel 2010 la direzione cambiò. Tra il gennaio di quell'anno e il giugno 2011 la riserva obbligatoria fu innalzata dodici volte, e le imprese che si erano indebitate a basso costo si trovarono tagliate fuori dal canale che le aveva finanziate (Chen e Deakin, 2021). Per rimborsare le banche ricorsero al mercato informale, dove la domanda esplose e con essa i tassi. A moltiplicare il danno intervenne il *liánbǎo* (联保), il prestito di gruppo con garanzia reciproca che le banche commerciali avevano adottato dopo il 2008 come strumento di gestione del rischio sulle piccole imprese, e che a Wenzhou arrivò a coprire tra il 60 e il 70% del credito erogato (Chen e Deakin, 2021). I gruppi venivano costituiti su richiesta degli istituti, spesso tra imprese che non si conoscevano, senza alcun limite al numero di gruppi cui una stessa impresa potesse aderire. Il gruppo Xin Tai, produttore di vetro, ne trascinò con sé settecentotrenta, disposte in cerchi concentrici attorno al debitore originario, per quindici miliardi di RMB di esposizione complessiva (Chen e Deakin, 2021).

Tra aprile e settembre 2011 oltre cento imprenditori scomparvero, si tolsero la vita o dichiararono insolvenza, ripudiando circa dieci miliardi di RMB di debiti (Chen e Deakin, 2021). Il 22 settembre più di dieci lo fecero nello stesso giorno (Chen e Deakin, 2021). In ottobre il premier Wen Jiabao si recò in città, e la visita di un premier è sempre una cattiva notizia per chi la riceve. Nel marzo successivo il Consiglio di Stato istituì a Wenzhou una zona pilota di riforma finanziaria, incaricata di legalizzare e regolamentare il prestito informale con quella sollecitudine improvvisa che le istituzioni riservano ai problemi cui hanno contribuito (Chen e Deakin, 2021).

Il sistema bancario ufficiale aveva ignorato Wenzhou per trent'anni. Quando vi entrò, non lo fece per soccorrerla. Vi riversò credito che altrove non trovava destinatari, e se ne ritirò con la stessa rapidità non appena la politica monetaria cambiò direzione. Nel giugno 2011 i crediti deteriorati delle banche cittadine si fermavano allo 0,37%, contro una media nazionale del 2,4%, e nessuna piazza in Cina vantava un dato migliore. Nell'ottobre 2013 con il 4,31%, Wenzhou era di nuovo in testa, in una classifica capovolta (Chen e Deakin, 2021).

L'Enterprise Survey raggiunse Wenzhou in queste condizioni, e la città rientrò nella media nazionale senza che nulla la segnalasse.

Wenzhou non costituiva un'eccezione, e non lo sarebbe diventata. Dodici anni più tardi la Banca Mondiale tornò a misurare su scala nazionale, in una Cina che nel frattempo aveva conosciuto la diffusione del Fintech e una successione di misure di liberalizzazione finanziaria, e la posizione non si mosse. Nel 2024 l'accesso ai finanziamenti restava l'ostacolo più segnalato dalle imprese, indicato come problema principale dal 25% degli intervistati, davanti alle pratiche del settore informale (15,8%) e alle aliquote fiscali (14,3%) (World Bank, 2024). Tre rilevazioni, tre Cine diverse tra loro, e venticinque anni di riforme che non avevano spostato la classifica di un posto.

Tabella 2.1. L'accesso ai finanziamenti nelle rilevazioni della Banca Mondiale, 1999-2024

	1999-2000	2012	2024
Posizione fra gli ostacoli segnalati dalle imprese	1 ^a	1 ^a	1 ^a
Imprese che lo segnalano (%)	80	oltre 20	25
Investimenti finanziati da banche (%)	n.d.	5	7,7
Copertura della rilevazione	80 Paesi	2.700 imprese, 25 città	2.189 imprese

Fonte: elaborazione su Héricourt e Poncet (2009) per il World Business Environment Survey 1999-2000, e su World Bank (2012; 2024). Le tre rilevazioni differiscono per metodologia, campione e formulazione del quesito. Nel 1999-2000 le imprese indicavano gli ostacoli maggiori alla propria attività, nel 2012 e nel 2024 il singolo ostacolo principale, sicché le percentuali non sono confrontabili fra loro mentre le posizioni lo sono. Per il 2024 la Banca Mondiale non pubblica la quota di capitale circolante finanziata dalle banche, che nel 2012 si attestava al 6%.

Se dalla classifica si scende alle cifre che la compongono, l'esclusione rivela la propria forma, simile ad un imbuto. Alla bocca, larghissima, sta l'inclusione finanziaria di base, con il 99,2% delle imprese cinesi titolare di un conto corrente o di un deposito, sicché il sistema le conosceva tutte, le censiva, ne custodiva la liquidità e ne osservava i flussi di cassa giorno per giorno. Il collo era assai più stretto, perché soltanto il 12,7% ricorreva a prestiti bancari per finanziare i propri investimenti, e tra le imprese con meno di venti dipendenti la quota scendeva al 10,2%, contro il 25% delle grandi (World Bank, 2024). In mezzo si perdeva la maggior parte del tessuto produttivo del Paese. Il capitale che non passava per quel collo andava reperito altrove. Le stesse rilevazioni indicano dove. Il 91,3% degli investimenti in immobilizzazioni era finanziato con risorse interne, contro una media del 72,5% nei Paesi a reddito medio-alto, mentre la quota di provenienza bancaria si fermava al 7,7%, meno della metà del 15,9% registrato dallo stesso gruppo di reddito e inferiore perfino al

12,9% dell'area Asia-Pacifico (World Bank, 2024). Per le imprese minori, le proporzioni si accentuavano ancora, con il 5,7% proveniente dalle banche e il 93,1% da risorse proprie. Sono cifre che il primo capitolo consente di leggere in prospettiva. I *self-raising funds* vi erano descritti come la valvola di sfogo storica del settore privato cinese, la deroga che aveva permesso a un'economia esclusa dal credito di crescere ugualmente. Un quarto di secolo più tardi quella deroga era diventata il regime ordinario, alla maggior parte delle imprese cinesi non restava che finanziarsi da sé. La Banca Mondiale, con la flemma che si riserva alle diagnosi pesanti, annota che una dipendenza così estrema dai fondi interni può indicare un'intermediazione finanziaria potenzialmente inefficiente (World Bank, 2024).

Tabella 2.2. L'imbuto dell'accesso al credito: Cina 2024 e comparatori

Indicatore	Cina (tutte)	Piccole (5-19)	Medie (20-99)	Grandi (100+)	Asia orientale e Pacifico	Reddito medio-alto
Imprese con conto corrente o deposito (%)	99,2	99,9	97,7	97,2	85,9	92,1
Imprese che ricorrono a banche per finanziare gli investimenti (%)	12,7	10,2	12,7	25,0	24,1	29,9
Investimenti finanziati con risorse interne (%)	91,3	93,1	92,3	79,3	78,6	72,5
Investimenti finanziati da banche (%)	7,7	5,7	7,0	19,9	12,9	15,9
Investimenti finanziati da credito di fornitura (%)	0,3	0,2	0,4	0,1	2,2	4,3

Fonte: elaborazione su World Bank (2024), Enterprise Surveys, profilo Cina 2024, appendice statistica.

Neppure la dinamica più recente segnalava un'inversione di rotta. La crescita del Total Social Financing al netto delle emissioni di titoli di Stato, l'indicatore che meglio approssima il credito effettivamente diretto all'economia non governativa, discese da una media del 9% a fine 2023 al 6% del novembre 2025, mentre nel medesimo arco di tempo i prestiti bancari alle famiglie ripiegavano da una crescita del 6,7% nel gennaio 2024 all'1,1% (IMF, 2026a). La contrazione non riguardava dunque le sole imprese, ma chiunque avesse necessità di chiedere. Il Fondo stesso attribuisce il rallentamento a una domanda di credito indebolita, oltre che a un moderato irrigidimento degli standard di prestito (IMF, 2026a), e l'osservazione merita di essere presa sul serio, perché costituisce l'argomento difensivo di chiunque intenda ridimensionare il problema. Una domanda che si ritira, tuttavia, non smentisce il razionamento. Ne documenta la fase matura. L'impresa respinta

per anni cessa a un certo punto di presentare istanza, e nel farlo scompare dalle rilevazioni sulla domanda di credito, come i lavoratori scoraggiati scompaiono da quelle sulla disoccupazione senza per questo aver trovato un impiego. Il flusso di credito bancario alle imprese private si era del resto già contratto bruscamente dopo il 2013, nei primi anni della presidenza Xi, senza mai risalire ai livelli precedenti (Lardy, 2019).

Quanta parte di quel flusso raggiungesse le imprese a capitale estero è una domanda alla quale i dati pubblici non consentono di rispondere, giacché la categoria statistica non è mai stata istituita. La Banca del Popolo rileva il credito alle imprese a gestione popolare (民营, *mínyíng*), espressione che Lardy segnala come impropriamente resa con «privato», e in quell'aggregato confluiscono insieme imprese private, collettive e a capitale straniero, con le prime a rappresentarne circa due terzi (Lardy, 2019). Il terzo residuo accorpa collettive ed estere senza distinguerle, e la quota destinata alle seconde non è pertanto ricavabile. Che l'aggregato sia comunque poco generoso lo indica il suo andamento: nel primo trimestre del 2019 i prestiti alle imprese a gestione popolare crebbero del 6,7%, meno della metà del 13,7% registrato dal credito bancario complessivo (Lardy, 2019).

Quando poi la banca centrale ha incrociato dimensione e proprietà dei debitori l'esito si è rivelato eloquente, poiché soltanto un quarto circa dei nuovi prestiti alle micro e piccole imprese risultava destinato a società private, contro due terzi diretti ad aziende statali (Lardy, 2019). Persino il credito cosiddetto inclusivo, concepito per i piccoli, premiava lo Stato.

Conviene dichiarare subito quali conseguenze ne derivino per la presente ricerca. Il peso del razionamento sulle sole imprese a capitale estero non è quantificabile con precisione, ed è un limite che questa tesi condivide con l'intera letteratura sul tema. Resta legittimo osservare che un apparato statistico riflette le priorità di chi lo ha disegnato, e che ciò che non viene rilevato difficilmente occupa i primi posti dell'agenda politica.

Le statistiche aggregate, in ogni caso, si arrestano dove le decisioni vengono prese. Ciò che avviene dentro le singole filiali è emerso con nitidezza insolita dall'analisi di oltre 300.000 prestiti alle imprese erogati fra il 1997 e il 2010 da 1.500 filiali di una grande banca statale cinese, dei quali quattro economisti hanno ottenuto gli archivi interni completi, con date, importi, classificazioni di rischio e storia creditizia di ciascun debitore (Cao et al., 2023). L'82% dei prestiti andò a imprese di Stato. Fra i debitori statali il 37% del credito fu concesso a imprese che avevano già mancato un rimborso, contro il 6% registrato fra i privati, indizio di criteri incomparabilmente più severi verso chi non godeva di protezione pubblica. L'esito era prevedibile, e le cifre lo confermano: il 16,2% dei

prestiti alle imprese di Stato venne classificato come deteriorato, quasi il doppio dell'8,4% dei privati.

Il dettaglio più rivelatore dello studio concerne però il calendario. Negli ultimi giorni di ogni mese le erogazioni aumentavano del 92% rispetto alla metà del mese, poiché i direttori di filiale erano tenuti a centrare quote quantitative mensili, e un prestito concesso in quei giorni presentava una probabilità superiore di oltre un punto percentuale di essere in seguito classificato come deteriorato (Cao et al., 2023). Il dato decisivo riguarda però la composizione di quell'aumento: l'incremento delle erogazioni interessava sia i debitori statali sia i privati, mentre il peggioramento della qualità proveniva soltanto dai primi. I direttori mantenevano cioè standard elevati verso la clientela privata e li allentavano verso le imprese di Stato, le uniche presso le quali il rischio non si traduceva in conseguenze sulla carriera del funzionario. Nessun tasso più alto compensava quel rischio, perché in Cina il funzionario di filiale ha scarsa discrezionalità sul prezzo del prestito (Cao et al., 2023). Non si trattava di un ordine politico, né di una direttiva di Partito. Si trattava di un obiettivo mensile di volume, del genere che qualunque banca commerciale al mondo assegna ai propri dipendenti, e in Cina generava una discriminazione sistematica per forma proprietaria. Né il fenomeno si esauriva nel privilegio accordato al settore statale: nella Wenzhou del 2008-2010 furono i medesimi obiettivi di erogazione a spingere i funzionari verso clienti che non soddisfacevano i criteri di affidamento, fino al collasso dell'anno successivo (Chen e Deakin, 2021). Il medesimo strumento, a seconda delle condizioni monetarie, produce prima un eccesso di credito verso chi non lo merita, poi la sua revoca improvvisa.

Che la questione risieda nel calcolo di carriera del funzionario, e non nel merito del debitore, è del resto riconosciuto dal regolatore stesso, e nel lessico con cui lo riconosce. La Banca del Popolo, istituendo un meccanismo permanente per il servizio finanziario alle micro e piccole imprese, registra che gli incentivi interni delle istituzioni finanziarie restano insufficienti e che persistono i problemi del *jùdài* (惧贷) e dello *xīdài* (惜贷), il timore di prestare e il lesinare il credito (PBOC, 2022). Il rimedio prescritto porta il nome di *jìnzhí miǎnzé* (尽职免责), esenzione da responsabilità: quando un affidamento a una piccola impresa si deteriora, il funzionario che dimostri di aver condotto con diligenza le verifiche istruttorie deve essere esonerato in tutto o in parte dalle conseguenze, che il testo elenca in decurtazioni di punteggio nella valutazione interna, sanzioni disciplinari e sanzioni economiche (CBRC, 2018). Dove Cao e i suoi coautori ricostruiscono il calcolo del funzionario a partire dai dati, il regolatore lo mette per iscritto e ne enumera le poste.

L'obiettivo è affidato a una formula in quattro tempi, *gǎn dài, yuàn dài, néng dài, huì dài* (敢贷、愿贷、能贷、会贷), osare prestare, voler prestare, poter prestare, saper prestare (PBOC, 2022). La scansione merita attenzione, perché è ordinata per gradi e il primo non è tecnico. Prima della capacità operativa, prima della volontà, viene il coraggio. Perché il credito raggiunga le piccole imprese non basta dunque che una banca sappia erogarlo: occorre convincere chi lo eroga a rischiare. La discriminazione non è un incidente del sistema degli incentivi. È il sistema degli incentivi.

Il capitale estero entra in questo quadro per una via obliqua, ed è la letteratura sul suo ruolo supplente a rivelarla. Héricourt e Poncet (2009) hanno esaminato 2.200 imprese domestiche cinesi fra il 1999 e il 2002, negli anni in cui il Paese negoziava l'ingresso nel WTO e prometteva l'apertura progressiva del proprio sistema finanziario. Il metodo adottato spiega la solidità del risultato. Anziché domandare alle imprese se si ritenessero razionate, gli autori misurarono quanto le loro decisioni di investimento dipendessero dalla liquidità interna e dal costo del debito, sul principio che un'impresa capace di investire soltanto quando dispone di cassa propria è un'impresa che il credito non lo riceve.

I risultati distinsero due mondi. Le imprese pubbliche si rivelarono insensibili tanto al livello quanto al costo del proprio indebitamento, conferma empirica di quel vincolo di bilancio morbido già incontrato nel primo capitolo, e potevano indebitarsi a prescindere dai fondamentali. Le private apparvero invece fortemente vincolate, e i loro vincoli si allentavano in un solo caso, quando nella provincia in cui operavano affluivano investimenti esteri in abbondanza (Héricourt e Poncet, 2009). Il secondo risultato descrive un meccanismo di supplenza. Il capitale straniero non entrava in Cina soltanto come investimento produttivo, ma operava di fatto da sistema bancario sostitutivo, finanziando per via indiretta, attraverso rapporti di fornitura, *joint venture* e catene produttive, quel settore privato che gli istituti ufficiali lasciavano a secco. È il rovescio della funzione che una banca avrebbe dovuto svolgere, ed è un soggetto esterno al sistema bancario a esercitarla.

Contro questa ricostruzione si può però sollevare un'obiezione, e sono gli stessi Héricourt e Poncet a fornirne l'appiglio quando ricordano, richiamando Huang Yasheng (2003), che fin dall'avvio delle riforme le imprese a capitale estero avevano goduto di uno status giuridico superiore a quello riservato alle private domestiche. L'obiezione è fondata, e conviene esporla nella sua forma più forte. Per quasi trent'anni le imprese a partecipazione straniera furono governate da un ordinamento separato, costruito attorno a tre leggi dedicate, sulle imprese miste a capitale cinese ed estero, sulle imprese a capitale interamente estero e sulle imprese cooperative, e furono assoggettate a una legge

fiscale propria, quella del 1991 sull'imposta sul reddito delle imprese a investimento estero e delle imprese straniere. Su quel doppio binario normativo l'impresa straniera occupava il binario migliore, con esenzioni e riduzioni pluriennali dell'imposta sul reddito e condizioni di favore nelle zone economiche speciali. Per una lunga stagione, in Cina, un'impresa a capitale estero pagò meno tasse di una privata cinese.

Quel regime è stato smontato in due tempi, ed entrambi sono documentati dai testi normativi. La legge sull'imposta sul reddito d'impresa approvata nel marzo 2007 fissò un'aliquota unica al 25% per imprese residenti domestiche ed estere, e all'articolo 60 abrogò espressamente la legge fiscale speciale del 1991, concedendo alle imprese già costituite un periodo transitorio quinquennale per convergere verso la nuova aliquota (Legge sull'imposta sul reddito d'impresa, 2007: artt. 4, 57, 60). La legge sugli investimenti esteri approvata nel marzo 2019 completò l'opera, abrogando all'articolo 42 tutte e tre le leggi speciali e sostituendo il vecchio impianto autorizzatorio con il trattamento nazionale in fase di accesso accompagnato da lista negativa, secondo il principio per cui, al di fuori della lista, la gestione avviene su base identica per capitale interno ed estero (Legge sugli investimenti esteri, 2019: artt. 4, 28, 42). Sul piano formale la parificazione è dunque compiuta. Un'impresa a capitale estero, oggi, non è più né privilegiata né discriminata.

Due precisazioni impediscono però di chiudere qui la questione, e la seconda proviene dalla stessa legge che ha sancito la parità. La prima è che il privilegio riguardava la fiscalità, l'autorizzazione e la forma societaria, cioè il rapporto dell'impresa con l'amministrazione, e non toccò mai il rapporto con lo sportello bancario: nessuna delle agevolazioni concesse alle imprese a partecipazione straniera si tradusse in un canale di credito domestico riservato. La seconda è che la legge del 2019 riconosce all'articolo 17 il diritto delle imprese a capitale estero di finanziarsi mediante emissione pubblica di azioni e obbligazioni, e all'articolo 41 stabilisce che, per gli investimenti esteri nel settore bancario, mobiliare e assicurativo e nei mercati finanziari, si applicano le disposizioni speciali eventualmente dettate dallo Stato. Il trattamento nazionale vale dunque ovunque, salvo dove si decide chi ottiene il denaro.

I due piani si sono così mossi in direzioni opposte. Il vantaggio fiscale è stato rimosso, lo svantaggio creditizio è rimasto dov'era. Le sussidiarie estere condividono con il privato domestico l'assenza di protezione politica, e vi aggiungono, come si è visto nel primo capitolo, un'estraneità istituzionale che il privato domestico non conosce.

Ne risulta una sproporzione fra ciò che quelle imprese portano e ciò che ricevono. Capitali, tecnologia, occupazione, e per soprammercato una funzione di supplenza creditizia che allevia le

disfunzioni del sistema finanziario locale. In cambio, l'accesso allo sportello resta per loro il più difficile, e le pagine che seguono ne documentano la meccanica.

Sarebbe comodo credere che l'asimmetria appartenga alla stagione dell'ingresso nel WTO e sia stata risolta dalle aperture successive. Le rilevazioni più recenti dicono altro. Nella Business Confidence Survey 2026 della Camera di Commercio Europea in Cina il 53% delle imprese europee segnalava difficoltà nell'accesso al credito e ai finanziamenti locali, e il 65% lamentava ostacoli nei trasferimenti transfrontalieri di denaro, cioè nel canale che collega una sussidiaria alla tesoreria della casa madre (European Chamber, 2026). Sei anni dopo l'entrata in vigore del trattamento nazionale, più di metà delle imprese europee attive nel Paese incontrava difficoltà a farsi finanziare dal sistema bancario che dispone della maggiore massa di attivi al mondo.

Sulla natura di questi dati conviene essere precisi, perché la fonte è una parte in causa. Una camera di commercio non conduce una rilevazione statistica neutrale, interroga i propri membri, e i propri membri hanno interesse a segnalare gli ostacoli che incontrano. Il dato va quindi letto per quello che è, la percezione di un campione autoselezionato, e non come misura oggettiva del razionamento subito. A renderlo utilizzabile sono la costanza con cui quella percezione si ripete a distanza di anni e la circostanza che le difficoltà segnalate corrispondono a meccanismi tecnici verificabili per altra via. Va detto anche che la Camera colloca entrambe le voci fra le questioni amministrative risolvibili in tempi brevi, alcune persino a livello di governo locale, e la classificazione contraddice la lettura sostenuta in queste pagine. I tetti amministrativi al debito estero delle sussidiarie, esaminati più avanti, indicano che almeno una parte di quegli ostacoli riposa su una norma nazionale e non su una prassi d'ufficio. La differenza si coglie soltanto quando si prova a rimuovere l'ostacolo, ed è allora che una prassi d'ufficio e una norma nazionale smettono di somigliarsi.

Il confronto con l'azione di governo produce comunque un quadro nitido. Alle imprese private domestiche Pechino ha destinato impegni bancari quantificati in migliaia di miliardi di RMB con scadenze definite, come si è visto in apertura di paragrafo, mentre alle imprese a capitale estero ha dedicato, nel febbraio 2025, un Action Plan for Stabilizing Foreign Investment che sul fronte creditizio prevede facilitazioni procedurali, l'ottimizzazione delle regole sulle acquisizioni e la possibilità, per le holding a capitale estero, di impiegare prestiti domestici in investimenti azionari (MOFCOM e NDRC, 2025). Alle imprese domestiche importi e termini di adempimento, a quelle estere dichiarazioni di intento. La differenza non risiede nell'attenzione, che formalmente non manca, bensì nella natura degli strumenti. Un obiettivo di erogazione assegnato a ICBC è verificabile, e il suo mancato raggiungimento è imputabile a qualcuno. Una facilitazione

procedurale non lo è, e della sua inefficacia non risponde nessuno. Il governo riconosce dunque il *róngzī nán*, mobilita le Big Four per porvi rimedio, e delimita la platea dei destinatari in modo che le imprese a capitale estero ne restino fuori. Per queste ultime la difficoltà di finanziamento smette di essere un problema da risolvere e diventa una condizione ambientale, che le statistiche della banca centrale non censiscono sotto alcuna categoria propria e la politica economica non contempla. Non misurate, e per questo non curate.

Conviene infine scendere di un gradino ancora, dai numeri delle rilevazioni alla meccanica quotidiana con cui l'esclusione si realizza, ed è qui che le percezioni raccolte dalle survey trovano riscontro in procedure verificabili. Il Position Paper 2025/2026 della stessa Camera documenta che per le PMI europee l'accesso ai prestiti delle banche cinesi costituiva la prima difficoltà di finanziamento in assoluto, e descrive la prassi con cui i pochi prestiti concessi vengono effettivamente erogati, ossia dietro garanzie emesse da banche situate fuori dalla Cina, che a loro volta pretendono una valutazione del rischio dal quartier generale europeo (European Chamber, 2025). Perché il credito arrivi occorre dunque che qualcuno, in Europa, si assuma il rischio che la banca cinese non vuole correre. Nemmeno i prestiti in valuta offrono una via d'uscita, per quanto sembrano il canale naturale di un'impresa a capitale estero, perché il loro ammontare incontra un tetto amministrativo fissato al momento della costituzione della società, la cui disciplina sarà esaminata più avanti (European Chamber, 2025: 92). A completare il quadro, il 36% delle PMI europee segnalava un accesso limitato agli incentivi e ai fondi pubblici, formalmente aperti alle imprese a capitale estero e nella pratica riservati ad altri (European Chamber, 2025).

Il disagio dei piccoli, va detto, è generale. Il divario di finanziamento delle micro, piccole e medie imprese cinesi è stimato al 19,7% del PIL, con il 42% delle imprese di quella fascia classificato come finanziariamente vincolato, e nel primo trimestre del 2025 i canali non bancari hanno superato quelli bancari come fonte di finanziamento della categoria, 52,6% contro 36,8% (European Chamber, 2025: 91). Dentro questo disagio condiviso, però, la posizione delle imprese a capitale estero conserva una specificità che nessun'altra categoria conosce. Un'impresa privata cinese esclusa dal credito bancario può rivolgersi al circuito informale, come Wenzhou ha mostrato per trent'anni. Una sussidiaria estera non dispone di quel canale, perché il credito informale poggia su reti di conoscenza personale alle quali non appartiene. Per lei ogni strada, prima o poi, riporta alla casa madre.

Resta l'ultima domanda, quella da cui dipende il resto del capitolo. Perché una filiale bancaria cinese, posta di fronte a una sussidiaria estera con casa madre solida, bilanci certificati da revisori internazionali e flussi di cassa documentati, sceglie comunque di non prestare? La risposta breve

l'ha già fornita il primo capitolo, con gli incentivi del funzionario che puntano altrove, e i dati sulle quote di fine mese appena esaminati la confermano al microscopio. Quella risposta, tuttavia, spiega la preferenza per le imprese di Stato senza spiegare la penalizzazione specifica delle straniere rispetto alle private domestiche. La spiegazione completa chiama in causa ciò che al sistema manca, prima ancora di ciò che il sistema vuole. Alla banca difettano gli strumenti per leggere quel debitore anomalo: un rating indipendente e credibile, un bilancio confrontabile con i formati locali, un foro affidabile davanti al quale far valere le garanzie di una controparte il cui patrimonio risiede spesso in un'altra giurisdizione.

Che la difficoltà risieda nell'offerta domestica di credito, e non in qualche difetto congenito delle imprese escluse, lo suggerisce un controfattuale naturale. Fra il 2001 e il 2006 la deregolamentazione seguita all'ingresso nel WTO autorizzò le banche estere a operare in valuta locale in un numero crescente di città, secondo un calendario deciso dal governo centrale. Du, Li e Wang (2026) hanno sfruttato quella scansione geografica per misurarne gli effetti su un campione di imprese manifatturiere domestiche, e il risultato non è un aumento generalizzato del credito, che sull'intero campione resta statisticamente non significativo, bensì una redistribuzione: dove entrarono banche estere, le imprese private ottennero prestiti, investimenti e vendite significativamente superiori rispetto alle omologhe statali, con benefici tanto maggiori quanto più l'impresa era giovane, piccola e vincolata. I due canali individuati dagli autori sono l'aumento della concorrenza e il trasferimento di tecnologie di valutazione del credito. Dove entrava un valutatore diverso, il razionamento si attenuava.

Quella presenza, tuttavia, è rimasta confinata a poco più dell'1% degli attivi bancari del Paese, come si è visto nel primo capitolo, e con essa è rimasta confinata l'alternativa. In assenza di strumenti di misura, ogni richiesta di credito viene distesa sul letto di Procuste del mutuatario tipico, il debitore statale con garanzia implicita, e ciò che eccede la misura viene tagliato via. Le istituzioni che altrove svolgono questo lavoro di decodifica del rischio, in Cina, sono assenti oppure esistono in una forma che non serve le imprese a capitale estero. La letteratura ha dato a queste assenze un nome, vuoti istituzionali, e una teoria. È il terreno su cui si muove il prossimo paragrafo.

2.2 Asimmetrie informative e *institutional voids* nel mercato cinese

Alla fine del 2018 il 54% delle obbligazioni societarie in circolazione sul mercato cinese portava un rating AAA, contro il 6% circa del mercato statunitense. Un altro 23% era classificato AA+ e il 19% AA, sicché appena il 2% scendeva sotto quella soglia, in un Paese dove peraltro AA rappresenta il gradino più basso dell'investment grade, contro il BBB degli standard internazionali (Amstad e He, 2019). Un giudizio che quasi tutti ricevono smette di svolgere la funzione per cui viene emesso, e la sua distribuzione contiene un dettaglio che orienta l'intera analisi. Gli investitori hanno infatti elaborato una categoria informale, il «super AAA», riservata a un gruppo ristretto di emittenti che considerano indistinguibili dal rischio sovrano: nel 2018 erano dieci, tutte società di proprietà del governo centrale, mentre fra i primi dieci emittenti per volume una sola era privata (Amstad e He, 2019). La scala misura ufficialmente il merito di credito. Nella pratica ordina la distanza dallo Stato. È questa l'infrastruttura di certificazione su cui la filiale bancaria del paragrafo precedente dovrebbe appoggiarsi per valutare un debitore che non conosce, ed è la prima delle assenze di cui queste pagine compilano l'inventario. Il vocabolario per descriverle proviene da un articolo pubblicato da Tarun Khanna e Krishna Palepu sulla Harvard Business Review nel 1997, con un intento tutt'altro che teorico. Erano gli anni in cui le multinazionali occidentali si affacciavano sui mercati appena liberalizzati di Asia e America Latina, e i due autori intendevano metterle in guardia da un errore di prospettiva: valutare quei mercati per ciò che offrono, senza domandarsi che cosa vi manchi. Nelle economie avanzate ogni transazione poggia su una rete di intermediari specializzati, analisti finanziari, agenzie di rating, società di revisione e tribunali prevedibili, che riduce il costo di informarsi e di far rispettare i contratti. Quella rete è tanto capillare quanto invisibile, e proprio per questo viene data per scontata da chi vi è cresciuto dentro. Nei mercati emergenti risulta invece lacunosa o assente, e le lacune, che gli autori chiamano vuoti istituzionali, non costituiscono un dettaglio del contesto ma la variabile che decide quali imprese prosperino: in mancanza di informazione affidabile il capitale non raggiunge gli sconosciuti, per quanto meritevoli, e si dirige verso chi risulta già noto, già garantito, già dentro (Khanna e Palepu, 1997).

Il modello presuppone tuttavia che l'assenza pesi allo stesso modo su chiunque operi in quel mercato, ed è un presupposto che il caso cinese smentisce. Studiando il settore automobilistico, Côté e Hu (2025) rilevano che le imprese domestiche non si limitano a subire i vuoti istituzionali, ma vi costruiscono sopra capacità organizzative: la prontezza nel cogliere i segnali regolatori prima

che diventino norme, la velocità di esecuzione che il mercato designa come China speed, una cultura del lavoro che gli autori riconducono al carattere 卷 *juǎn*, arrotolarsi su sé stessi. Nessuna di queste capacità deriva da un vantaggio tecnologico. Derivano tutte dalla conoscenza delle regole non scritte e dall'accesso a canali che una sussidiaria estera non possiede, dai rapporti con l'amministrazione locale fino al credito delle banche statali (Côté e Hu, 2025). Il vuoto non costituisce dunque uno spazio neutro, bensì un terreno che avvantaggia chi dispone di un sostituto informale, e in Cina quei sostituti hanno una natura relazionale che il terzo capitolo esaminerà da vicino. Ne discende la chiave di lettura dell'intero paragrafo, perché le quattro assenze che seguono non descrivono altrettante carenze generiche del sistema finanziario, ma quattro punti nei quali il privato domestico dispone di una via d'uscita e la sussidiaria a capitale estero no.

Il primo vuoto riguarda dunque la certificazione del rischio, e la sua ampiezza è stata misurata. Jiang e Packer (2017), economisti della Banca dei Regolamenti Internazionali e della Banca del Popolo, hanno confrontato i giudizi delle agenzie domestiche cinesi con quelli delle agenzie globali su un campione di imprese valutate da entrambe, rilevando una distanza media di 6-7 gradini, con il rating domestico attestato intorno alla AA. Non si tratta di semplice generosità, perché a divergere sono i criteri stessi del giudizio: le agenzie domestiche attribuiscono maggior peso alla dimensione dell'attivo, mentre quelle globali valutano più severamente la leva finanziaria e premiano di più la redditività (Jiang e Packer, 2017). Per un valutatore cinese, in altri termini, un'impresa grande e indebitata conserva un buon profilo a condizione di essere grande. Lo stesso studio contiene però un risultato che a prima vista sorprende, perché fra i fattori che le agenzie globali pesano positivamente figura la proprietà statale dell'emittente: Moody's e Standard & Poor's assegnano cioè un voto più alto alle imprese di Stato cinesi di quanto non facciano le agenzie di Pechino. L'apparente paradosso si scioglie non appena si consideri che cosa quel giudizio stia effettivamente misurando, ossia non l'efficienza dell'impresa ma la probabilità che venga salvata. Perfino il valutatore più estraneo al sistema, posto di fronte al mercato cinese, finisce per prezzare la garanzia implicita anziché il merito di credito.

Che si tratti di una condizione stabile, e non della fase iniziale di un mercato destinato a maturare, lo suggerisce un termine di paragone storico. Anche il Giappone degli anni novanta conosceva rating domestici superiori a quelli globali, ma nell'ordine di 2-4 gradini (Jiang e Packer, 2017), e quella distanza si ridusse via via che il mercato si sviluppava. Lo scarto cinese è doppio e non accenna a chiudersi: fra il 2014 e la fine del 2018, su 2.784 emittenti obbligazionari, 918 ottennero una promozione e soltanto 129 subirono un declassamento, mentre nello stesso periodo i default sul

mercato aumentavano (Amstad e He, 2019). Un sistema di certificazione che promuove con tanta larghezza in un mercato dove i fallimenti crescono non sta sbagliando le misure. Sta misurando altro.

Resta da chiarire in che modo tutto questo riguardi le imprese a capitale estero, che sul mercato obbligazionario *onshore* emettono pochissimo e che dunque il problema dei rating non tocca in qualità di emittenti, bensì di debitori. Il rating costituisce infatti l'infrastruttura pubblica su cui una banca può appoggiarsi per valutare una controparte che non conosce, e quando quell'infrastruttura ordina gli emittenti secondo la loro prossimità allo Stato, la filiale che deve decidere su una sussidiaria estera non dispone di alcun segnale terzo. Il privato domestico, nella stessa situazione, un segnale ce l'ha, ma di natura diversa, perché non è un giudizio pubblicato bensì la reputazione che circola nella comunità imprenditoriale locale e la conoscenza diretta che il direttore di filiale ha del titolare, della sua famiglia, delle sue operazioni precedenti. È un sostituto informale, imperfetto e non trasferibile, e proprio per questo inaccessibile a chi arriva da fuori.

Il secondo vuoto è contabile, e agisce in modo meno visibile. I principi contabili cinesi hanno compiuto negli anni una convergenza formale verso gli standard internazionali, ma le differenze operative, dal criterio del costo storico alla classificazione delle spese, fino a voci prive di equivalente diretto, restano numerose al punto da riempire le guide tecniche che le società di revisione pubblicano per i propri clienti (KPMG, 2014). Per la filiale bancaria di Jinan o di Chengdu, il bilancio di una sussidiaria estera si presenta dunque come un documento redatto in una grammatica finanziaria solo parzialmente familiare, e che per giunta riflette scelte compiute altrove: politiche di prezzo infragruppo, struttura del debito stabilita dalla tesoreria centrale, margini che rispondono alla strategia fiscale del gruppo prima ancora che all'andamento dell'attività locale. Valutare il merito di credito di un'entità il cui conto economico dipende da variabili decise in un'altra giurisdizione richiede competenze e informazioni che una filiale di provincia non ha ragione di possedere.

Che la verificabilità dei conti costituisca un problema di ordine generale, e non una difficoltà circoscritta al rapporto fra banca e impresa, lo dimostra una vicenda estranea al credito e proprio per questo istruttiva. L'autorità statunitense di vigilanza sulla revisione contabile non era mai riuscita, in vent'anni di esistenza, a ispezionare le società di revisione con sede in Cina continentale e a Hong Kong, e ottenne accesso completo alle loro carte di lavoro soltanto il 15 dicembre 2022, dopo che una legge del Congresso ebbe minacciato la radiazione dai listini americani delle società cinesi quotate (PCAOB, 2022). Se il regolatore del maggiore mercato dei capitali del mondo dovette

ricorrere a una minaccia di delisting per verificare i bilanci delle società cinesi più esposte allo scrutinio internazionale, difficilmente una filiale di provincia dispone di strumenti migliori. Quella rinuncia, però, non colpisce tutti allo stesso modo, e il motivo non risiede nella qualità dei bilanci. I conti di una piccola impresa cinese sono anzi meno affidabili di quelli di una filiale europea certificata da revisori internazionali. La differenza sta nel fatto che la banca non li legge da sola, ma li interpreta alla luce di ciò che sa dell'impresa per altre vie: i flussi che transitano sul conto corrente, i rapporti con fornitori e clienti del territorio, la conoscenza personale del titolare. Il bilancio diventa così un elemento fra altri, e la sua opacità viene compensata da informazioni che non compaiono in alcun documento. La sussidiaria estera presenta invece un bilancio migliore e nient'altro, sicché in un sistema che valuta per contesto anziché per documento quel vantaggio formale non si converte in credito.

Il terzo vuoto riguarda l'esecuzione dei contratti, e presenta la divaricazione più netta fra il piano formale e quello sostanziale. Nell'edizione 2025 del Rule of Law Index la Cina occupa la posizione 92 su 143 giurisdizioni, con un punteggio di 0,48 (World Justice Project, 2025), mentre nell'ultima edizione del Doing Business figurava fra i primi ordinamenti al mondo alla voce enforcing contracts (World Bank, 2020). La divergenza si chiarisce esaminando che cosa quell'indicatore misurasse, ossia la durata e il costo di una controversia commerciale standardizzata fra due parti domestiche presso i tribunali di Shanghai e Pechino. Su quel tipo di causa i giudici cinesi risultano effettivamente rapidi ed efficienti, spesso più di quelli italiani, e il dato non è falso: semplicemente non riguarda le controversie da cui dipende il recupero di un credito, dove il convenuto è un'entità parastatale oppure un'impresa che il governo provinciale considera un proprio campione, con quel protezionismo locale già incontrato nel primo capitolo che trasforma la sede del giudizio in una variabile di rischio, e dove l'oggetto è l'escussione di una garanzia il cui valore dipende da registri immobiliari opachi, o l'aggressione di un patrimonio che risiede in un'altra giurisdizione. Va aggiunto che il progetto Doing Business venne interrotto nel 2021 per irregolarità nella gestione dei dati, il che consiglia di trattarne gli indicatori come testimonianza storica anziché come misura corrente. Anche assumendone la piena validità, tuttavia, quell'indicatore non avrebbe potuto dire nulla sulla posizione di un creditore straniero, perché non era costruito per rilevarla.

Su questo terreno la disparità fra i due esclusi assume la forma più concreta. Anche l'impresa privata cinese incontra tribunali imprevedibili quando la controparte gode di protezione politica, ma dispone di margini che alla sussidiaria estera mancano, poiché può rivolgersi a un'associazione di categoria locale, far intervenire un mediatore che conosca entrambe le parti, minacciare una perdita di reputazione che nella comunità imprenditoriale del territorio pesa quanto una sentenza. Sono

strumenti che operano prima del contenzioso e servono a evitarlo. La sussidiaria estera possiede invece soltanto il contratto, e il contratto vale quanto vale il foro che dovrebbe farlo rispettare.

Il quarto vuoto si distingue dai precedenti perché non deriva da un'istituzione mancante, bensì da una che funziona come le si chiede di funzionare: l'opacità del sistema bancario è mantenuta, non subita. La consultazione dell'Article IV più recente documenta un ricorso prolungato a misure di tolleranza che consentono alle banche di non riclassificare crediti di fatto deteriorati, e ne registra l'estensione progressiva dal settore immobiliare ai veicoli di finanziamento dei governi locali, dalle imprese di media dimensione fino ai debitori al dettaglio (IMF, 2026a). Le perdite che la tolleranza non basta a occultare vengono trasferite alle società di gestione degli attivi già incontrate nel primo capitolo, a prezzi la cui determinazione resta in larga misura invisibile dall'esterno (IMF, 2026a). Il sistema accumula in questo modo *legacy assets* (crediti ereditati dal passato) la cui qualità effettiva nessun osservatore indipendente è in grado di stimare.

Che la pratica ecceda il perimetro bancario lo indica un provvedimento del dicembre 2024, con cui la NFRA ha dovuto vietare alle società di gestione del risparmio l'impiego di modelli di valutazione costruiti internamente, quali le medie storiche dei prezzi, per attenuare le oscillazioni di mercato nei valori di bilancio (European Chamber, 2025). Un regolatore che deve proibire per iscritto una tecnica di manipolazione contabile sta certificando quanto fosse diffusa. La letteratura ha del resto ricostruito il meccanismo su entrambi i lati del bilancio. Dal lato del debitore, Lam et al. (2017) mostrano che le imprese zombie, in maggioranza a proprietà statale, concentrano una quota sproporzionata del debito societario cinese, e stimano che la loro risoluzione varrebbe fra 0,7 e 1,2 punti di crescita annua. Dal lato del creditore, la ricerca sulle banche sottocapitalizzate nei mercati emergenti individua nell'*evergreening*, ossia nel rinnovo perpetuo di prestiti inesigibili, lo strumento con cui un istituto evita di far emergere una perdita che lo costringerebbe a ricapitalizzarsi (Sheldon, Wezel e Fu, 2024). Le due dinamiche si sostengono a vicenda, e i dati ufficiali sui crediti deteriorati vanno letti di conseguenza come una soglia minima anziché come una rilevazione (Song e Xiong, 2018).

Anche qui la posizione dei due esclusi non coincide, e la differenza è di segno opposto rispetto ai vuoti precedenti. L'opacità dei bilanci bancari non ostacola infatti chi chiede credito, ma protegge chi lo eroga, consentendo alla filiale di continuare a rinnovare affidamenti verso debitori che un contabile onesto avrebbe già classificato come perduti. Ne beneficia anzitutto l'impresa di Stato, il cui prestito deteriorato non emerge, e in misura minore il privato domestico, che di quel margine di discrezionalità può talvolta giovare. La sussidiaria estera non vi accede in alcun modo, poiché un affidamento che non è mai stato concesso non può essere rinnovato. L'opacità funziona così da

scudo a strati sovrapposti, che ripara le banche dal giudizio del mercato e lo Stato dall'emersione delle perdite, mentre il costo dell'incertezza resta a carico di chi non figura sotto nessuno dei due. Un vuoto di queste dimensioni dovrebbe attirare chi sa colmarlo, e le banche estere conoscono le imprese estere da decenni. Che non accada dipende da vincoli precisi, documentati da chi li subisce e confermati da chi li osserva dall'interno del sistema. Il gruppo di lavoro bancario della Camera Europea rileva che le filiali degli istituti stranieri incontrano un limite nella provvista: il capitale di classe 1 detenuto localmente non viene computato fra le fonti stabili di finanziamento, i depositi della casa madre ricevono un trattamento peggiore rispetto ai depositi societari ordinari, e la raccolta infragruppo è penalizzata rispetto a quella interbancaria esterna (European Chamber, 2025). Huang Yiping, dell'Istituto nazionale di sviluppo dell'Università di Pechino, formula la stessa osservazione con maggiore franchezza, riconducendo la difficoltà di crescita delle banche estere a misure che, adottate in nome del trattamento nazionale, di fatto le discriminano, poiché limiti come quelli sul rapporto fra raccolta interbancaria e attivo totale penalizzano istituti che dispongono di pochi sportelli e raccolgono pochi depositi (Huang Yiping, 2015).

La circostanza merita attenzione, perché nessuna di quelle regole nomina le banche estere. Ciascuna si applica a tutti gli istituti nei medesimi termini, e proprio per questo colpisce soltanto chi non possiede una rete di filiali sul territorio. Il controfattuale del paragrafo precedente, secondo cui il razionamento si attenua dove entra un valutatore diverso, trova qui il proprio completamento. Quel valutatore esiste e opera entro limiti che ne impediscono la crescita, e i limiti sono stati scritti da qualcuno. Il vuoto non permane dunque per inerzia, ma perché le regole formalmente neutre impediscono a chiunque altro di riempirlo.

Il lessico cinese, come già in altri passaggi, nomina il meccanismo con maggiore precisione di quanto faccia la terminologia tecnica occidentale. Ciò che il primo capitolo ha chiamato garanzia implicita si dice *gāngxìng duìfù* (刚性兑付, «rimborso rigido»), ossia la certezza, maturata attraverso decenni di salvataggi, che determinati debitori verranno comunque rimborsati a prescindere da quanto risulti dai loro bilanci. Quanto quella certezza fosse radicata lo indica una data. Nel marzo 2014 Shanghai Chaori Solar, produttore privato di apparecchiature solari, annunciò di non essere in grado di corrispondere gli interessi su un'obbligazione da un miliardo di RMB, e quello fu il primo default registrato dal mercato obbligazionario cinese in circa tre decenni di emissioni (Amstad e He, 2019). I default successivi hanno intaccato il principio senza abolirlo, come dimostra la persistenza della categoria super AAA. In un sistema dove i rating non

discriminano e le perdite vengono differite in via amministrativa, il rimborso rigido rimane l'unico segnale che non abbia quasi mai mentito.

La logica del funzionario di filiale si chiude a questo punto. Privato di ogni strumento terzo di valutazione, chi eroga credito non compie una scelta irrazionale dirottandolo verso l'entità parastatale, poiché seleziona l'unico attivo la cui qualità non dipende dalle informazioni che gli mancano. I manuali definiscono asimmetria informativa la condizione in cui il debitore dispone di più informazioni del creditore. Il mercato cinese ne ha prodotto la versione speculare, nella quale nemmeno il creditore risulta leggibile (Song e Xiong, 2018). Buio da entrambi i lati del tavolo. Al termine di questa fila, dopo le imprese di Stato assistite dalla garanzia implicita e dopo i privati domestici che almeno dispongono dei sostituti informali esaminati nelle pagine precedenti, si colloca l'impresa a capitale estero, illeggibile per la banca e priva di qualsiasi rete di protezione. I vuoti istituzionali, del resto, non sono gratuiti. Chi non può essere misurato viene escluso, come si è visto nel paragrafo precedente, oppure viene misurato con il metro più prudente disponibile e paga il prezzo dell'incertezza altrui. Il *róngzī guì* annunciato in apertura di capitolo è precisamente quel prezzo, e il paragrafo che segue lo quantifica.

2.3 Impatto sul costo del capitale e sulla competitività delle imprese a capitale estero

Nel 2023 più di un'impresa di Stato non finanziaria su tre chiuse l'esercizio in perdita. L'anno dopo il settore rendeva l'1,1% sugli attivi, con un debito pari a 2,38 volte il patrimonio netto e punte del 347,3% nelle controllate del governo centrale (IMF, 2026a). Presso qualunque banca commerciale un portafoglio così finirebbe fra le posizioni da svalutare. Presso le Big Four è la clientela di riferimento. Il debito del settore statale intanto ha toccato il 193,1% del prodotto interno lordo, e nel corso dell'anno le obbligazioni di imprese pubbliche andate in default furono otto (IMF, 2026a). Otto, su un mercato da decine di migliaia di emissioni. Il numero non dipendeva dai bilanci. Il *gāngxìng duìfù* lavora anche dove nessuno lo nomina.

Il confronto con il settore privato richiede qualche cautela, perché la coppia di cifre che circola più spesso mette insieme due perimetri diversi. Il 4,5% attribuito al privato riguarda le sole imprese industriali. L'1,1% statale copre invece tutto l'universo pubblico, utilities e infrastrutture comprese, cioè attività che in nessun Paese rendono molto e che nessuno si aspetta che rendano molto. A parità di perimetro il rapporto diventa 4,5% contro 3,3%, e resta un punto e due decimi. Il divario si

assottiglia, il che spiega perché la versione gonfiata sia più citata di quella corretta. La cifra minore però pesa di più, e per capirlo bisogna guardare la serie. Nel 2018 le imprese industriali private rendevano il 7,5% contro il 4,2% delle omologhe statali, quasi il doppio. In sei anni quella distanza si è quasi chiusa. Non perché le imprese di Stato siano state risanate, dato che la loro redditività da allora oscilla fra il tre e il quattro per cento senza uscirne mai, ma perché il privato ha perso tre punti pieni (IMF, 2026a). La convergenza è avvenuta verso il basso. Il settore che ogni manuale indica come motore dell'economia si sta avvicinando al livello di quello che vive di credito garantito, e ci arriva scendendo.

La leva ribalta poi l'immagine consueta. Il rapporto fra debito e attivo delle industriali private ha raggiunto il 59,0% e ha superato il 57,3% delle industriali a controllo statale (IMF, 2026a). Il colosso pubblico sovraindebitato esiste ancora, ma solo nell'aggregato al 64,8%, dove pesano i conglomerati centrali che nell'industria non operano. La tabella 2.3 riporta le due serie insieme, e la colonna intermedia mostra che il divario non si è chiuso per gradi. Nel 2021 le industriali statali toccarono il 4,4%, il valore più alto del periodo. Da lì in avanti scesero, mentre le private scendevano più in fretta.

Tabella 2.3. Redditività e leva per forma proprietaria, 2018-2024

Indicatore	2018	2021	2024
ROA imprese industriali private (%)	7,5	7,4	4,5
ROA imprese industriali statali (%)	4,2	4,4	3,3
ROA imprese di Stato non finanziarie, tutte (%)	1,7	1,5	1,1
Debt-to-asset industriali private (%)	53,7	57,7	59,0
Debt-to-asset industriali a controllo statale (%)	58,7	57,1	57,3
Debt-to-equity imprese di Stato, tutte (%)	230	228	238
Quota di imprese di Stato in perdita (% del totale)	37,5	37,5	37,3 (2023)
Obbligazioni di imprese di Stato in default (numero)	20	44	8

Fonte: elaborazione su IMF (2026), Tabella 7. I perimetri differiscono per riga e sono indicati. Dal 2024 l'Ufficio nazionale di statistica non diffonde più i dati delle imprese industriali statali, e la serie è ricostruita dall'IMF sulla base delle imprese industriali a partecipazione statale, con riadattamento retroattivo dei risultati fra il 2018 e il 2023 (nota 4 della tabella originale). Dal giugno 2019 il governo non pubblica attivi e passivi delle imprese di Stato non finanziarie (nota 1). L'ultimo dato disponibile sulla quota di imprese in perdita è riferito al 2023. ROA indica il rendimento degli attivi (*return on assets*).

Le note in calce a quella tabella raccontano un'altra storia. La prima avverte che dal giugno 2019 il governo non pubblica più attivi e passivi delle imprese di Stato non finanziarie, sicché i rapporti di quell'anno sono calcolati su dati di metà esercizio. La quarta registra che dal 2024 l'Ufficio nazionale di statistica ha smesso di diffondere ricavi, attivi e passivi delle imprese industriali statali, e che il Fondo ha dovuto rifare la serie per approssimazione, sostituendo alla categoria soppressa quella delle industriali a partecipazione statale e riadattando all'indietro i sei anni precedenti (IMF, 2026a). Una tabella di sette righe, due delle quali servono a spiegare come si sia ricostruito ciò che prima si leggeva. Chi lavora su dati cinesi si abitua presto a queste note, e impara che vanno lette per prime. Gli strumenti che misurano l'allocazione del capitale vengono spenti uno alla volta, e li si spegne mentre il fenomeno che misuravano peggiora.

Verrebbe naturale estendere la constatazione al costo del credito e concludere che la banca centrale i tassi per forma proprietaria non li pubblica affatto. Sarebbe falso, e la verità è più interessante. Il 14 luglio 2025, in una conferenza stampa dell'Ufficio informazione del Consiglio di Stato, il direttore del Dipartimento mercato del credito della Banca del Popolo comunicò che nel maggio precedente il tasso medio ponderato sui nuovi prestiti alle micro e piccole imprese del credito inclusivo era stato del 3,69%, e quello sui prestiti alle imprese a controllo privato (私人控股企业, *sīrén kònggǔ qǐyè*) del 3,45%, in calo di sessantasei e sessanta punti base sull'anno precedente. Comunicò anche i saldi, 34.420 miliardi di RMB per la prima categoria e 44.950 per la seconda (State Council Information Office, 2025). La disaggregazione per assetto proprietario dunque esiste. Viene calcolata, viene comunicata a mezzo stampa, e si accompagna a un tasso di crescita per ogni voce. Manca una categoria sola, e la si individua per sottrazione. Né in quella conferenza né in nessun altro documento consultato per questa ricerca compare una cifra riferita alle imprese a capitale estero. Il silenzio non copre l'intero campo. Ne ritaglia una porzione, e lo fa con precisione. Quei numeri, accostati al tasso generale, smentiscono per giunta una parte di quello che ci si aspetterebbe di trovare. Nel marzo 2025 il tasso medio sui prestiti alle imprese era il 3,26%, e nel primo semestre si assestò intorno al 3,3% (PBOC, 2025). Le imprese a controllo privato pagavano quindi diciannove punti base sopra la media. Le micro e piccole poco più di quaranta. Sono scarti veri, ma nessuna tesi sulla discriminazione di prezzo può reggersi su venti centesimi di punto. Chi il prestito lo ottiene lo paga quasi quanto lo pagano tutti. Quello che il primo paragrafo di questo capitolo ha documentato non è un listino differenziato, è una porta che si apre per alcuni e resta chiusa per altri, e una porta chiusa non lascia traccia nei tassi. Si misura in domande respinte.

Il prezzo esiste comunque, e a dichiararlo è la banca centrale stessa, con una franchezza che nessuna fonte esterna ha eguagliato. Il costo complessivo di un finanziamento, spiega il rapporto sulla politica monetaria del primo trimestre 2025, si divide in costo per interessi e costo diverso dagli interessi. La seconda voce raccoglie spese di ipoteca, commissioni di garanzia e compensi di intermediazione, tutte dovute a soggetti diversi, con denominazioni numerose, poco trasparenti, sovrapposte a strati. Il risultato è che per molte imprese il costo di finanziamento avvertito resta alto anche quando il tasso scende. Il termine scelto per dirlo è *tǐgǎn* (体感, «percepito dal corpo»), e la scelta non è casuale. In cinese quella parola appartiene alle previsioni del tempo. Indica la temperatura percepita, quella che il termometro non registra perché dipende dall'umidità e dal vento. La Banca del Popolo l'ha presa in prestito per ammettere che fra il dato ufficiale e l'esperienza dell'impresa corre una distanza, e che la distanza è quella che conta. Un regolatore che prende a prestito il lessico meteorologico per parlare di tassi sta dicendo qualcosa sul valore dei propri numeri.

Per accorciare quella distanza la banca centrale ha avviato nel settembre 2024 una sperimentazione in cinque province, poi estesa ad altre. Banca e impresa compilano insieme un prospetto di tutte le voci, la «scheda chiara del prestito», e ciascuna viene convertita in tasso annuo. Al 31 marzo 2025 il pilota aveva coperto 270.000 prestiti per 1.530 miliardi di RMB (PBOC, 2025: 18-19).

L'esempio che il rapporto sceglie vale più di qualunque stima esterna. Una media impresa con un affidamento da nove milioni di RMB riteneva il proprio costo di finanziamento troppo alto.

Compilando il prospetto scoprì che il costo complessivo era del 5,16%, e che di quella cifra il 3,5% andava alla banca sotto forma di interessi, l'1,5% a una società pubblica di garanzia, lo 0,16% a una società di prestito ponte. Le voci diverse dagli interessi valevano il 32% del totale (PBOC, 2025: 19). Un terzo del costo del credito non era credito. E in quel terzo la sussidiaria estera sta peggio della privata domestica, perché la voce più pesante finisce a società di garanzia costituite dai governi locali, che scelgono i beneficiari con i criteri già descritti nelle pagine precedenti.

Esclusa dallo sportello, la sussidiaria si rivolge all'unico creditore che le resta, ed è la casa madre.

Nei settori dove serve capitale prima di incassare, le affiliate interamente estere esportavano nel 2005 il 62% in più delle private domestiche, e le *joint venture* il 50% in più (Manova, Wei e Zhang, 2015). Il vantaggio spariva quasi del tutto nei comparti che di finanza esterna non hanno bisogno.

Gli autori, lavorando sui dati doganali cinesi, attribuiscono la differenza al canale finanziario, cioè al fatto che le multinazionali aggirano il credito locale attingendo ai mercati esteri e alla tesoreria di gruppo.

Il risultato va maneggiato con onestà, perché a prima vista lavora contro l'argomento di questo capitolo. Se le sussidiarie estere esportano più delle private cinesi proprio dove il credito serve di più, sembrerebbe che l'esclusione dalle banche locali non le danneggi affatto. L'obiezione è seria e merita una risposta piena. Quel differenziale misura la capacità del gruppo di sostituire il credito che manca, non la disponibilità del credito. È la differenza fra un malato guarito e un malato che regge grazie alla terapia. E il confronto resta comunque mal posto, perché la sussidiaria estera non compete con la privata cinese esclusa quanto lei. Compete con l'impresa di Stato, che il capitale lo riceve in loco, in valuta locale, al tasso amministrato, senza chiedere nulla a nessuno oltre confine. La terapia, poi, ha un prezzo. La Banca del Popolo lo pubblica ogni trimestre e quasi nessuno lo confronta con l'altro. Nel marzo 2025 i prestiti in dollari erogati in Cina costavano il 5,04% sotto i tre mesi, il 4,53% fra tre e sei, il 4,37% a un anno e il 5,06% oltre l'anno. Nello stesso mese il prestito medio in renminbi a un'impresa costava il 3,26% (PBOC, 2025: 3-4). Fra i due canali corrono, secondo la scadenza, dai cento ai centottanta punti base.

Presentare quel divario come discriminazione sarebbe scorretto. I tassi in dollari a Shanghai riflettono anzitutto i tassi decisi a Washington, e nel 2025 la Federal Reserve teneva il costo del denaro molto sopra il livello cinese. Nessuna banca cinese punisce il debitore straniero applicandogli il 5%. Si limita a girargli un prezzo che ha ricevuto. Resta però che quello è il prezzo effettivo del canale teoricamente naturale per una sussidiaria estera, e che il vantaggio di poter scegliere fra due valute si rovescia quando la valuta di cui si dispone è la più cara. La parificazione sancita dalla legge del 2019 vale sul piano dei diritti. Sul piano dei tassi la sussidiaria resta appesa a un ciclo monetario deciso altrove. La tabella 2.4 accosta i due gruppi di dati, quelli che la banca centrale pubblica per categoria di debitore e quelli che pubblica per canale di finanziamento, e la sussidiaria estera compare soltanto nei secondi.

Tabella 2.4. Il costo del credito per categoria di debitore e per canale (2025)

Categorie per le quali la Banca del Popolo pubblica un tasso medio ponderato

Categoria	Tasso	Rilevazione
Imprese, complesso dei nuovi prestiti in RMB	3,26%	marzo 2025
Imprese a controllo privato (私人控股企业)	3,45%	maggio 2025
Micro e piccole imprese, credito inclusivo	3,69%	maggio 2025
Imprese a capitale estero (外商投资企业)	categoria non istituita	—

Canali effettivamente disponibili alla sussidiaria a capitale estero

Canale	Tasso	Rilevazione
Prestito in dollari, fino a 3 mesi	5,04%	marzo 2025
Prestito in dollari, da 3 a 6 mesi	4,53%	marzo 2025
Prestito in dollari, a un anno	4,37%	marzo 2025
Prestito in dollari, oltre un anno	5,06%	marzo 2025
Finanziamento della casa madre	soggetto al tetto del <i>tóuzhùchā</i>	2024

Fonte: elaborazione su PBOC (2025) per i tassi in renminbi e in valuta, State Council Information Office (2025) per le categorie proprietarie, SAFE (2024) per il regime del debito estero delle imprese a capitale estero. Le rilevazioni si riferiscono a mesi diversi del medesimo anno e a basi di calcolo non omogenee. I tassi in valuta riflettono anzitutto il differenziale fra la politica monetaria statunitense e quella cinese, non un trattamento differenziato del debitore.

C'è di più, e riguarda l'ampiezza del canale prima ancora del suo prezzo. Il tetto anticipato nelle pagine precedenti ha un nome inglese nei documenti della Camera Europea e uno cinese nei testi che lo istituiscono. Il gruppo di lavoro sulle piccole e medie imprese della Camera lo chiama *borrowing gap* e lo definisce come la differenza fra investimento totale e capitale sociale registrato (European Chamber, 2025). L'espressione inglese non rende l'idea di quanto quel meccanismo sia antico e minuzioso. Il termine cinese è *tóuzhùchā* (投注差), contrazione di 投资总额 e 注册资本, e le regole che lo governano stanno nel manuale operativo dei cambi. Le Linee guida sulle operazioni valutarie in conto capitale stabiliscono che la somma del debito estero a breve e delle erogazioni a medio e lungo termine non può superare quella differenza, e che il plafond effettivamente utilizzabile si ottiene moltiplicandola per la quota di capitale che il socio straniero ha versato (SAFE, 2024). Il testo prosegue poi per casi, con la minuzia di chi ha visto ogni possibile aggiramento. Le holding a capitale estero possono indebitarsi fino a quattro volte il capitale versato se questo supera i trenta milioni di dollari, fino a sei volte oltre i cento milioni. Le società di leasing hanno una formula propria, costruita sugli attivi ponderati per il rischio. Le imprese immobiliari a capitale estero costituite dopo il primo giugno 2007 non ottengono la registrazione del debito estero, punto, e siccome un comma della sezione precedente esclude le società immobiliari anche dal regime alternativo, per loro non esiste alcuna strada verso il capitale del proprio azionista. È qui che la parità giuridica del 2019 si scioglie senza essere contraddetta. Nessuna delle regole appena descritte discrimina un'impresa estera. Si applica soltanto a lei. Un'impresa cinese non ha un investimento totale distinto dal capitale registrato, quindi non ha un *tóuzhùchā*, quindi non ha un

tetto. La categoria esiste per un solo tipo di soggetto e governa il suo accesso alla fonte di finanziamento più naturale che possieda. Una sussidiaria il cui investimento totale coincide con il capitale registrato ha un tetto pari a zero e deve chiedere il passaggio all'altro regime (SAFE, 2024). Conviene soffermarsi su che cosa significhi, in concreto, per chi quelle regole le subisce. Il rapporto fra investimento totale e capitale sociale viene fissato quando la società si costituisce, nell'atto che il ministero approva. La decisione la prendono i consulenti fiscali del gruppo, e la prendono guardando alle imposte, ai dazi sui macchinari importati, alla struttura di controllo che la casa madre preferisce. Nessuno, in quella stanza, sta ragionando su quanto capitale servirà nel 2025. Vent'anni dopo quel numero è ancora lì, e stabilisce quanto la casa madre può prestare alla propria controllata. Gli investitori esperti lo sanno e sovradimensionano l'investimento totale in previsione. Chi si è affidato a un consulente che ottimizzava soltanto il carico fiscale scopre il vincolo il giorno in cui gli serve denaro, che è il giorno peggiore per scoprirlo.

Il regime alternativo è quello macroprudenziale a pieno perimetro, e funziona su una formula. Il saldo del finanziamento transfrontaliero ponderato per il rischio non può superare il patrimonio netto moltiplicato per un coefficiente di leva e per un parametro di aggiustamento macroprudenziale. I primi due fattori dipendono dall'impresa. Il terzo no. Il 13 gennaio 2025 la Banca del Popolo e l'Amministrazione statale dei cambi lo hanno portato da 1,5 a 1,75, motivando la scelta con la necessità di aumentare le fonti di finanziamento di imprese e istituzioni finanziarie e di orientarle verso una migliore struttura patrimoniale (PBOC, 2025). Non era la prima volta. Nel gennaio 2021 il coefficiente era stato ridotto da 1,25 a 1, nell'ottobre 2022 riportato a 1,25, poi ancora alzato (PBOC e SAFE, 2021; 2022). Si muove per quarti di punto, verso l'alto quando Pechino vuole capitali in entrata e verso il basso quando teme pressioni sul cambio. Il quadro si compone allora per intero. La sussidiaria esclusa dal credito bancario cinese ripiega sul capitale del proprio gruppo, e quel capitale costa più del renminbi, arriva entro un tetto calcolato su una scelta societaria compiuta all'ingresso nel Paese, e il tetto stesso si allarga o si stringe secondo un coefficiente che la banca centrale muove per ragioni di bilancia dei pagamenti. Il canale privato di un'impresa privata risulta amministrato quanto quello pubblico che le è negato.

Perfino quando la banca cinese presta, del resto, il rischio finisce altrove. La Camera Europea documenta che i prestiti concessi alle piccole e medie imprese europee vengono in genere erogati contro garanzie emesse da banche situate fuori dalla Cina, le quali a loro volta pretendono una valutazione del rischio dal quartier generale europeo (European Chamber, 2025). La filiale cinese, in questi casi, non sta valutando la sussidiaria. Sta scontando la firma di un istituto straniero, e delega all'estero l'analisi del merito di credito che il sistema locale non sa o non intende compiere.

Resterebbe allora una via d'uscita, ed è la banca estera che quel debitore lo conosce da decenni. Nel primo trimestre del 2025 le istituzioni finanziarie a capitale straniero operanti in Cina hanno ridotto i propri prestiti in renminbi di 20,9 miliardi. Nello stesso periodo le grandi banche cinesi ne hanno erogati 5.850,4 miliardi in più, le medie e piccole 4.061,2, gli istituti rurali 986,5 (PBOC, 2025). Su quattro categorie censite dalla banca centrale, una sola presenta il segno meno. Mentre l'intero sistema espandeva il credito, l'unico soggetto attrezzato per leggere i bilanci di una sussidiaria estera lo stava riducendo. Il conto di tutto questo, però, non lo pagano soltanto le imprese escluse. Lo paga il Paese, e qualcuno ha provato a quantificarlo. Hsieh e Klenow (2009) hanno stimato che portando la dispersione dei prodotti marginali di capitale e lavoro fra le imprese cinesi ai livelli osservati negli Stati Uniti, la produttività totale della manifattura crescerebbe fra il 30 e il 50%. Nessuna tecnologia nuova, nessun investimento aggiuntivo. Basterebbe che le stesse fabbriche, con gli stessi operai e gli stessi macchinari, fossero distribuite diversamente fra chi le sa usare e chi no. È la versione econometrica di una lezione che l'economia politica conosce almeno da Bastiat, secondo cui il costo vero di un impiego del capitale sta in ciò che non si vede. Le fabbriche mai costruite, i brevetti mai depositati da chi il credito non l'ha ottenuto. La misallocazione non lascia macerie fotografabili. Lascia assenze, ed è per questo che per decenni è stata così comoda da ignorare. Song, Storesletten e Zilibotti (2011) hanno costruito su questa intuizione il modello canonico della transizione cinese, dove le imprese private, più produttive ma razionate, crescono accumulando utili mentre le imprese di Stato assorbono il finanziamento bancario, e hanno mostrato che quella architettura spiega insieme la crescita cinese e le sue distorsioni. Dollar e Wei (2007), su un campione di 12.400 imprese in 120 città, avevano già documentato rendimenti del capitale sistematicamente più alti nel privato che nel pubblico, con un divario tale da valere diversi punti di prodotto. E quando nel 2009 il sistema dovette decidere in fretta a chi consegnare migliaia di miliardi di stimolo, i dati riservati delle diciannove maggiori banche mostrano che il credito rifluisce verso le imprese di Stato e verso quelle a più basso prodotto medio del capitale, invertendo la timida riallocazione degli anni precedenti (Cong et al., 2019). Il razionamento del primo paragrafo e i vuoti del secondo presentano qui il loro conto aggregato. La Cina è cresciuta nonostante l'allocazione del proprio capitale.

Che il fenomeno non appartenga al passato lo dice una serie storica semplice, riportata dalla Camera di Commercio Italiana in Cina sulla scorta dei dati della Banca Mondiale. Il rendimento degli investimenti nel Paese superava il 20% nei primi anni duemila. Nell'ultimo decennio è sceso stabilmente sotto il 10% (CCIC, 2026). Un'economia può crescere a lungo investendo molto e male,

purché investa moltissimo. Prima o poi il conto si presenta, e si presenta nella forma di rendimenti che si dimezzano mentre gli importi raddoppiano.

Il capitale, però, non è l'unica cosa che lo Stato mette sul piatto. Il Fondo monetario stima il costo fiscale equivalente della politica industriale cinese intorno al 4% del prodotto interno lordo nel 2023, computando contributi diretti, agevolazioni fiscali, credito a condizioni di favore e terreni ceduti sotto prezzo, e precisa che i destinatari sono i settori prioritari, in prevalenza la manifattura ad alta tecnologia. Il confronto internazionale, avverte lo stesso staff, è reso difficile dalla mancanza di dati armonizzati, ma un ordine di grandezza si ricava dagli aiuti di Stato dei Paesi dell'Unione Europea, pari a circa l'1,5% del prodotto nel 2022 (IMF, 2026a). Il criterio, si noti, è settoriale prima che proprietario, e questo aggrava la posizione dell'impresa a capitale estero anziché alleggerirla. Nei comparti favoriti il sostegno raggiunge anche le private cinesi, sicché la sussidiaria straniera resta fuori tanto quando il discrimine è la forma di proprietà quanto quando è il settore. Vale per i sussidi quello che vale per il *tóuzhùchā*: la regola non la nomina mai e riguarda soltanto lei.

Una ricostruzione condotta al Kiel Institute a partire dai dati dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) consente di misurare quel sostegno non in percentuale del prodotto nazionale ma dei ricavi di chi lo riceve, che è poi la grandezza rilevante per chiunque gli stia di fronte sul mercato. Le grandi industriali cinesi del campione ottengono sostegno pubblico pari a circa il 4,5% del fatturato, contro valori inferiori all'uno per cento nell'area OCSE, e il rapporto fra le due misure sfiora il nove a uno (Bickenbach et al., 2024). La scomposizione è la parte che interessa questa ricerca. Le agevolazioni fiscali valgono lo 0,75% dei ricavi, i contributi diretti lo 0,63%, i prestiti concessi a condizioni fuori mercato oltre il 2,35%. Più della metà del sostegno pubblico all'industria cinese passa dallo sportello bancario. L'OCSE, nel proprio aggiornamento del 2026, ne indica esplicitamente la causa nella struttura del sistema finanziario cinese, dove la gran parte dei prestiti alle imprese proviene da banche statali e da banche di politica a tassi prossimi al riferimento a un anno (OECD, 2026). Dopo sessanta pagine dedicate a chi ottiene credito e a quali condizioni, l'organizzazione di Parigi arriva alla stessa conclusione per la strada opposta. Ciò che nel primo capitolo era una distorsione allocativa diventa qui, misurato dal lato di chi compete, un sussidio al prezzo di vendita.

Su questa stima esiste un dissenso, e proviene dalla parte in causa. Il Direttore esecutivo per la Cina, nella dichiarazione allegata alla consultazione del Fondo, contesta la cifra del 4% sostenendo che manca una metodologia condivisa, che l'estrapolazione dai bilanci delle società quotate introduce distorsioni e che molte delle misure contestate rispondono a criteri di mercato, e ricorda che la politica industriale è pratica comune fra i Paesi avanzati e non un'invenzione cinese (IMF, 2026a).

L'obiezione metodologica non è infondata, e va anzi estesa. La componente maggiore delle stime sul sostegno pubblico cinese, quella dei prestiti a condizioni fuori mercato, non misura un trasferimento di cassa che qualcuno abbia registrato in un bilancio. Misura la distanza fra il tasso pagato e il tasso che l'impresa avrebbe pagato altrove, ed è quindi un controfattuale, costruito da chi la stima conduce. Nessuna delle valutazioni disponibili poggia del resto su dati che il governo cinese pubblichi, e tutte procedono per ricostruzione dall'esterno. La distanza fra i risultati lo conferma, dato che una ricostruzione condotta al Center for Strategic and International Studies collocava il sostegno industriale cinese all'1,73% del prodotto nel 2019, contro lo 0,39% statunitense e lo 0,67% coreano (DiPippo, Mazzocco e Kennedy, 2022), mentre il Fondo arriva a più del doppio per il 2023. Anni e metodi diversi spiegano parte dello scarto, non tutto. Quando l'unico modo di misurare una politica è stimarla da fuori, chi la conduce conserva sempre il diritto di dichiarare sbagliata la stima, e nessuno è in grado di dimostrargli il contrario.

Il sostegno, comunque lo si misuri, arriva a destinazione attraverso un dispositivo che la Cina conosce da quarant'anni. Il sistema dei tassi ha funzionato a lungo su un doppio binario, con i tassi bancari amministrati tenuti artificialmente bassi e i tassi di mercato liberi di riflettere la scarsità reale del capitale (He e Wang, 2012), e la distanza fra i due binari è un sussidio implicito a chiunque sieda sul primo. Lo schema porta un nome che uno studente di storia cinese riconosce subito, ed è la versione sui tassi dello stesso principio che il primo capitolo ha descritto sul lato dell'allocazione. È lo *shuāngguǐzhì* (双轨制, «sistema a doppio binario») con cui la Cina di Deng riformò i prezzi industriali negli anni ottanta, liberalizzando il margine senza toccare il piano. Allora servì a far nascere il mercato accanto al piano. Applicato al denaro, serve a proteggere il piano dal mercato. Le imprese di Stato, sul binario amministrato, ci sedevano per diritto di nascita. E ci sedevano senza contropartite, perché Firth, Lin e Wong (2008) hanno mostrato che nelle società quotate cinesi la leva finanziaria frena gli investimenti molto meno dove lo Stato è azionista e dove le opportunità di crescita scarseggiano, il che è il segno di banche che sul debitore pubblico non esercitano il controllo che qualunque creditore commerciale eserciterebbe. Denaro sotto costo e senza condizioni da una parte. Dall'altra, per chi resta fuori dal binario amministrato, quel *róngzī guì* che il governo stesso ha finito per ammettere insieme al gemello, riconoscendo per iscritto le difficoltà e i costi elevati di finanziamento delle imprese non statali (State Council, 2025).

Il risultato di tutto questo, sul mercato dei prodotti, ha un nome che in Cina conoscono tutti. È *nèijuǎn* (内卷, «involuzione»), la parola con cui si descrive una competizione che si autodivora,

prezzi in caduta e margini azzerati in comparti dove la capacità produttiva, gonfiata dal sostegno pubblico, corre più veloce della domanda. La genealogia del termine è curiosa per una parola d'ordine generazionale. Viene dall'antropologia di Clifford Geertz, che con «involuzione agricola» descriveva la risaia giavanese capace di assorbire braccia all'infinito complicandosi al proprio interno senza mai progredire, ed è rientrata in Cina attraverso l'accademia prima di esplodere sui social e finire, ultimo passaggio, nei documenti del Partito. Poche parole hanno compiuto un percorso simile in così pochi anni, da Giava a Weibo alla Conferenza centrale sul lavoro economico, che nel dicembre 2024 ha inserito fra gli obiettivi dell'anno il contrasto integrato alla competizione di tipo involutivo.

La definizione ufficiale è più cruda di quanto ci si aspetti da un testo di policy. Un articolo ripreso dal portale della Commissione nazionale per lo sviluppo e le riforme spiega che la competizione involutiva ignora i costi e i rapporti reali fra domanda e offerta, che per conquistare quote di mercato pratica prezzi gravemente inferiori al costo di produzione, e che l'esito è la distorsione del segnale di prezzo per l'intero settore, con un fenomeno che l'autore descrive ricorrendo al proverbio sulla moneta cattiva che scaccia la buona (Wei, 2025). Lo stesso testo osserva che le politiche agevolative concesse in sede di attrazione degli investimenti, quando comportano promesse eccessive o compressione artificiale del prezzo dei fattori produttivi, generano disuguaglianza nell'accesso ai fattori stessi. È l'ammissione, su un portale governativo, che le imprese non partono dalla stessa linea. E Qiushi, organo teorico del Partito, si spinge oltre, registrando che l'intervento improprio dei governi locali consente la sopravvivenza di imprese che avrebbero dovuto uscire dal mercato (Qiushi, 2025). La formulazione è notevole. Il vincolo di bilancio morbido descritto nel primo capitolo, che lì operava attraverso la banca, viene qui riconosciuto per iscritto nella sua variante territoriale, dove l'agente non è più l'istituto di credito ma il governo provinciale. La sussidiaria estera, di conseguenza, non compete contro un rivale più efficiente. Compete contro un rivale che il mercato avrebbe già espulso.

Fra le misure proposte per correggere l'involuzione compare la regolamentazione dei termini di incasso lungo la filiera produttiva, contro le imprese che sfruttano una posizione dominante per allungare artificiosamente i tempi di pagamento ai fornitori e per imporre condizioni palesemente irragionevoli (Wei, 2025). Chi viene pagato a centottanta giorni sta finanziando il proprio cliente per sei mesi. Se il credito bancario gli è precluso, quel finanziamento lo copre con mezzi propri o con quelli della casa madre, agli stessi tassi e dentro gli stessi tetti descritti poco sopra. È un costo del capitale che non compare in nessun listino, non entra in nessuna statistica sui tassi e non si contratta con nessuna banca. Si subisce a valle di una fattura.

Per l'impresa estera le due dinamiche si sommano, e un settore basta a mostrare come funzionino gli altri. Le linee guida sull'autonomia e la controllabilità tecnologica orientano gli acquisti pubblici verso fornitori nazionali senza mai vietare nulla, e nelle telecomunicazioni la quota di mercato dei fornitori europei di tecnologie dell'informazione è scesa da circa il 30% dell'era 4G a cifre singole basse con il dispiegamento del 5G nel 2023 (European Chamber, 2025). Mai un divieto. Una preferenza amministrata, applicata gara dopo gara, che in un decennio produce lo stesso effetto di un'esclusione senza mai comparire in un atto che si possa impugnare. Sommata alla concorrenza involutiva e al capitale pagato a prezzo pieno, restituisce la posizione dell'impresa a capitale estero sul mercato cinese in una formula che non richiede aggettivi. Compete a costi di mercato contro rivali che non devono coprire i propri.

Gli investimenti diretti esteri in entrata sono scesi del 27,1% nel 2024 e di un ulteriore 9,5% nel 2025, dai 1.100 miliardi di RMB del 2023 agli 826 del 2024, fino ai 748 dell'anno successivo (European Chamber, 2026). Sono cifre del Ministero del Commercio. Nello stesso arco di tempo la quota di imprese europee che colloca la Cina fra le prime tre destinazioni per gli investimenti correnti è scesa poco più della metà, 53%, il valore più basso da quando la domanda viene posta, cioè dal 2010, e il 14% dichiara di non avere alcun investimento in programma nel Paese, altro massimo storico (European Chamber, 2026). Il capitale straniero non se ne sta andando in massa. Sta smettendo di arrivare, che nel lungo periodo produce lo stesso risultato con meno rumore. La spiegazione più semplice sarebbe che quelle imprese in Cina perdano denaro, e invece i conti dicono l'opposto. Sette su dieci hanno chiuso il 2025 con un risultato operativo positivo, e la proporzione è stabile da quattro anni. Un altro 18% è andato in pareggio, mentre chi ha registrato perdite è sceso al 12%, quattro punti meno dell'anno prima (European Chamber, 2026). Non è un settore in difficoltà. È un settore che guadagna e che, guadagnando, sceglie di investire altrove. Fra le due serie corre tutto ciò che questo capitolo ha documentato. Le imprese estere in Cina si finanziano in larga misura con gli utili trattenuti, e la Camera Europea definisce il reinvestimento proprio in questo modo, come l'impiego dei profitti realizzati sul posto in alternativa alle iniezioni di capitale dalla casa madre (European Chamber, 2026). Non è una scelta di stile finanziario. Il credito bancario locale è difficile da ottenere, il prestito in valuta costa fra i cento e i centottanta punti base in più, le iniezioni della casa madre incontrano *tóuzhùchā* e il parametro macroprudenziale. Restano gli utili prodotti in loco, e la loro natura di ultima risorsa cambia il significato di ogni cifra di bilancio. Per un'impresa che opera in un mercato normale la redditività misura quanto sta andando bene, e serve a decidere se distribuire un dividendo o costruire un capannone. Per una sussidiaria cinese misura quanto potrà fare l'anno prossimo, perché non esiste

60

nessun'altra fonte a cui attingere. Il conto economico smette di essere un consuntivo e diventa il bilancio preventivo dell'anno successivo. È una condizione che qualsiasi direttore finanziario riconoscerebbe come tipica di un'impresa in difficoltà, tranne che qui riguarda imprese sane, in un Paese che dispone del sistema bancario più grande del mondo.

Il meccanismo, intanto, si sta restringendo. Due terzi delle imprese dichiarano di voler reinvestire una parte dei profitti realizzati sul mercato cinese, ma soltanto il 19% intende reinvestirne più di un quarto, e la percentuale è ferma da tre anni (European Chamber, 2026). La Camera parla di reinvestimento che si concentra, ed è la formula esatta. Un gruppo ristretto continua a scommettere, la maggioranza tiene la posizione senza allargarla.

Che il fenomeno riguardi il capitale lo suggerisce la sua distribuzione per dimensione d'impresa. Fra le piccole e medie europee il 26% non colloca la Cina nemmeno fra le prime dieci destinazioni per gli investimenti correnti, contro il 12% delle multinazionali, e il Forum PMI della Camera attribuisce la differenza al fatto che le imprese minori operano con margini finanziari più sottili e diventano perciò più avverse al rischio quando le condizioni si irrigidiscono (European Chamber, 2026). Il margine finanziario di cui parla quel passaggio è esattamente ciò che una linea di credito fornirebbe. Le grandi dispongono di una tesoreria di gruppo profonda abbastanza da assorbire un investimento che tarda a rendere, e possono permettersi di aspettare tre anni prima che una fabbrica cominci a pagarsi. Le piccole hanno soltanto il proprio conto in banca, e in Cina quel conto raccoglie depositi senza generare affidamenti, come il primo paragrafo di questo capitolo ha mostrato per l'intero tessuto produttivo del Paese. Lo svantaggio creditizio non colpisce dunque tutte le imprese estere allo stesso modo. Colpisce di più quelle che non hanno le dimensioni per aggirarlo, il che restituisce alle statistiche aggregate sugli investimenti esteri una composizione interna che esse nascondono, perché una multinazionale che rallenta e una piccola impresa che rinuncia entrano nella stessa cifra.

La gradazione si ritrova anche per settore. Nell'informatica e nelle telecomunicazioni, dove le politiche di autosufficienza tecnologica hanno eroso la quota europea nell'arco di una sola generazione di rete mobile, meno della metà delle imprese, il 44%, colloca la Cina fra le prime cinque destinazioni d'investimento. Nei servizi finanziari la proporzione è il 43%, e la Camera lo attribuisce in parte alla redditività media del comparto, bassa rispetto agli altri mercati internazionali (European Chamber, 2026). Nel commercio al dettaglio, dove gli ostacoli d'accesso sono minori, la quota sale all'81%. Misurata comparto per comparto, la fiducia degli investitori restituisce la mappa delle barriere con una precisione che nessun indice sintetico raggiunge.

Il primo atto normativo con cui la Cina si aprì al capitale straniero fu la legge sulle *joint venture* del luglio 1979. Arrivò prima di gran parte della legislazione sull'economia interna, quando il Paese non aveva ancora né una legge sulle società né un codice civile, e per una lunga stagione l'impresa a capitale estero fu trattata meglio della privata cinese, come questo capitolo ha ricostruito in apertura. Quarantasei anni dopo il vantaggio fiscale è stato rimosso, la parità è scritta in una legge che nessuno viola, e la sussidiaria si finanzia con ciò che riesce a guadagnare perché nessuno le presta nulla. La porta d'ingresso è rimasta aperta. È il corridoio che porta allo sportello a essersi ristretto.

2.4 Conclusioni del capitolo

Il capitolo si era aperto su una confessione fatta di parole, lo slogan con cui il governo promette da oltre un decennio di curare il *róngzī nán*. Si chiude su una confessione fatta di silenzi. Le serie sulle imprese di Stato spente una dopo l'altra, prima gli attivi e i passivi nel 2019, poi i ricavi delle industriali nel 2024. La categoria delle imprese a capitale estero mai istituita nelle statistiche sul credito. Il silenzio, però, non copre l'intero campo, e questa è la scoperta che ha organizzato le ultime pagine. La banca centrale il tasso per forma proprietaria lo calcola e lo comunica, purché si tratti di una forma proprietaria che intende sostenere. Chi vive dentro il perimetro degli aiuti ha un numero. Chi ne sta fuori non ha nemmeno la casella. Un apparato che misura ogni cosa e sceglie di non misurarne una non sta scontando un ritardo di sviluppo statistico. Ha già deciso di chi si occupa.

I tre movimenti dell'analisi convergono su un punto solo. L'esclusione dal credito non è congiunturale, perché attraversa venticinque anni di rilevazioni senza mai scendere dalla cima della classifica degli ostacoli, sopravvive alle riforme, e quando il governo finalmente la affronta disegna il perimetro dei beneficiari in modo che le imprese estere ne restino fuori. Le assenze che la spiegano non sono ritardi di sviluppo. Il vuoto di certificazione premia la vicinanza allo Stato, l'opacità dei bilanci bancari protegge chi la produce, e l'unico soggetto che potrebbe colmare quel vuoto per le imprese straniere, la banca estera, resta ai margini per effetto di regole formalmente neutre, tanto che nel primo trimestre del 2025 è stato l'unico a ridurre i propri impieghi mentre tutti gli altri li aumentavano. Quanto al conto, si paga due volte. Nella finanza di gruppo che sostituisce a caro prezzo il credito locale negato e che a sua volta incontra un tetto amministrativo, e sul mercato dei prodotti, dove il concorrente sostenuto può permettersi di non guadagnare. La risposta alla

domanda posta in apertura di capitolo, sul perché quelle barriere esistano in modo strutturale, è che non si tratta di ostacoli caduti per caso lungo la strada. Sono la contabilità esterna di un patto interno, il prezzo che il sistema fa pagare a chiunque non partecipi alla sua funzione politica. Il credito garantito alle imprese di Stato e il credito negato agli altri non sono due fenomeni. Sono lo stesso fenomeno, guardato dai due lati dello sportello.

Resta il limite dichiarato a metà percorso, e in chiusura conviene ribadirlo. La misura esatta del razionamento subito dalle sole imprese a capitale estero non esiste, e questa ricerca non ha potuto produrla. Il capitolo ha però mostrato perché quel limite sia esso stesso un risultato. In un apparato statistico che misura ossessivamente ogni altra cosa, i dati mancanti non mancano per trascuratezza. Mancano dove la misura produrrebbe imbarazzo. Chi studia la Cina impara presto a leggere anche gli spazi bianchi.

C'è però un filo che i numeri di questo capitolo hanno lasciato pendere, ed è il più importante per ciò che segue. Se le istituzioni formali della fiducia mancano, come fanno milioni di imprese cinesi a farsi comunque prestare denaro, a scegliere un fornitore che non conoscono, a firmare contratti che nessun tribunale garantirà davvero? La risposta è che al posto delle istituzioni lavora un'infrastruttura che non compare in nessun bilancio e non si deposita in nessun registro, fatta di relazioni coltivate negli anni, di obblighi reciproci, di reputazioni che circolano a voce. Le imprese domestiche ci sono nate dentro. Quelle straniere devono impararla da adulte, e nel frattempo scoprono di essere escluse due volte, dal sistema formale che non le legge e da quello informale che non le riconosce. Anche questa infrastruttura ha un nome cinese. Il prossimo capitolo comincia da lì.

Capitolo 3

RELAZIONI, STRETTE E CONTROLLO. IL CREDITO INFORMALE DOPO IL 2013

Introduzione

L'infrastruttura evocata in chiusura del capitolo precedente ha un nome cinese. *Guanxi* (关系, *guānxi*, «relazione»). La definizione fondativa la diede la letteratura manageriale già negli anni novanta, connessioni personali come sostituti del supporto istituzionale formale (Xin e Pearce, 1996). Milioni di imprese cinesi hanno continuato per decenni a farsi prestare denaro e a firmare contratti che nessun giudice avrebbe fatto rispettare, in un Paese dove il rating non certifica e il tribunale non garantisce. Funzionava, perché al posto delle istituzioni lavorava una rete di obblighi reciproci e di reputazioni che circolano a voce. Non è folklore. È un'istituzione economica a tutti gli effetti, la cui rilevanza cresce proprio dove l'incertezza istituzionale resta alta e la competizione si fa dura (Bian, 2013), e il credito bancario cinese soddisfa entrambe le condizioni.

Se il canale bancario formale è precluso, del resto, la domanda che segue viene da sé. Esiste un'alternativa, e a quali condizioni può percorrerla chi arriva da fuori? Per un'impresa a capitale estero quell'infrastruttura è sempre stata un territorio vietato, e i motivi verranno esaminati da vicino. Ma la storia che queste pagine ricostruiscono non è statica, è la cronaca di uno smontaggio, e procede in quattro tempi. Il primo descrive la meccanica, cioè come il *guanxi* selezioni i debitori al posto delle istituzioni e perché una sussidiaria straniera non possa procurarselo. Il secondo e il terzo raccontano le due strette che lo hanno demolito, quella relazionale della campagna anticorruzione avviata nel 2013 e quella finanziaria del *deleveraging* culminato nel 2018. Il quarto esamina un criterio di selezione che nel frattempo cresceva per conto proprio, estraneo tanto al merito di credito quanto alla reputazione dentro una rete, e che alla fine del decennio era rimasto l'unico in campo. Alla fine del percorso la domanda della tesi avrà una risposta parziale ma netta. Le barriere non sono cadute con le riforme. Hanno cambiato natura, e ogni volta in peggio per chi guarda dall'esterno.

Un'avvertenza sul metodo, prima di cominciare, perché su questo terreno le fonti impongono una scelta e conviene dichiararla. La letteratura empirica sul *guanxi* bancario misura imprese cinesi,

connesse e non connesse, e si ferma lì. Uno studio dedicato al rapporto fra sussidiarie estere e credito relazionale, aggiornato all'ultimo decennio, semplicemente non esiste. La lacuna non sorprende, perché chi pratica il *guanxi* non lo racconta a un ricercatore e chi ne è escluso non ha nulla da raccontare. Questo capitolo procede allora per inferenza. Se la connessione personale determina l'accesso al credito per le imprese domestiche, e se l'impresa straniera è per costruzione la meno connessa di tutte, la sua posizione si deduce dal gradino più basso della scala osservata. Le conferme, dove l'inferenza da sola non basta, arrivano dalle survey delle camere di commercio, dai casi documentati dalla cronaca e dai dati sui pagamenti fra imprese. Anche qui, come nel razionamento misurato in precedenza, il vuoto della letteratura non è un ostacolo alla tesi. È un altro dei suoi indizi.

3.1 Il *guanxi* (关系) nel banking, il capitale sociale come asset

Per misurare quanto valesse una relazione personale nel credito cinese è servito, paradossalmente, un divieto. Nell'ottobre del 2013 il Documento n. 18 del Dipartimento Organizzazione del Partito impose ai funzionari di alto livello di lasciare i consigli di amministrazione delle società quotate, dove sedevano in qualità di amministratori indipendenti. Centinaia di imprese private persero il proprio aggancio politico nello stesso istante. Per gli economisti che ricostruirono l'episodio fu un esperimento naturale di rara pulizia, dove le imprese rimaste senza alcuna connessione videro il peso dei prestiti bancari sul proprio attivo scendere in media del 12% rispetto alla mediana, mentre quelle il cui presidente o amministratore delegato conosceva personalmente il direttore della filiale bancaria locale registrarono un aumento del 22% (Ding et al., 2023). Un quinto del credito, in più o in meno, deciso da una stretta di mano. Il capitolo precedente ha mostrato un sistema bancario incapace di leggere i bilanci che non gli somigliano. Queste pagine raccontano che cosa legge al loro posto.

Da dove venga quel potere di selezione lo dice, prima di ogni teoria, la parola stessa. I due caratteri che compongono *guanxi* (关系, *guānxi*, "relazione") sono eloquenti. Il primo, 关 *guān*, indica un valico o una barriera doganale e, come verbo, significa chiudere. Il secondo, 系 *xì*, è il sistema, ma anche il legare. Una barriera, e insieme il legame che permette di attraversarla. Due sillabe che descrivono, meglio di qualsiasi analisi, come si presenta l'economia cinese a chi non conosce nessuno. Eppure la parola, nel suo significato corrente, è sorprendentemente giovane. Le relazioni personali esistono in Cina da millenni, mentre le discussioni sul *guanxi* comparvero sulla stampa della RPC soltanto attorno al 1978 (Yang, 1994). Il *guanxi* moderno nacque cioè insieme

all'economia della penuria, quando per una bicicletta o un biglietto ferroviario bisognava conoscere qualcuno, e invece di estinguersi con la penuria si è adattato a ogni scarsità successiva.

L'antropologia ne ha ricostruito la genesi come una forma di autodifesa: reti autosufficienti di reciprocità, tessute durante la Rivoluzione Culturale per proteggersi dal controllo dello Stato e ridurre la dipendenza dalle sue risorse, negli anni in cui la politica saturava ogni angolo della vita quotidiana (Yang, 1994).

Negli anni ottanta Liu Binyan, il più celebre giornalista d'inchiesta del Paese, descriveva le persone dotate di *guanxi* come portatrici di interruttori speciali, poiché bastava sfiorarne uno per ritrovarsi collegati a un'intera rete, strato sopra strato di connessioni incrociate, una maglia fitta (Liu, 1983, citato in Fan, 2002a). Come sia tessuta quella maglia, lo ha chiarito la ricerca successiva. Il *guanxi* non coincide con la relazione in sé, che la letteratura chiama *guanxi base*: condividere un luogo d'origine, un'aula universitaria, una caserma. Due ex compagni di corso che non si parlano da trent'anni hanno una base, non un *guanxi*. Il *guanxi* comincia quando qualcuno chiede un favore e qualcun altro attiva la propria rete per procurare la soluzione, spesso attraverso terzi e quarti soggetti che il richiedente non incontrerà mai; un processo deliberato, con uno scopo, un inizio e una fine (Fan, 2002a). Nessuno visita il Tempio dei Tre Tesori senza una buona ragione, ammonisce un detto che Fan riporta, e chi avvia un *guanxi* lo sa bene. La formula con cui in Cina si chiede un favore lo dichiara apertamente, perché si apre dicendo che non si sarebbe venuti a disturbare se non ci fosse stato bisogno. Non è imbarazzo. È il riconoscimento che si sta aprendo una partita contabile. Quella partita ha una valuta, e la lingua cinese ne distingue tre gradi con precisione notevole. Il *qīnqíng* (亲情) è l'affetto che lega ai familiari e non pretende contropartita. Il *gǎnqíng* (感情) è il sentimento che unisce agli amici. Il *rénqíng* (人情, *rénqíng*, "debito di favore") è invece ciò che circola fra conoscenti, e funziona come un'obbligazione a tutti gli effetti (Fan, 2002a). Osservato in termini finanziari, il *rénqíng* è un'obbligazione anomala sotto ogni profilo. Nessuno stabilisce quanto valga il favore ricevuto, e nessuno fissa il momento della restituzione, che spetta a chi ha prestato e può arrivare dopo molti anni. Manca anche la garanzia, dato che chi accetta l'obbligo potrebbe non essere in grado di onorarlo quando verrà chiamato. Fan lo descrive come una transazione a termine con data di consegna imprecisata e qualità non garantita, e da qui ricava il paradosso che interessa questa ricerca. Il *guanxi* nasce per ridurre l'incertezza, ma poiché nessuno sa quando e quanto dovrà restituire, finisce per generarne di propria (Fan, 2002a). Un debito che non compare in nessun bilancio e che tuttavia vincola più di quelli iscritti. Accanto al *rénqíng* lavora il *miànzi* (面子, *miànzi*, "faccia"), che ne costituisce la garanzia collaterale. È il prestigio di chi si dimostra capace di mobilitare la propria rete, e cresce ogni volta che una richiesta viene soddisfatta, crolla quando un obbligo viene ignorato (Chen, Chen e Huang, 2013). Chi perde la

faccia non subisce una sanzione formale. Semplicemente smette di ricevere telefonate. Delle tre forme in cui tutto questo si organizza, il *guanxi* familiare, quello di aiuto reciproco e quello d'affari, soltanto l'ultima interessa queste pagine. È la più fredda delle tre, utilitaristica e rigidamente reciproca, instabile perché legata alla posizione che le parti occupano in un dato momento, e quasi sempre giocata fra un imprenditore e chi controlla una risorsa scarsa (Fan, 2002a). La Tabella 3.1 ne riassume i caratteri.

Tabella 3.1. Le tre tipologie di *guanxi*

	<i>Guanxi</i> familiare	<i>Guanxi</i> "helper"	Business <i>guanxi</i>
Natura	emotiva e strumentale	strumentale, utilitaristica	puramente utilitaristica
Radice	valori culturali confuciani	valori culturali e fattori socio-economici contemporanei	strutture politico-economiche attuali, debolezza del sistema legale
Base della relazione	prevalentemente di sangue	sociale	sociale o tramite intermediari
Che cosa si scambia	affetto (<i>qīnqíng</i>), sostegno	favori	denaro contro potere
Valori centrali	affetto, obbligo, empatia	<i>rénqíng</i> , <i>miànzǐ</i> , credibilità	<i>rénqíng</i> , <i>miànzǐ</i> , influenza
Reciprocità	non necessaria, anche altruistica	attesa; la parte più debole beneficia di più	strettamente reciproca, negoziale
Stabilità e durata	forte, di lungo periodo o permanente	media, spesso occasionale	instabile, temporanea
Lato oscuro	nepotismo	il fardello del <i>rénqíng</i> , i "debiti umani"	corruzione, costo sociale

Fonte: adattamento da Fan (2002a).

Chi ricorda l'inventario delle assenze avrà già intuito che cosa c'entri tutto questo con una filiale bancaria. Dove il rating non distingue più nessuno, distingue il *miànzǐ*, perché la voce che un imprenditore onora sempre i propri debiti vale più di una tripla A condivisa con metà del mercato, dove la garanzia reale è difficile da eseguire, il *rénqíng* lavora da collaterale, un pegno sociale che nessun registro riporta e che vincola più di un'ipoteca. E dove il tribunale non offre prevedibilità, giudica la rete, poiché chi tradisce un obbligo esce dal circuito delle presentazioni e dei favori, una condanna commerciale spesso più temibile di quella civile. Per il debitore cinese il *guanxi* è stato a lungo il filo di Arianna dentro un labirinto di istituzioni mancanti. Che anche le banche seguissero quel filo l'hanno raccontato i funzionari stessi. Intervistati nelle filiali di quattro grandi città, descrissero l'esistenza di criteri di prestito non ufficiali accanto a quelli scritti nei manuali, margini

di discrezionalità che per chi decideva si traducevano in occasioni di rendita (Yeung, 2009).

Vent'anni prima quella dipendenza era già stata misurata, e il modo in cui venne misurata dice molto. Confrontando dirigenti di imprese private, statali e collettive, Xin e Pearce trovarono che i primi consideravano le connessioni più importanti, ne coltivavano di più dentro l'amministrazione pubblica, si fidavano più della propria rete che dei contratti firmati, e facevano più regali senza ricevere nulla in cambio nell'immediato. Il dato che conta non è la quantità, però, ma il motivo. Le imprese private erano quelle meno protette dal sistema legale, e compensavano quel vuoto procurandosi protezione per altre vie (Xin e Pearce, 1996). Il *guanxi* non nasceva dove mancava il capitale. Nasceva dove mancava la legge.

La modernizzazione del sistema finanziario non ha cambiato la sostanza. Una rassegna della Chinese University of Hong Kong ritrova le relazioni personali dentro processi che si presumerebbero governati da procedure, dai rapporti fra gestori di fondi e analisti alla qualità delle revisioni contabili, fino al modo in cui le cattive notizie su un'impresa raggiungono il mercato, oppure non lo raggiungono affatto (Wu, 2023). Una distinzione, tuttavia, la ricerca empirica la impone, ed è quella fra le due specie di *guanxi* che un'impresa può coltivare. Quello d'affari, intessuto con clienti, fornitori e direttori di filiale, porta benefici reali insieme a rischi altrettanto reali. Quello politico, costruito con chi detiene potere amministrativo, mostrava effetti negativi sulla performance strategica già prima di qualunque campagna moralizzatrice, perché lega la sorte dell'impresa a quella di un funzionario e distoglie energie dalla costruzione di un vantaggio competitivo proprio (Chung, 2011). Due specie di relazione, dunque, con rendimenti diversi. Sul credito lavora la prima.

E un'impresa straniera? Se il *guanxi* è la tecnologia con cui il credito cinese seleziona i propri debitori, la domanda della tesi si riduce a sapere se quella tecnologia si possa acquistare. La risposta di Fan è la più netta dell'intera letteratura: no. Il *guanxi* appartiene all'individuo, lavora soltanto al livello personale e non diventa mai un asset dell'organizzazione (Fan, 2002a). L'impresa gode della rete del proprio dirigente finché il dirigente resta, e finché sceglie di spendere per il datore di lavoro un capitale che rimane suo. Quando quest'ultimo se ne va, la rete dall'azienda esce insieme a lui. La sussidiaria che assume un direttore finanziario ben connesso non potrà mai comprare i *guanxi*, piuttosto prenderli in affitto, a condizioni che non controlla, con un preavviso di dimissioni come unica garanzia. Sul prezzo di quell'affitto gli studi di international business hanno costruito un intero filone, quello dello svantaggio dell'estraneità (*liability of foreignness*), il sovrapprezzo che si paga per essere arrivati da fuori e che si fa tanto più salato quanto più i mercati dei capitali poggiano sui legami informali che l'estraneo, per definizione, non possiede (Bell, Filatotchev e Rasheed, 2012). Di qui la tentazione, documentata in tutte le economie emergenti, di procurarsi un sostituto già pronto sposando un socio locale (Chan e Du, 2022). Che cosa significhi, in concreto, lo racconta un

caso che a Parigi ricordano ancora. Nel 1996 Danone entrò con il 51% in trentanove *joint venture* con Wahaha, il colosso delle bevande costruito a Hangzhou da Zong Qinghou. Sulla carta i francesi controllavano tutto. Nella realtà ogni relazione che tenesse in piedi l'azienda, dai distributori alle banche fino agli uffici del governo locale, passava per un uomo solo. Quando l'idillio finì, Zong dimostrò che cosa significhi controllare le relazioni senza possedere le azioni. Fuori dal perimetro delle *joint venture* era cresciuta una costellazione di società parallele, diverse delle quali riconducibili alla moglie e alla figlia, che producevano le stesse bevande con lo stesso marchio e le distribuivano attraverso la stessa rete commerciale. Per anni il socio di maggioranza non si accorse di nulla. Quando lo scoprì, nel 2005, chiese di rilevarne il controllo e incassò un rifiuto. Seguirono due anni di battaglie legali su tre continenti. Un arbitrato a Stoccolma, una causa in California contro una società delle Isole Vergini britanniche intestata alla figlia dell'imprenditore, con una richiesta di danni per cento milioni di dollari, e naturalmente i tribunali cinesi, davanti ai quali il gruppo francese perse in primo grado e poi in appello, quando nel 2008 la corte intermedia di Hangzhou confermò la decisione favorevole al socio locale. Nel settembre del 2009, con la mediazione dei governi di Parigi e di Pechino, Danone cedette la propria quota e uscì dal Paese. Le cifre dell'accordo non furono mai rese pubbliche (Dickinson, 2007; Forbes, 2009). Nello stesso anno, e sulle pagine della stessa rivista che ne dava notizia, Zong Qinghou compariva al 376° posto nella classifica degli uomini più ricchi del mondo. Danone aveva posseduto la maggioranza legale di tutto, tranne l'unico asset che contava davvero. Quello non era iscrivibile a bilancio. È difficile immaginare una barriera all'ingresso più elegante. Nessun divieto, nessuna norma scritta, soltanto un'assenza che nessun contratto può colmare. Il caso precede di tre lustri le vicende ricostruite in queste pagine, e proprio per questo è istruttivo. Mostra il limite del *guanxi* acquistato quando la via relazionale era ancora largamente percorribile.

Non tutta l'evidenza va nella stessa direzione, e sarebbe scorretto tacerlo. Uno studio del 2015 giunse a conclusioni opposte a quelle di questo capitolo, trovando che le imprese a capitale estero ottenevano dalle banche cinesi più linee di credito delle imprese di Stato, con requisiti di garanzia non più severi (Zeng e Zhang, 2015). La differenza che conta è però un'altra, e riguarda l'oggetto della misura. Zeng e Zhang osservano le condizioni applicate a linee di credito già concesse, mentre la domanda di questa ricerca riguarda chi riesca a ottenerle. Che una banca tratti bene un cliente acquisito non dice nulla su quanti bussino invano, e le due grandezze possono muoversi in direzioni opposte proprio in un sistema che seleziona in entrata. Il campione, per giunta, comprende le multinazionali più grandi e strutturate, quelle che qualunque banca al mondo corteggia, e si ferma a un decennio fa, prima della stretta anticorruzione e del *deleveraging*. Il contrappunto va comunque tenuto presente, perché ricorda che lo svantaggio delle imprese estere non è un dato acquisito ma un'ipotesi, che i dati successivi rafforzano senza dimostrare in modo definitivo.

C'è infine un equivoco da sgombrare, perché il quadro fin qui tracciato potrebbe far credere che chi possedeva il *guanxi* visse di rendita. Non era così, il sistema costava, e costava a tutti. La commissione anticorruzione di Hong Kong arrivò a stimare che mantenerlo assorbisse fino al 5% dei costi di chi faceva affari in Cina (ICAC, 1993, citato in Fan, 2002b), e un piccolo imprenditore privato raccontò di spendere decine di migliaia di RMB l'anno in favori ai funzionari locali. Senza quei favori, si poteva dire addio alla licenza di esportazione, niente prestito bancario e, all'occorrenza, nemmeno luce e acqua per la fabbrica (Jakobson, 1999, citata in Fan, 2002b). Alcune aziende, stremate dal peso, praticavano una vera e propria fuga dal *guanxi*, recidendo le relazioni diventate più onerose dei benefici (Fan, 2002a). Quando a 275 dirigenti cinesi fu chiesto un giudizio, il 96,3% indicò il *guanxi* come radice delle "tendenze malsane" dell'economia, l'eufemismo ufficiale per favoritismi, frodi e corruzione (Fu e Zhu, 1999, citati in Fan, 2002a). Il sostituto delle istituzioni mancanti non era amato neppure da chi lo maneggiava ogni giorno: era tollerato, in attesa che qualcuno trovasse la forza, o l'interesse, di smontarlo. Quella forza arrivò con il ricambio al vertice del Partito. Il 22 gennaio 2013, davanti alla seconda sessione plenaria della Commissione centrale per l'ispezione disciplinare (CCDI), Xi Jinping pronunciò due formule destinate a essere ripetute per un decennio. La prima prometteva di colpire insieme le tigri e le mosche, *lǎohǔ cāngyīng yīqǐ dǎ* (老虎、苍蝇一起打), perseguendo con la stessa determinazione i casi dei quadri dirigenti e le pratiche scorrette che la gente comune incontra ogni giorno. La seconda indicava il metodo, rinchiudere il potere nella gabbia delle istituzioni, *bǎ quánlì guān jìn zhìdù de lóngzi lǐ* (把权力关进制度的笼子里), costruendo meccanismi che rendessero la corruzione impossibile e difficile, ma prima di tutto temuta, perché l'obiettivo dichiarato in apertura era che nessuno osasse più corrompere: *bù gǎn fǔ* (不敢腐) (Xi, 2013).

Nessuna delle due formule nominava le banche. Eppure un sistema creditizio che colmava i propri vuoti con banchetti, regali e obblighi reciproci si reggeva esattamente sulle pratiche che quelle parole mettevano al bando. Chi prestava e chi chiedeva prestiti capì presto che il problema non era se qualcosa sarebbe cambiato. Era ciò che sarebbe rimasto.

3.2 La prima stretta: la campagna anticorruzione e il declino pilotato del *guanxi*

La risposta cominciò ad arrivare il 17 maggio 2013, quando la Commissione centrale per l'ispezione disciplinare, l'organo di controllo interno del Partito, annunciò l'invio dei primi gruppi di ispezione

nelle province. Il mercato azionario se ne accorse prima dei commentatori. Nelle sedute successive all'annuncio i rendimenti dei titoli si mossero in modo tutt'altro che casuale. L'indice reagì positivamente nel complesso, ma le SOE, le grandi imprese e soprattutto le società politicamente connesse registrarono rendimenti significativamente inferiori a quelli delle private piccole e non connesse (Ding, Fang, Lin e Shi, 2020). La borsa stava riprezzando, in tempo reale, il valore delle relazioni. Quella che era stata fino ad allora una tecnologia creditizia cominciava a comportarsi come una passività.

Il barometro più eloquente, però, non stava nei listini. Stava sui tavoli. Già nel dicembre del 2012, a poche settimane dall'insediamento, la nuova leadership aveva emanato le otto regole, *bā xiàng guīdìng* (八项规定), contro lo sperpero dei funzionari. Banchetti austeri, niente regali di pregio, niente cortei di auto blu. Sembrava galateo amministrativo. Era chirurgia. Il banchetto, il regalo e il brindisi non erano ornamenti del sistema che il capitolo ha fin qui descritto. Erano i suoi strumenti di produzione, i luoghi fisici dove il *rénqíng* si contraeva e il *miànzǐ* si esibiva.

Che non si trattasse di vizio privato ma di procedura amministrativa lo dimostra una riunione di lavoro del 2012, ricostruita dagli etnografi in una contea del sud. Il sindaco raccomandava ai propri quadri di risolvere le questioni in ufficio anziché a tavola, salvo poi aggiungere l'eccezione che contava. Se si tratta di ottenere fondi, di assicurarsi un finanziamento speciale, allora va bene, e potete invitare chiunque dei dipartimenti superiori, a prescindere dal grado, purché sia in grado di procurare risorse. Va accolto con grande ospitalità. Se non ci proviamo, concludeva, perderemo occasioni d'oro per spartirci il denaro (Wang e Yan, 2020). Il banchetto non serviva a corrompere un funzionario, serviva a finanziare una contea, perché dopo la riforma fiscale del 1994 i trasferimenti dal centro venivano assegnati con ampia discrezionalità e le relazioni personali erano il modo per intercettarli. La stessa discrezionalità che governava lo sportello bancario governava anche gli uffici che distribuivano i fondi pubblici, e in entrambi i casi il rimedio era lo stesso. Non sorprende allora che nella reazione di borsa del maggio successivo i produttori di beni di lusso figurassero fra i titoli più puniti (Ding, Fang, Lin e Shi, 2020), né che nelle amministrazioni locali il "consumo di posizione", i pranzi e i doni con cui i quadri coltivavano le proprie reti, sparisse nel giro di pochi mesi (Wang e Yan, 2020). Le sale dei ristoranti di lusso si svuotarono. E con esse si svuotava, tavolo dopo tavolo, la fabbrica della fiducia informale.

Campagne anticorruzione la Cina ne aveva viste molte, e le aveva perse tutte. Già nel 2002 Fan osservava che il governo centrale le lanciava e le smarriva una dopo l'altra, mentre i casi "peggiori di sempre" continuavano a moltiplicarsi (Fan, 2002b). Questa fu diversa, per durata e per scala. Alla

fine del 2022 i funzionari indagati, perseguiti o sanzionati superavano il milione e mezzo, un numero senza precedenti nella storia della Repubblica Popolare (Fang, 2023). Per capire che cosa stesse davvero morendo, però, occorre risalire all'origine della pratica. L'arte del *guanxi*, nella sua forma moderna, non era nata contro il mercato. Era nata contro lo Stato. Le reti di reciprocità e di obbligo si erano infittite durante la Rivoluzione Culturale come circuiti autosufficienti con cui proteggersi dalla saturazione politica della vita e ridurre la dipendenza dal piano per le risorse materiali (Yang, 1994). Le monete di quello scambio erano antiche, il *rénqíng* compare già nel Libro dei Riti, il *Lǐjì* (礼记), uno dei Cinque Classici confuciani, ma il sistema era nuovo di zecca, figlio del socialismo più che di Confucio (Yang, 1994). Quel che le riforme cambiarono non fu la pratica, ma la valuta con cui veniva pagata. Nello scambio degli anni settanta circolavano permessi e promozioni. In quello degli anni ottanta beni e favori con un valore d'uso, fino a lavorare come sostituto delle relazioni di mercato che l'economia redistributiva aveva soppresso (Yang, 1994). È qui che la campagna del 2013 rivela la propria natura. Colpendo banchetti, regali e reti di patronage, lo Stato non stava soltanto moralizzando i propri funzionari. Stava riprendendo il controllo di un'infrastruttura di fiducia cresciuta alla sua ombra e mai davvero sottomessa. Mezzo secolo dopo la sua nascita, l'arte inventata per difendersi dal potere veniva smontata dal potere. Il declino del *guanxi* non fu dunque un semplice effetto collaterale della lotta alla corruzione. Colpire banchetti e reti di patronage significava, di fatto, riprendere il controllo di un'infrastruttura cresciuta fuori dallo Stato.

Alla luce di questa genealogia anche il dibattito accademico sul destino del *guanxi*, che divise la sinologia per un decennio, si lascia leggere con occhi diversi. Nel 1998, sulla scorta di centocinquantacinque interviste in profondità condotte a Shanghai fra funzionari e dirigenti industriali, Guthrie aveva sostenuto una tesi più sottile di quanto la vulgata le abbia poi attribuito. Non che il *guanxi* stesse scomparendo, ma che nel linguaggio degli operatori si stessero separando due cose fino ad allora indistinte. Coltivare buone relazioni d'affari, *gǎohǎo shāngyè guānxi* (搞好商业关系), restava normale e anzi necessario in un'economia di mercato. Servirsi delle relazioni per sbrigare le procedure, *kào guānxixué bàn shǒuxù* (靠关系学办手续), diventava invece un tabù, la classica pratica della "porta di servizio", *hòumén* (后门), che i dirigenti delle grandi imprese urbane giudicavano ormai inutile e pericolosa davanti al nuovo apparato di regole (Guthrie, 1998). Il mercato, maturando, avrebbe fatto evaporare non le relazioni ma il loro uso procedurale. La replica arrivò quattro anni dopo dalla stessa Yang. Il *guanxi* non era un'essenza destinata a estinguersi, ma un repertorio di pratiche capace di ritirarsi dai domini più formalizzati e rifiorire altrove,

segnatamente negli affari, come i casi di Taiwan e della Russia post-socialista suggerivano (Yang, 2002). Bian avrebbe poi dato al dibattito la sua formulazione più economica. Il destino del *guanxi* dipende da due variabili, l'incertezza istituzionale e la competizione di mercato, e dove entrambe restano alte, la pratica cresce invece di morire (Bian, 2013).

Vent'anni dopo il dibattito si può chiudere. Entrambe le posizioni avevano ragione a metà. Il declino previsto da Guthrie arrivò davvero, e colpì esattamente la pratica che lui aveva isolato, l'uso delle relazioni per ottenere ciò che le regole non concedevano. Ma il meccanismo di Bian spiega perché non poté arrivare dal mercato. Nel credito l'incertezza istituzionale non era mai scesa, e le banche continuavano a distribuire una risorsa scarsa con criteri discrezionali. C'è un dettaglio, nello studio di Guthrie, che tocca il cuore di questa ricerca. Già allora gli atteggiamenti verso il *guanxi* variavano con la posizione dell'impresa nella gerarchia amministrativa statale (Guthrie, 1998). Chi stava dentro quella gerarchia poteva permettersi di dichiarare superato il ricorso alle relazioni. Chi ne stava fuori, no. A far ritirare il *guanxi* non fu la maturazione delle istituzioni. Fu un ordine. Davanti al nodo gordiano che legava denaro e potere, stretto da trent'anni di banchetti e favori, Xi scelse di non scioglierlo. Lo tagliò.

Come si taglia, concretamente, una rete di relazioni? Non a colpi di divieti, o non soltanto. Il Documento n. 18 aveva mostrato quanto valesse l'amministratore connesso togliendolo di mezzo. Ma l'effetto più profondo della campagna passò per la paura. Le squadre di ispezione inviate nelle province cominciarono a rendere pubblici i propri rapporti, e da quel momento chi prestava sapeva che le irregolarità di un'impresa di Stato potevano finire su un documento ufficiale. Il credito bancario si spostò allora in modo misurabile dalle SOE meno produttive verso le non-SOE più produttive, e il meccanismo identificato dagli economisti fu un effetto di deterrenza sui prestatori. I funzionari di banca, temendo i costi personali dell'essere associati a pratiche opache, smisero di assecondarle (Li, Wang e Zhou, 2022). La stessa logica, osservata da vicino nelle amministrazioni locali, produsse ciò che la letteratura ha battezzato inerzia burocratica (*bureaucratic slack*). Spariti i banchetti, sparì anche la voglia di rischiare, e il funzionario locale, mosso ormai soprattutto dal desiderio di sopravvivere politicamente, scelse l'inazione difensiva (Wang e Yan, 2020). Applicato allo sportello, il calcolo diventò elementare. Prestare a una SOE non è mai costato il posto a nessuno. Prestare all'imprenditore conosciuto a cena, dopo il 2013, poteva costarlo.

La paura si rivelò un solvente più efficace di vent'anni di riforme.

Non tutti, però, ci persero. Per le imprese private produttive e prive di connessioni la campagna portò perfino un dividendo. La riallocazione documentata da Li, Wang e Zhou andò nella loro direzione, e il credito liberato dalle SOE opache raggiunse in parte imprese più produttive. Quanto

valesse quel dividendo lo mostrano i contratti di una delle cinque maggiori banche statali, esaminati uno per uno fra il 2012 e il 2016. Prima della campagna un'impresa di Stato otteneva una linea di credito mediana di trenta milioni di renminbi per diciotto mesi, con uno spread dello 0,28%. Un'impresa non statale ne otteneva quattro milioni per quindici mesi, pagando l'1,26%. Sette volte e mezzo meno denaro, per meno tempo, a un prezzo oltre quattro volte superiore. Dopo l'avvio della campagna il divario si ridusse davvero, perché le imprese private videro la durata allungarsi a diciotto mesi e lo spread scendere allo 0,72%, mentre le imprese di Stato arrivarono a pagare uno spread pari a zero (Sun, Xu e Zhang, 2018). Una cosa però non si mosse. La linea di credito mediana delle imprese non statali rimase inchiodata a quattro milioni, esattamente dov'era prima. Migliorarono le condizioni per chi il credito lo otteneva già. La soglia d'ingresso restò dov'era. Il punto, in fondo, è che cosa non accadde. La fiducia relazionale che la campagna stava smontando non venne sostituita da fiducia istituzionale. I vuoti già censiti, i rating gonfiati, i bilanci bancari opachi, l'enforcement imprevedibile, rimasero esattamente dove erano. Il risultato fu un sistema con meno *guanxi* ma non più istituzioni, e il *guanxi* superstite cambiò forma per sopravvivere.

Un'etnografia condotta fra il 2017 e il 2019 in una contea della Cina meridionale ha osservato la mutazione da vicino. Sotto la pressione delle ispezioni e del ricambio continuo dei dirigenti, i quadri hanno smesso di coltivare rapporti diretti e si sono affidati al *guanxi* indiretto, consolidando le reti in "catene di fiducia", rapporti costruiti uno alla volta in cui ogni anello conosce soltanto il successivo, tenuti insieme dal *rénqíng* e dal *yìqì* (义气, lealtà cameratesca). A proteggerle, tattiche di copertura come collocare alleati dentro gli organi ispettivi (Ruan, Lu e Ruan, 2026). Più opaco di prima, più costoso di prima. E per chi guardava dall'esterno, ancora più impenetrabile.

Per le imprese a capitale estero il bilancio della prima stretta ebbe due facce. Il *guanxi*, loro, non l'avevano mai posseduto. Sotto questo profilo la campagna non toglieva nulla. Ma il canale relazionale era anche l'unico attraverso cui una sussidiaria potesse provare, pazientemente e per interposta persona, a costruirsi un accesso. Il dirigente locale ben connesso, il banchetto con il funzionario di filiale, il partner che presenta. Dopo il 2013 ciascuno di quei passaggi divenne un rischio, per chi lo offriva prima ancora che per chi lo riceveva. Il manager connesso, che già la ricerca empirica descriveva come un investimento a rendimento incerto (Chung, 2011), si trasformò in una potenziale passività reputazionale e legale. La lezione, del resto, era arrivata presto e con un nome celebre. Nel settembre del 2014 la filiale cinese di GlaxoSmithKline fu condannata per una rete di tangenti a medici e funzionari sanitari costruita per gonfiare le vendite. Tre miliardi di RMB di ammenda, circa 490 milioni di dollari, la più alta mai inflitta fino ad allora a un'impresa in Cina.

Condanne sospese per i dirigenti, e per il country manager britannico Mark Reilly un processo di un solo giorno e l'espulsione dal Paese (South China Morning Post, 2014). Per le multinazionali il messaggio era doppio. Comprarsi le relazioni non era più una scorciatoia tollerata dall'ospite, e per giunta espose la casa madre ai regolatori di casa propria, dal Foreign Corrupt Practices Act americano allo UK Bribery Act, due normative che puniscono la corruzione commessa all'estero e che si applicano alle imprese soggette a quelle giurisdizioni, comprese le controllate che operano a diecimila chilometri di distanza. La via informale, per un'impresa straniera, era diventata impraticabile due volte. E mentre la porta informale si chiudeva per tutti, quella formale non si apriva. Il razionamento già documentato, con il governo costretto ancora nel 2025 a ordinare per decreto alle proprie banche di prestare ai privati (State Council, 2025), stava lì a dimostrare che dieci anni di campagna non avevano prodotto un'alternativa istituzionale al vecchio sistema. Le imprese a capitale estero si trovarono così nella condizione più scomoda. Escluse dal circuito che moriva, non ammesse in quello che non nasceva.

Eppure la stretta relazionale era soltanto la prima metà dello smontaggio. Il paracadute informale dell'economia cinese aveva due componenti, le persone e i soldi, e nel 2013 il Partito aveva colpito soltanto le prime. Cinque anni dopo sarebbe toccato ai secondi, con una campagna gemella che di nomi personali non ne fece quasi nessuno e che proprio per questo risultò, per il credito, ancora più radicale.

3.3 La seconda stretta: il *deleveraging* e il rischio di controparte

Il 9 maggio 2016 il Quotidiano del Popolo uscì con un'intervista che occupava quasi tutta la prima pagina sotto la piega, e proseguiva per l'intera seconda. L'intervistato non aveva nome. Il giornale lo presentava come una "personalità autorevole", formula che in Cina annuncia una svolta ai quadri di partito prima ancora che ai mercati, perché le grandi correzioni di rotta passano da lì, dalle colonne della stampa ufficiale (Wright, 2023). Il contenuto era una critica spietata del modello di crescita seguito fino a quel momento, trainato dagli investimenti a debito. E conteneva un'immagine destinata a essere citata per anni. Un albero non può crescere fino al cielo, ammoniva la voce anonima, e una leva alta porta rischi alti, che se gestiti male conducono a una crisi finanziaria sistemica, a una recessione e perfino alla dissoluzione dei risparmi delle famiglie (Wright, 2023: 22). Chi conosceva i codici della politica cinese capì all'istante. La campagna di riduzione della leva

finanziaria cominciò da quelle pagine e attraversò un anno e mezzo di giri di vite regolamentari, prima di culminare alla fine di aprile del 2018.

Il provvedimento che la concluse merita di essere guardato da vicino, perché è meno tecnico di quanto il nome lasci intendere. Le regole unificate sulla gestione patrimoniale, elaborate in tre stesure successive fra il febbraio 2017 e l'aprile 2018, coprivano quasi tutte le istituzioni finanziarie del Paese, banche, società fiduciarie, intermediari mobiliari e fondi, così da impedire che l'attività vietata a una migrasse semplicemente verso un'altra. Il cuore della riforma stava in tre divieti. Il primo vietava qualunque garanzia, esplicita o implicita, sui prodotti di gestione del risparmio, cioè proprio l'assicurazione informale su cui si era retta la crescita dello *shadow banking* dal 2012 al 2016. Il secondo consentiva un solo livello di intermediazione, chiudendo la catena per cui una banca investiva nel prodotto di un intermediario mobiliare che a sua volta investiva in un trust, aggirando così un requisito patrimoniale del dieci per cento. Il terzo imponeva di valutare quei prodotti al valore di mercato, obbligando i risparmiatori a vedere anche le perdite, mentre fino ad allora li avevano acquistati nella convinzione che fossero sicuri come un deposito e più redditizi (Wright, 2023). Il primo dei tre divieti è quello che pesa di più. Cinque anni prima lo Stato aveva smontato la fiducia relazionale che teneva insieme il credito informale. Ora smontava la fiducia implicita che ne garantiva i prodotti. Due surrogati della stessa cosa mancante, colpiti a distanza di un lustro.

Il risultato aggregato sta in una riga. La crescita del credito venne dimezzata (Wright, 2023). Dietro quella riga c'è uno degli aggiustamenti più bruschi mai tentati da un'economia di simili proporzioni. Dopo la crisi del 2008 gli attivi bancari cinesi erano cresciuti a una media del 18,1% l'anno, un ritmo che aveva finanziato di tutto e che soprattutto aveva abituato il sistema all'idea di un credito perennemente disponibile per chi avesse le credenziali giuste. Dal 2017 quella velocità si ridusse della metà e lì rimase. Nessun incidente, nessuna crisi importata. Una decisione, presa sapendo che qualcuno sarebbe rimasto a secco. Quanto pesasse ciò che veniva chiuso lo dicono le cifre del periodo precedente, perché fra il 2012 e il 2016 il prestito informale e non bancario era cresciuto di almeno 36.700 miliardi di renminbi, oltre cinquemila miliardi di dollari, arrivando a rappresentare circa il 31% di tutto il credito erogato in quei cinque anni (Wright, 2023). Quasi un terzo del sistema creditizio cinese passava per canali che il provvedimento del 2018 avrebbe chiuso.

Chi finiva a secco, poi, non era un'incognita. Lo dice un'espressione che gli analisti di Shanghai avevano ripescato da un dibattito di dieci anni prima. *Guó jìn mín tuì* (国进民退, "lo Stato avanza, il privato arretra"). Quando il credito complessivo rallenta, le imprese di Stato restano agganciate al

sistema bancario grazie ai legami politici, e a essere compressi per primi sono gli altri (Wright, 2023). La spiegazione viene prima dell'ideologia. Chi deve razionare presta contro garanzie pubbliche oppure contro collaterale, e l'impresa privata di solito non possiede né le une né l'altro. Paga tassi più alti e si appoggia a società di garanzia, accettando condizioni che una SOE rifiuterebbe. Xu Gao, capo economista di Everbright Securities, descrisse nel 2019 la spirale che ne usciva. In un contesto di credito che si restringe, osservava, i vincoli finanziari delle imprese private si stringono ancora di più, le loro condizioni operative peggiorano rispetto a quelle delle imprese di Stato, e questo rafforza l'avversione al rischio degli istituti finanziari nei loro confronti, il che stringe ulteriormente i vincoli (Wright, 2023). Il meccanismo si alimenta da sé e produce un esito discriminatorio senza che alcuna direttiva lo prescriva.

La stretta ebbe perfino una geografia. Il nordest e le province occidentali vennero colpiti molto più duramente, il sudest costiero conservò in buona parte l'accesso ai finanziamenti, e le banche presero a differenziare gli impieghi per territorio e per classe di attivo, dopo anni in cui ogni prestito era stato trattato come implicitamente garantito (Wright, 2023). I primi a saltare furono i canali più fragili. Nel 2018 crollarono le piattaforme di prestito P2P, e i risparmiatori rovinati scesero in piazza in diverse città. Nel maggio del 2019 toccò a Baoshang Bank, istituto della Mongolia Interna carico di esposizioni verso i circuiti più rischiosi, commissariato dalle autorità nel primo fallimento bancario cinese in oltre vent'anni. Seguì la Bank of Jinzhou. Nel novembre del 2020 il default obbligazionario di Yongcheng Coal dimostrò che nemmeno le imprese pubbliche locali erano più intoccabili (Wright, 2023). La Tabella 3.2 ricompone la sequenza dei due smontaggi.

Tabella 3.2. Lo smontaggio del sistema informale, 2012-2020

Data	Provvedimento o evento	Che cosa colpiva
dicembre 2012	Otto regole contro lo sperpero dei funzionari	Banchetti, regali e cerimoniale, gli strumenti materiali del <i>guanxi</i>
gennaio 2013	Discorso di Xi Jinping alla CCDI, tigri e mosche	Annuncio della campagna e della deterrenza
maggio 2013	Invio dei primi gruppi di ispezione nelle province	Le reti di patronage locali
ottobre 2013	Documento n. 18 del Dipartimento Organizzazione	Le connessioni politiche formalizzate nei consigli di amministrazione
maggio 2016	Intervista alla "personalità autorevole" sul Quotidiano del Popolo	Annuncio della riduzione della leva finanziaria
aprile 2018	Regole unificate sulla gestione patrimoniale	Le garanzie implicite e il canale del credito informale
2018	Crollo delle piattaforme di prestito P2P	Il credito ai soggetti non serviti dalle banche

maggio 2019	Commissariamento di Baoshang Bank	Le banche esposte ai circuiti più rischiosi
novembre 2020	Default obbligazionario di Yongcheng Coal	La garanzia implicita sulle imprese pubbliche locali

Fonte: elaborazione su Wang e Yan (2020), Xi (2013), Ding, Fang, Lin e Shi (2020), Ding et al. (2023) e Wright (2023).

Le sussidiarie estere si concentravano proprio nelle regioni risparmiate dalla stretta. Nel 2023 le prime dieci province per capitale estero effettivamente utilizzato, con Jiangsu, Shanghai e Guangdong in testa, ne assorbivano l'86,2% e ospitavano l'87,4% delle imprese a partecipazione estera di nuova costituzione (MOFCOM, 2024). Il dato potrebbe suggerire che la vicenda non le riguardasse. L'errore si vede smettendo di guardare il bilancio della sussidiaria, per guardare i conti di chi la circonda.

Le imprese a capitale estero non usavano lo *shadow banking*, non hanno mai comprato un prodotto di gestione del risparmio per finanziarsi, tantomeno un prestito fiduciario. Le ragioni si tengono a vicenda. Una sussidiaria che consolida i conti in una casa madre sorvegliata da revisori internazionali non può indebitarsi in canali opachi, e non lo farebbe comunque. Il canale opaco, per parte sua, non sapeva che farsene di un debitore che pretende contratti scritti e vuole sapere dove finiscono i soldi. Si potrebbe obiettare che qui non ci sia esclusione ma convenienza, perché una controllata che attinge alla liquidità del gruppo a costi europei non ha motivo di rivolgersi a una banca cinese. L'obiezione va presa sul serio, e per una parte delle imprese considerate coglie nel segno. Ha però un limite. Spiega la scelta di chi una casa madre solida ce l'ha, e tace su chi non ce l'ha o non può contarci, come le piccole e medie imprese a capitale estero e le *joint venture* il cui socio locale è a sua volta raziionato. I numeri, del resto, non descrivono un problema di nicchia. In una rilevazione condotta nella primavera del 2025 fra le imprese europee in Cina, la difficoltà di ottenere prestiti dalle banche cinesi risulta il principale ostacolo finanziario per il 38% delle piccole e medie imprese, e soltanto il 6% di queste dichiara di non incontrare alcun problema di accesso al finanziamento. Fra le imprese più grandi, quelle che una casa madre solida ce l'hanno, la quota di chi non segnala difficoltà sale appena al 13% (EU SME Centre e European Chamber, 2025). Il campione è ristretto, novantacinque risposte, e non consente generalizzazioni. Indica però che il problema non si esaurisce fra chi non ha un gruppo alle spalle. Convenienza ed esclusione, del resto, non si escludono a vicenda. Il gruppo finanzia la sussidiaria anche perché sa che un'alternativa locale non esiste, e il costo di quella mancanza non compare in nessun bilancio proprio perché viene assorbito prima di manifestarsi. L'autofinanziamento era del resto la norma per

l'intero sistema produttivo cinese, dove il 91,3% degli investimenti in immobilizzazioni risultava coperto da risorse interne (World Bank, 2024). Per una sussidiaria estera, priva tanto del canale bancario quanto di quello informale, quella quota non poteva che essere più alta. Il paracadute informale, per le sussidiarie estere, non si chiuse dunque nel 2018. Non era mai stato aperto. A cadere furono però i soggetti ai quali quelle imprese erano legate.

Fornitori, distributori e soci locali di quelle sussidiarie vivevano eccome di credito informale, perché erano esattamente il tipo di clientela che quei canali servivano, insieme agli sviluppatori immobiliari, ai veicoli finanziari dei governi locali e alle piccole imprese private che le banche statali non guardavano (Wright, 2023). Prosciugata la fonte, reagirono nel modo più antico del mondo, facendosi credito a vicenda. Su un campione di oltre ventunmila osservazioni di società quotate a Shanghai e Shenzhen, le imprese private risultano assai meno finanziate dalle banche rispetto alle omologhe statali, e compensano con il credito commerciale, indebitandosi verso fornitori e clienti anziché verso un istituto. La teoria prevede questa sostituzione. Il caso cinese ne rivela il difetto, perché l'effetto di rimpiazzo fra credito commerciale e prestito bancario risulta molto più debole per le private che per le pubbliche, e sulla performance operativa il credito dei fornitori rende parecchio meno di un prestito vero (Bai, Cai e Qin, 2021). Quello studio si ferma al 2015, dunque prima della stretta, e proprio per questo descrive una condizione strutturale anziché un effetto congiunturale. Chi resta fuori dalla banca non trova un sostituto. Trova una stampella. Quanto regga quella stampella lo misurano le rilevazioni sui tempi di incasso. Nel 2024 un'impresa cinese aspettava in media 141 giorni fra la consegna della merce e l'accredito del pagamento, otto più dell'anno precedente, con ritardi medi di 65 giorni oltre le scadenze pattuite (Coface, 2025). Quasi cinque mesi di merce consegnata e non pagata, che qualcuno nel frattempo deve pur finanziare. Nel mezzo circolano le cambiali, accettate al posto del contante e girate di mano in mano fino a diventare una moneta parallela negli scambi fra imprese. La coda della distribuzione è la parte che inquieta. Fra le imprese colpite da ritardi superiori ai centottanta giorni, la metà dichiarava insoluti per oltre il 2% del fatturato annuo, ed era appena un terzo l'anno prima. Di quei crediti, nell'esperienza dell'assicuratore che conduce la rilevazione, l'80% non viene più recuperato (Coface, 2025). La catena di fornitura si era trasformata in una catena di finanziamento. Con una differenza rispetto a una banca vera. Nessuno dei suoi anelli aveva una licenza, né un fondo di garanzia alle spalle.

Tradotte sul piano operativo, quelle cifre assumono una forma riconoscibile. Nella filiale cinese di una multinazionale europea il razionamento non si presentava come aggregato macroeconomico.

Arrivava come la telefonata di un direttore acquisti che riferiva la richiesta di pagamento anticipato

avanzata dal fornitore degli stampi, rimasto senza linea di credito. Poi come una scadenza cliente che slittava di un mese, e il mese dopo di un altro. Come il socio di una *joint venture* che non versava la propria quota nell'aumento di capitale deliberato in primavera. Oppure come un distributore che riduceva gli ordini a mercato stabile, perché il circolante per riempire il magazzino non c'era più. Nel giro di poche settimane il razionamento del credito altrui diventava rischio di controparte proprio. La sussidiaria non aveva perso una fonte di finanziamento, non l'aveva mai avuta. Aveva perso la solvibilità dell'ambiente attorno a sé, una voce che nessun bilancio prevede. Il tesoriere poteva farsi mandare da Milano o da Stoccarda tutta la liquidità necessaria alla propria società. Per l'officina che gli produceva gli stampi non poteva fare niente.

Il danno più sottile, però, riguarda il tempo. In Cina il credito bancario al settore privato è quasi sempre a breve termine, pensato per il circolante e non per gli investimenti (Wright, 2023). Un sistema così obbliga a rifinanziarsi di continuo, e chi si rifinanzia ogni pochi mesi vive appeso all'umore della propria banca. Quando quell'umore si irrigidì, l'orizzonte decisionale dell'intero tessuto produttivo si accorciò con lui. Nessuno programma a cinque anni senza sapere se avrà il fido a settembre. Per la multinazionale entrata in Cina con l'idea di costruirsi una filiera stabile, fornitori qualificati anno dopo anno, contratti di lungo periodo, l'effetto andava oltre la contabilità. Attorno aveva interlocutori che ragionavano a novanta giorni. La scelta stessa di tenere in Cina un pezzo critico della produzione cominciava a somigliare a una scommessa sulla liquidità di terzi.

Il *deleveraging* ha rivelato più di quanto intendesse. Un sistema che riduce il credito è costretto a decidere a chi toglierlo per primo, e quella decisione racconta ciò che nessun documento programmatico ammetterebbe. Qui il caso cinese smette di assomigliare agli altri mercati emergenti dove finanziarsi è difficile. Altrove il problema è un sistema bancario immaturo. Quello cinese è il più grande del pianeta per volume di attivi, e non gli mancano né la tecnologia né i regolatori competenti. Quando riduce il credito non incontra dunque un limite tecnico. Compie una scelta. Restava una possibilità, sulla carta. Che dalle macerie del vecchio ordine informale, smontato in due tempi fra il 2013 e il 2018, nascesse un ordine nuovo e formale, con regole scritte uguali per chiunque. Andò diversamente. A occupare il vuoto fu invece un criterio che allo smontaggio del vecchio ordine era cresciuto in parallelo, e che non somiglia né al mercato né al *guanxi*.

3.4 Il rischio politico come criterio di esclusione

Quel qualcosa aveva già cominciato a manifestarsi, e i primi a farne le spese furono coloro che di mestiere guardano dentro le imprese. La mattina del 20 marzo 2023 gli uffici di Pechino del Mintz Group, società americana specializzata in due diligence societaria, vennero perquisiti dalle autorità. I cinque dipendenti locali finirono in stato di fermo, tutti. Nei mesi precedenti la società aveva lavorato su un terreno che si sarebbe rivelato fatale, la verifica della presenza di lavoro forzato nelle catene di fornitura collegate allo Xinjiang, indagini che le imprese occidentali sono obbligate a commissionare per rispettare la legge americana che vieta l'importazione di merci da quella regione. L'accusa formale, arrivata mesi dopo insieme a una sanzione da un milione e mezzo di dollari, non menzionava però lo Xinjiang. Parlava di indagini statistiche su committenza estera condotte senza le necessarie autorizzazioni (Al Jazeera, 2023). Cinque settimane più tardi la polizia si presentò negli uffici di Shanghai di Bain, il colosso della consulenza strategica, interrogò il personale e portò via computer e telefoni (CNN, 2023). A maggio toccò a Capvision, piattaforma di expert network che mette in contatto investitori con specialisti di settore, perquisita simultaneamente in più città e accusata di avere indotto esperti nazionali a condividere informazioni sensibili con committenti stranieri. Tre episodi in sette settimane, con un bersaglio comune che non sfuggì a nessun osservatore. Veniva colpito il mestiere di chi raccoglie informazioni sulle imprese cinesi per conto di chi vuole investirci. Il principio che teneva insieme quelle operazioni non nasceva però nel 2023, e nemmeno con il *deleveraging*. Era stato scritto in una legge otto anni prima.

Per capire che cosa tenesse insieme quelle operazioni occorre un'espressione che ricorre da anni nei documenti ufficiali cinesi e che raramente compare nei commenti occidentali. *Zìzhǔ kěkòng* (自主可控, "autonomo e controllabile"). Designa un sistema che funziona come previsto senza dipendere da nessuno e senza interferenze esterne, e ha smesso di essere uno slogan nel luglio del 2015, quando l'articolo 24 della Legge sulla sicurezza nazionale impegnò lo Stato ad accelerare lo sviluppo di tecnologie strategiche autonome e controllabili, mentre l'articolo successivo estendeva il principio gemello, la sicurezza controllabile, alle infrastrutture critiche e ai dati dei settori rilevanti (Legge sulla sicurezza nazionale della RPC, 2015). Un video divulgativo diffuso nello stesso anno dall'autorità per il cyberspazio spiegava il concetto senza troppi giri di parole, osservando che i prodotti nazionali soddisfano di norma con facilità il requisito dell'autonomia controllabile e che la Cina deve perciò promuovere una strategia di sostituzione con produzione interna. Nella pratica delle gare pubbliche la formula si è tradotta in clausole che escludono in radice i prodotti importati,

e nelle infrastrutture informatiche critiche in elenchi di fornitori approvati da una pluralità di organi statali, con uno scrutinio per gli operatori stranieri molto più severo di quello riservato ai concorrenti locali (Rollet, 2021). L'espressione merita attenzione per una ragione che va oltre la tecnologia. Contiene una definizione di affidabilità, e quella definizione non ha nulla a che vedere con la solidità patrimoniale o con la storia dei pagamenti. Affidabile è ciò che lo Stato può controllare. Un'impresa a capitale estero, per costruzione, non lo è. Che questo criterio governi direttamente le decisioni di fido, nessun documento lo attesta, e sarebbe ingenuo attenderselo. Quello che si osserva è la sua diffusione progressiva a ogni ambito in cui lo Stato stabilisce chi sia una controparte accettabile, dagli appalti ai dati alle catene di fornitura. Il credito è l'ultimo di quegli ambiti, non il primo, e non c'è ragione di ritenerlo l'unico immune.

Da qui discende una conseguenza che rovescia una delle certezze della letteratura sugli investimenti internazionali. Che l'operatore straniero paghi un sovrapprezzo per il solo fatto di essere straniero è noto da decenni, e gli studi di international business lo chiamano svantaggio dell'estraneità, individuandone la fonte nell'informazione che manca e nella protezione istituzionale che scarseggia (Bell, Filatotchev e Rasheed, 2012). Quella condizione, di norma, si attenua con il tempo. Chi arriva impara le regole, si radica, costruisce una reputazione, e dopo qualche anno smette di essere un estraneo. In Cina il meccanismo si è invertito, perché un criterio che premia il controllo statale rende l'estraneità permanente. Nessun radicamento la cancella. Nato per le tecnologie, quel principio si è poi esteso a tutto ciò che serve a un'impresa per operare, a cominciare da ciò che le è permesso sapere.

L'informazione fu la prima. Nell'aprile del 2023 l'Assemblea nazionale del popolo approvò l'emendamento alla legge anti-spionaggio, in vigore dal primo luglio, che estese la nozione di spionaggio dal furto di segreti di Stato alla raccolta di qualunque documento o dato attinente alla sicurezza nazionale (Brussee e von Carnap, 2023). Il punto critico sta in quest'ultima espressione, che nessun testo normativo definisce e che la prassi amministrativa dilata secondo necessità. Un bilancio societario, la mappa dei fornitori di un distretto industriale, i dati di produzione di un impianto possono rientrarvi tutti, se qualcuno decide che vi rientrano. Sapere in anticipo quali dati siano off limits richiederebbe, paradossalmente, proprio quel tipo di informazione che nessuno fornisce. Le perquisizioni di primavera arrivarono addirittura prima che la norma entrasse in vigore, e per questo funzionarono da annuncio. Nello stesso periodo la trasparenza ufficiale arretrava su tutti i fronti. I documenti di policy pubblicati dal Consiglio di Stato erano già calati di oltre un quinto rispetto al picco del 2015, le banche dati societarie Qichacha e Tianyancha vennero chiuse a

chi non possedeva un numero di telefono cinese, perfino gli archivi accademici della China National Knowledge Infrastructure (CNKI) subirono restrizioni (Brussee e von Carnap, 2023). Prestare significa valutare, e valutare significa sapere. Il razionamento ricostruito in precedenza nasceva anche da un sistema incapace di produrre informazione affidabile sulle proprie imprese, il che costringeva chiunque volesse investire a procurarsela per conto proprio. Dal 2023 procurarsela è diventato un rischio penale. La banca straniera che desidera istituire una pratica di fido su una controparte cinese, o la casa madre che deve valutare la solidità del socio locale prima di garantirne i debiti, si trovano nella stessa posizione. Devono scegliere fra decidere al buio e rischiare l'incriminazione di chi raccoglie i dati. E la prima delle due resta comunque un soggetto marginale, tenuto ai margini da regole formalmente neutre che penalizzano chi non possiede una rete di sportelli.

Le società, però, sono astrazioni, e a un certo punto lo Stato ha cominciato a occuparsi delle persone. Lo strumento va spiegato nel suo funzionamento, perché a un lettore europeo risulta estraneo. Il divieto di espatrio, *xiànzhi chūjìng* (限制出境), è un provvedimento amministrativo che impedisce a un individuo di lasciare il territorio cinese, adottabile senza processo, senza accusa formale e spesso senza notifica preventiva. Chi ne è colpito lo scopre al controllo passaporti. Non occorre essere indagati, perché basta essere ritenuti utili a un'indagine che riguarda altri, oppure essere il rappresentante legale di una società coinvolta in una controversia commerciale.

Un'organizzazione che monitora il fenomeno contava già quattordici disposizioni di legge che lo autorizzano, e le menzioni dello strumento nelle sentenze pubblicate dalla Corte suprema sono raddoppiate ogni anno fra il 2021 e il 2024 (Safeguard Defenders, 2023; 2026). Quanto il perimetro si sia allargato lo dicono i casi. Un dirigente sessantenne di Astellas Pharma, veterano con vent'anni di Cina alle spalle, venne arrestato nel marzo del 2023 mentre stava per lasciare il Paese a fine mandato, processato a porte chiuse e condannato nel luglio del 2025 a tre anni e mezzo per spionaggio, senza che i fatti contestati venissero mai resi pubblici (Al Jazeera, 2025). Nel settembre dello stesso anno toccò a un managing director di Kroll, società specializzata in ristrutturazioni aziendali, e al responsabile dell'investment banking Cina di Nomura, bloccati perché ritenuti collegati a indagini su terzi. I due mestieri colpiti dicono tutto. Ristrutturazioni e investment banking sono esattamente ciò che un creditore straniero attiva quando un debitore cinese smette di pagare. Recuperare un credito in Cina richiede di mandare qualcuno a trattare sul posto, e dal 2023 quel qualcuno sa di poter restare nel Paese più a lungo del previsto. Il passaggio più rivelatore è però recente. Le disposizioni del Consiglio di Stato sulla sicurezza delle catene industriali e di

fornitura, insieme ai regolamenti contro la giurisdizione extraterritoriale straniera, prevedono ora l'exit ban esplicito per gli stranieri sospettati di violarle, e fra le condotte sanzionabili figura lo spostamento di attività produttive fuori dalla Cina (Safeguard Defenders, 2026). La formulazione va letta due volte. Ridurre la propria esposizione al mercato cinese è diventato, in certi casi, un illecito che si paga con la libertà di movimento dei propri dirigenti.

Sul versante commerciale lo stesso principio lavora in modo meno spettacolare e più continuo. Gli appalti pubblici valevano in Cina, nel 2024, circa 477 miliardi di dollari, e dal 2026 i nuovi standard di prodotto accordano alle merci fabbricate nel Paese uno sconto del 20% nella valutazione delle offerte (Legarda et al., 2025). Un fornitore straniero deve dunque presentare un prezzo inferiore di un quinto per pareggiare un concorrente locale a parità di qualità. Nessun divieto, nessuna violazione formale degli impegni assunti con l'Organizzazione mondiale del commercio, soltanto un handicap dichiarato e applicato alla luce del sole. Dove l'autonomia tecnologica è più ricercata l'effetto si vede nei numeri, tanto che nell'informatica e nelle telecomunicazioni, i comparti più esposti alle politiche di autosufficienza, meno della metà delle imprese europee colloca ancora la Cina fra le prime cinque destinazioni per i propri investimenti (European Chamber, 2026). Le survey americane confermano la stessa dinamica, con quasi un terzo dei rispondenti che già nel 2025 attribuiva la perdita di quote di mercato alle politiche industriali e ai sussidi ai concorrenti locali (USCBC, 2025; 2026). La conseguenza finanziaria si coglie tenendo a mente da dove viene il denaro di queste imprese. Escluse dal credito bancario locale, le sussidiarie estere si finanziano con gli utili che producono sul posto e con i fondi della casa madre. Erodere i ricavi cinesi, appalto dopo appalto, significa prosciugare la prima delle due fonti. Non serve negare un prestito a chi non ne chiedeva.

Che questo criterio possa arrivare a punire perfino il rispetto delle leggi altrui lo dimostra un caso che va ricostruito dall'inizio. Nel 2021 PVH, casa madre di Calvin Klein e Tommy Hilfiger, smise di rifornirsi di cotone dello Xinjiang e vietò ai propri licenziatari di produrre nella regione. Non fu una scelta politica ma un obbligo di legge, perché la normativa statunitense presume che qualunque merce proveniente da quell'area sia frutto di lavoro forzato e ne vieta l'importazione. Nel settembre del 2024 il ministero del Commercio cinese aprì un'istruttoria contro la società invocando la legge sul commercio estero, quella sulla sicurezza nazionale e quella contro le sanzioni straniere, con l'accusa di avere violato i normali principi delle transazioni di mercato e discriminato i prodotti dello Xinjiang. Nel febbraio del 2025 PVH finì nella lista delle entità inaffidabili, strumento riservato fino ad allora alle società della difesa, che consente di vietare importazioni, esportazioni e investimenti e di revocare i permessi di soggiorno del personale (CNN, 2025). Il nome di quella

lista, del resto, dice da solo quale sia la posta in gioco, perché non elenca imprese che hanno violato un contratto o falsificato un bilancio. Elenca imprese giudicate inaffidabili. Una multinazionale della moda si è così ritrovata stretta fra due ordinamenti che le impongono comportamenti opposti, dove obbedire all'uno significa violare l'altro. La simmetria con il caso GlaxoSmithKline, a dieci anni di distanza, è difficile da non notare. Allora veniva punita la corruzione, adesso la conformità. Quanto sia diffusa la percezione di questo scivolamento lo misurano le rilevazioni delle camere di commercio, e le rilevazioni europee sono le più pertinenti, perché coprono la categoria di imprese al centro di questa ricerca. Alla domanda se l'ambiente d'affari cinese sia diventato più politicizzato nell'anno precedente rispose di sì il 41% degli intervistati nel 2021, il 50% l'anno seguente, il 59% nel 2023, poi il 55% e il 52%, fino al 47% dell'ultima rilevazione (European Chamber, 2026). La serie racconta due cose insieme. La politicizzazione è una condizione stabile, riconosciuta da circa metà delle imprese europee ogni anno da un lustro, e nell'ultimo esercizio ha smesso di peggiorare, tanto che per la prima volta in cinque anni chi la segnala scende sotto la metà. Resta il fatto che il 68% dichiarava comunque un ambiente più difficile rispetto ai dodici mesi precedenti (European Chamber, 2026). Il segnale positivo riguarda dunque la direzione del cambiamento, non il livello. Nulla di tutto questo ha prodotto la fuga in massa che una rassegna simile lascerebbe immaginare, e costituisce il principale argomento contro la tesi di questo capitolo. La survey condotta da AmCham China nell'autunno del 2025 restituisce imprese americane tutt'altro che in ritirata. Il 52% si aspettava di chiudere il 2026 in utile, il 71% non aveva alcuna intenzione di spostare la produzione altrove, e la preoccupazione principale non era più la geopolitica bensì il rallentamento dell'economia cinese (AmCham China, 2026). Il mercato resta troppo grande per essere abbandonato, e chi lo lascia sa che rientrarvi sarebbe impossibile. La lettura corretta di quei numeri, però, non è che il rischio politico venga sopravvalutato. È che si manifesta come costo di permanenza anziché come uscita. Le imprese restano e pagano quello che gli analisti hanno battezzato premio di rischio geoeconomico, fatto di strutture societarie ridondanti costruite per isolare l'attività cinese dal resto del gruppo, di scorte tenute fuori dal Paese, di investimenti rinviati in attesa che il quadro normativo si chiarisca (Legarda et al., 2025). Chi non se ne va, in altri termini, smette di portare capitale nuovo. E il capitale nuovo, in effetti, ha smesso di arrivare. Nel 2023 gli investimenti diretti esteri in entrata si sono fermati attorno ai 33 miliardi di dollari, il livello più basso dal 1993 e circa un decimo del picco toccato nel 2021, mentre nel terzo trimestre dello stesso anno il saldo è risultato negativo per 11,8 miliardi, la prima volta da quando la serie esiste, cioè dal 1998 (SAFE, 2023; Bloomberg, 2023). Per la prima volta da quando esiste la serie il capitale straniero che usciva superava quello che entrava.

Il criterio da cui siamo partiti si rivela, alla fine, molto più ampio della materia per cui era stato scritto. Nato per le tecnologie critiche, *zìzhǔ kěkòng* ha finito per definire un modo di stabilire di chi ci si possa fidare, e quel modo non misura né i bilanci né la reputazione commerciale. Misura il controllo. Un'impresa di Stato è controllabile per definizione, un privato cinese ben inserito lo è abbastanza, una sussidiaria straniera non lo sarà mai, perché la sua casa madre risponde a un altro sovrano, con leggi che a volte confliggono con quelle dell'ospite. Ed è questa la differenza rispetto al vecchio ordine che il capitolo ha visto smontare. Il *guanxi* escludeva chi non aveva relazioni, ma le relazioni, almeno in teoria, si potevano costruire nel tempo. L'autonomia controllabile esclude per definizione, e nessuna strategia aziendale può rimediare a una condizione che dipende dal passaporto della casa madre. Come si sopravvive in una situazione simile è la materia dell'ultimo capitolo.

3.5 Conclusioni del capitolo

L'indagine era cominciata con due percentuali. Un 12% di credito in meno per le imprese rimaste senza agganci, un 22% in più per quelle il cui amministratore conosceva il direttore di filiale. Si chiude con una constatazione che nessuna percentuale cattura fino in fondo. Nel giro di un decennio le imprese straniere in Cina hanno visto smontare, pezzo per pezzo, l'unico sistema alternativo di accesso alle risorse che il Paese avesse mai prodotto, senza che al suo posto arrivasse nulla di ciò che era stato promesso.

La sequenza merita di essere riletta per intero, perché la sua logica appare soltanto alla fine. Il *guanxi* aveva colmato per decenni i vuoti lasciati dalle istituzioni formali, ma era un bene personale, non trasferibile a un'organizzazione, e per questo inaccessibile a chi arrivava da fuori senza storia locale e senza rete. Le imprese a capitale estero convivevano con questa esclusione, scomoda ma stabile. Poi lo Stato ha colpito due volte. La campagna anticorruzione ha reso rischioso il canale relazionale per chiunque, spaventando i funzionari di banca prima ancora degli imprenditori, e il *deleveraging* ha prosciugato il canale informale dei capitali, colpendo le sussidiarie estere di rimbalzo, nei conti dei loro fornitori e dei loro soci. Due strette diverse, un effetto congiunto. Il paracadute che non si era mai aperto per loro ha smesso di esistere anche per tutti gli altri. Se al posto del vecchio ordine fosse nato un sistema di regole uguali per tutti, per le imprese straniere sarebbe stato un guadagno netto. Nessuno rimpiange i banchetti. Il punto è che non è andata così, e il modo in cui non è andata dice qualcosa sulla natura del sistema. Guardando l'intera

ricerca da lontano si scorge infatti una regolarità. Ogni volta che una barriera è caduta, un'altra ne ha preso il posto, e ogni volta la nuova era più difficile da aggirare della precedente. La barriera informativa del secondo capitolo, fatta di rating inservibili e bilanci illeggibili, si poteva almeno tentare di superare pagando qualcuno che raccogliesse le informazioni. Quella relazionale di queste pagine si poteva sperare di aggirare assumendo il dirigente giusto, a caro prezzo e senza garanzie, ma si poteva provare. Contro l'ultima non esiste rimedio aziendale, perché non dipende da ciò che un'impresa fa, ma da ciò che un'impresa è. È il criterio della controllabilità, e una sussidiaria a capitale estero non lo soddisferà mai, per quanti manager assuma e per quanto a lungo resti nel Paese.

Il paradosso finale sta qui. Le riforme promettevano due cose insieme, di rendere superflue le relazioni personali e di sostituirle con il mercato. La prima metà della promessa è stata mantenuta. È arrivato altro.

Rimane la domanda che ogni pagina di questo capitolo ha reso più urgente. Se il credito formale è precluso, quello relazionale inaccessibile e quello informale defunto, come fanno le migliaia di imprese straniere che continuano a operare in Cina, e in maggioranza a produrre utili, a finanziarsi e a sopravvivere? La risposta sta negli strumenti che nessuna banca cinese e nessuna rete possono concedere o revocare, la finanza di gruppo che scavalca i confini, il socio locale che presta ciò che non si può comprare, la mimetizzazione dentro il mercato che le respinge. Sono le strategie di adattamento del capitolo che segue, e raccontano un'ultima verità sul sistema descritto fin qui. Quando un ambiente rende impossibile farsi finanziare dall'esterno, chi resta impara a portarsi il credito da casa.

Capitolo 4

STRATEGIE DI ACCESSO AL CREDITO PER LE IMPRESE A CAPITALE ESTERO

Introduzione

Il paracadute che per le imprese straniere non si era mai aperto smise di esistere anche per tutti gli altri, e la gran parte di quelle imprese non lasciò per questo la Cina. Le sussidiarie a capitale estero continuarono a produrre, ad assumere, a pagare fornitori e a rimborsare scadenze dopo che la stagione delle relazioni personali con l'amministrazione locale si era chiusa, e dopo che il criterio della controllabilità aveva sostituito una discriminazione che almeno si poteva sperare di aggirare. Un'impresa che non otteneva credito dalla banca del proprio territorio, e che tuttavia continuava a investire, quel denaro lo prendeva da qualche parte. Da dove, e a spese di chi?

Le strade disponibili erano poche e da tempo conosciute. Il capitolo precedente ne ha nominate tre, la finanza di gruppo che scavalca i confini, il socio che presta quel che non si compra e la mimetizzazione dentro il mercato che respinge. L'elenco è però più lungo, e comincia prima. Una società costituita a Hong Kong che detenesse la partecipazione continentale, un prestito della casa madre, un'obbligazione collocata sul mercato interno oppure su quello *offshore*, canale attraverso il quale viene emesso quasi un terzo dei titoli di debito internazionali in circolazione (Aldasoro et al., 2026), un socio locale che portasse in dote l'interlocuzione con l'amministrazione, infine il trasferimento in Cina di tutto ciò che era rimasto fuori, dagli impianti alla ricerca al personale dirigente. Ognuna venne praticata su larga scala e nessuna venne mai misurata rispetto all'accesso al credito che avrebbe dovuto procurare.

Quel risultato, dove i dati consentivano di ricostruirlo, si rivelò di natura diversa da quella attesa. Nessuno di quei canali restituì alla sussidiaria cinese l'accesso al credito che le era stato negato. Tutti spostarono il costo del finanziamento su un bilancio diverso dal suo, quello della capogruppo, quello di un veicolo costituito in una giurisdizione terza, quello del contribuente del paese d'origine oppure quello del socio che accettava di condividere il controllo. La soglia che separava chi poteva permettersi lo spostamento da chi non poteva non era la nazionalità del capitale, bensì la dimensione del gruppo consolidato alle spalle della controllata, e a qualunque tentativo di

verificarlo si frapponeva un ostacolo metodologico, giacché le autorità cinesi non pubblicavano la ripartizione del credito bancario per nazionalità del capitale. La stessa lacuna si riscontrava sulle piazze che avrebbero dovuto compensarla, dove le sussidiarie estere e i veicoli del capitale continentale finivano nella medesima voce, escludendo ogni possibilità di dimostrazione diretta. Restavano le tracce, ossia le scelte di forma societaria registrate provincia per provincia, i saldi dei prestiti transfrontalieri distinti per tipo di debitore, i massimali fissati dalle circolari valutarie, le rilevazioni delle camere di commercio estere e i bilanci delle singole imprese che quelle operazioni avevano deliberato e depositato. Un comportamento ripetuto da migliaia di imprese, in presenza di un'alternativa formalmente aperta e in pratica non percorsa, diceva del vincolo più di quanto ne dicesse una cifra aggregata che nessuno calcolava.

L'ordine in cui quelle strade vennero percorse non fu casuale. La prima nacque sul confine meridionale del paese prima che esistessero una moneta convertibile e un sistema bancario commerciale, e a quel confine rimase legata anche quando il confine cambiò funzione. Le altre si affiancarono a quella, e vanno lette in ordine di prezzo crescente, perché ciascuna domandava all'impresa più di quella precedente, fino a un'ultima soluzione che non spostava più il denaro ma modificava l'impresa destinata a riceverlo. Al termine di quella progressione restava una domanda sola, quella su che cosa le riforme del ventennio avessero davvero cambiato.

4.1 Hong Kong come piattaforma finanziaria e societaria

Le due componenti principali del credito che le banche di Hong Kong destinavano a impieghi nella Cina popolare si mossero, nel corso dell'ultimo quinquennio, in direzioni difficilmente conciliabili. La quota riferita ai debitori non continentali toccò il proprio massimo storico nel terzo trimestre del 2020, a 1.494 miliardi di dollari di Hong Kong, e a giugno 2026 si era ridotta a 1.098, con una flessione del 26,5%, mentre quella riferita alle imprese statali cinesi passava, nello stesso intervallo, da 1.975 a 1.949 miliardi, arretrando dell'1,3% (Hong Kong Monetary Authority, 2026).

Venticinque punti percentuali separavano così due categorie di debitori che operavano sulla stessa piazza, sotto un'unica autorità di vigilanza e dentro il medesimo ciclo economico. Il dato quasi nullo delle imprese statali non copriva peraltro una traiettoria stabile, bensì il saldo fra una caduta e un recupero che l'aveva quasi interamente riassorbita. Per i debitori non continentali quel recupero non arrivò.

Nel luglio del 1979, quando l'Assemblea nazionale del popolo approvò la legge sulle imprese miste a capitale cinese ed estero, la Repubblica popolare non disponeva di nulla di ciò che serve a ricevere capitale straniero. Non aveva una moneta convertibile, né un sistema bancario commerciale nel senso in cui l'espressione era intesa fuori dai suoi confini, i tribunali non offrivano un foro che un investitore internazionale accettasse, e mancava perfino un ceto professionale in grado di redigere i contratti che quelle operazioni richiedevano. Aveva però, a poche centinaia di metri dal proprio confine meridionale, una piazza che le possedeva tutte e quattro. La scelta delle prime quattro zone economiche speciali, nel 1980, seguì la geografia prima ancora dell'economia, tanto che Shenzhen sorse dove passava la ferrovia che portava a Lo Wu, cioè al valico con Hong Kong, e Zhuhai fu insediata di fronte a Macao. Il capitale non doveva attraversare oceani, doveva attraversare un fiume.

Dalla contiguità geografica discese una divisione del lavoro che il lessico economico cinese ha condensato in una formula di quattro caratteri, *qián diàn hòu chǎng* (前店后厂, «il negozio davanti, la fabbrica dietro»), e che si consolidò nel corso degli anni ottanta attraverso il regime della *lái liào jiā gōng* (来料加工, «lavorazione su materiali forniti»). L'impresa di Hong Kong conferiva materie prime, macchinari e specifiche tecniche a uno stabilimento situato oltre confine, ne riceveva il prodotto finito corrispondendo un compenso di trasformazione, e conservava la titolarità della merce lungo l'intero ciclo produttivo. Alla piazza restavano l'ufficio commerciale, la negoziazione del contratto, l'apertura della lettera di credito e il rapporto con il compratore internazionale, mentre al delta del Fiume delle Perle spettavano i capannoni, la manodopera e la totalità dei costi di trasformazione. L'assetto si presentava come una scelta di organizzazione industriale, e per un verso lo era. La sua portata era però anzitutto finanziaria, perché la società che firmava il contratto e quella che eseguiva la lavorazione appartenevano a due ordinamenti distinti, e in quella separazione risiedeva il valore dell'intero meccanismo. I crediti commerciali, le garanzie bancarie e il capitale circolante rimanevano iscritti presso l'entità stabilita nella giurisdizione in cui un contratto era esigibile davanti a un giudice. L'impresa produceva in Cina e si finanziava all'estero, senza che alcuna delle due operazioni interferisse con l'altra (Palan et al., 2026).

Il passaggio di sovranità del 1° luglio 1997 avrebbe potuto interrompere quella traiettoria, e non la interruppe. La Legge fondamentale adottata nel 1990 dall'Assemblea nazionale del popolo garantì al territorio, per un cinquantennio, la conservazione di un ordinamento di *common law* distinto, di un territorio doganale autonomo, di una potestà impositiva separata e di una moneta propria, ancorata al dollaro statunitense dal 1983. La disposizione decisiva era però l'articolo 112, che vietava

espressamente l'applicazione di politiche di controllo valutario nella Regione amministrativa speciale e imponeva la salvaguardia della libera circolazione dei capitali in entrata e in uscita (Basic Law, 1990). Ne risultò una configurazione priva di equivalenti, perché all'interno di un solo perimetro di sovranità coesistevano un regime di controlli valutari fra i più stringenti del mondo e una giurisdizione in cui quei controlli erano costituzionalmente esclusi. Per un investitore internazionale il vantaggio non consisteva in una versione attenuata della Cina, bensì nella disponibilità simultanea di un foro alternativo e di una valuta convertibile, accanto all'accesso diretto al mercato continentale. Nel 2018 circa il 65% degli investimenti diretti in entrata nella Cina popolare transitava ancora per quel canale (Zenglein e Kärnfelt, 2020), e la controllata di Shanghai veniva quasi sempre detenuta attraverso una società costituita a Central o ad Admiralty, per ragioni che risiedevano nell'articolo 112 assai più che nella reputazione dell'indirizzo.

Su una genealogia lunga quarant'anni il dato del 2020 risalta per contrasto. Prima di leggerlo come una discriminazione, occorre però scartare la spiegazione più semplice, che di gerarchie allocative non ha alcun bisogno.

Fra il 2021 e il 2024 il comparto immobiliare cinese attraversò una crisi di insolvenza di proporzioni sistemiche, culminata nel dissesto dei maggiori sviluppatori e nell'interruzione di migliaia di cantieri, e le banche di Hong Kong figuravano fra i creditori esposti. Una ritirata di natura prudenziale basterebbe, da sola, a rendere conto della flessione, e quella lettura trova riscontro in sede istituzionale, dato che il Fondo monetario internazionale riconduce la riduzione del credito legato al continente a tre fattori concorrenti, ossia la debolezza della domanda, il processo di riduzione della leva in corso nel settore immobiliare continentale e una propensione al rischio più conservativa nei confronti del credito transfrontaliero (IMF, 2026b). Nessuno dei tre presenta alcuna relazione con la nazionalità del debitore.

Quei fattori rendevano conto dell'entità della riduzione, non della sua ripartizione fra le categorie di debitori, ed è proprio lì che si appunta l'obiezione più seria. I maggiori insolventi del comparto immobiliare cinese erano imprese private, e si finanziavano fuori dal continente attraverso veicoli costituiti alle Isole Vergini britanniche e alle Cayman, cioè attraverso entità che l'autorità monetaria di Hong Kong classifica fra i debitori non continentali. Fra il massimo del 2020 e la fine del 2024 le imprese statali perdettero il 14% e i debitori non continentali il 29%, ma un dissesto settoriale basta da solo a rendere conto di quello scarto, sicché il confronto fra le due percentuali non scarta la spiegazione prudenziale. Una parte della caduta del 29% può quindi misurare il dissesto di quel comparto anziché il ritiro del credito alle sussidiarie estere, e nessun dato pubblicato consente di separare le due componenti. L'elemento che la esclude compare nella fase ascendente del ciclo e

viene esaminato subito dopo. Gli indicatori di solidità del sistema, intanto, conducono già nella stessa direzione, perché sul credito legato al continente il tasso lordo di crediti classificati scese al 2,16% nel giugno 2025, dal 2,37% rilevato sei mesi prima, mentre il coefficiente patrimoniale totale del settore bancario locale si attestava al 24,4% a fronte di un minimo internazionale dell'8% e nello stesso semestre l'aggregato tornava ad ampliarsi del 3,9% (Hong Kong Monetary Authority, 2025). Un sistema che riduce l'esposizione perché costretto dal deterioramento dei propri attivi non presenta simultaneamente qualità del credito in miglioramento, dotazione patrimoniale tripla rispetto al requisito e volumi in ripresa. Il Fondo, del resto, individua il principale fattore di rischio non oltre il confine settentrionale bensì all'interno di Hong Kong, nel comparto immobiliare commerciale locale, e registra un'attenuazione di alcuni rischi riconducibili al continente (IMF, 2026b).

Nella fase ascendente del ciclo l'asimmetria si ripeté rovesciata, ed è qui che l'ipotesi del dissesto immobiliare smette di funzionare. Fra il dicembre 2024 e il giugno 2026 il credito legato al continente tornò a espandersi, del 10,1% complessivo, ma la ripresa si distribuí in modo tanto diseguale quanto era stata diseguale la contrazione, perché le imprese statali cinesi guadagnarono il 14,7% e quelle private cinesi il 9,1%, mentre i debitori non continentali si fermarono al 3,6%. Chi nella flessione aveva perduto più delle imprese pubbliche recuperò, nella ripresa, quattro volte meno di loro, sicché lo stesso ordinamento di preferenze governò tanto il ritiro quanto il ritorno del credito. Un'insolvenza è un evento concluso, e non vincola l'erogazione verso soggetti diversi due anni più tardi, mentre un criterio di preferenza opera in entrambe le fasi del ciclo. È questo secondo comportamento che i dati mostrano, e difficilmente si lascia ricondurre a una reazione congiunturale al rischio. La gerarchia che quei numeri disegnano non è, peraltro, riducibile all'opposizione fra impresa pubblica e impresa privata, perché il 3,6% dei debitori non continentali resta inferiore anche al 9,1% delle imprese private cinesi. Alla distinzione fra capitale statale e capitale privato se ne sovrappone una seconda, fra capitale continentale e capitale estero, e la seconda opera sulla prima anziché sostituirla (Hong Kong Monetary Authority, 2026).

Che cosa quella riduzione sottraesse a un'impresa a capitale estero è però meno immediato di quanto la sola nozione di credito bancario lasci supporre, dato che Hong Kong non forniva soltanto prestiti ma un'architettura societaria e finanziaria compiuta. La società costituita nel territorio deteneva le quote della controllata continentale, e da quella posizione poteva capitalizzarla senza che alcun istituto cinese intervenisse nell'operazione, prestarle valuta a titolo di finanziamento soci iscrivendo il rapporto fra le poste di debito estero anziché fra i conferimenti, oppure includerla in una gestione accentrata della liquidità (*cash pooling*) che trattava i saldi delle società del gruppo

come un'unica cassa. Il tratto comune alle tre funzioni consisteva nel fatto che nessuna di esse richiedeva a una banca continentale di formulare un giudizio sul merito di credito della sussidiaria, ed è in questa estraneità alla valutazione creditizia cinese che risiedeva il valore dell'intera costruzione.

Quel valore era tuttavia circoscritto a chi vi accedeva, e le soglie regolamentari della terza funzione non erano formulate come divieti. Nel regime anteriore al dicembre 2025 l'apertura di un conto multivaluta presupponeva che gli incassi e i pagamenti transfrontalieri delle società del gruppo residenti in Cina avessero superato i cento milioni di dollari nell'esercizio precedente, mentre la versione denominata in renminbi richiedeva almeno un miliardo di renminbi di fatturato interno e duecento milioni realizzati all'estero. A tali condizioni di ammissione si sommavano limiti quantitativi non meno stringenti. Il prestito verso l'estero non poteva eccedere il 30% del patrimonio netto della controllata, gli interessi corrisposti a un non residente scontavano una ritenuta del 10%, e la loro deducibilità si arrestava a un rapporto di due a uno fra debito verso parti correlate e patrimonio netto (CMS, 2020). Un'impresa capace di generare cento milioni di dollari di flussi transfrontalieri nell'arco di un esercizio non appartiene alla generalità delle imprese a capitale estero operanti in Cina, e tutte le altre restano escluse senza che alcuna disposizione le nomini, il che rende la selezione tanto efficace quanto invisibile a una lettura puramente formale della norma.

Su quella soglia l'autorità intervenne due volte in meno di otto mesi, e in direzioni opposte. La riforma del dicembre 2025 non attenuò la selezione, la inasprì. Il conto integrato ammetteva soltanto i gruppi il cui complesso di società residenti avesse registrato nell'anno precedente incassi e pagamenti internazionali per almeno sette miliardi di renminbi, oppure ricavi consolidati interni per dieci miliardi e ricavi delle società estere per due. A quei requisiti si aggiungevano la classificazione in categoria A nel sistema di valutazione del commercio di merci, la presenza di almeno tre società partecipanti e l'assenza di iscrizioni agli elenchi di vigilanza rafforzata (PBOC e SAFE, 2025). Le soglie precedenti risultavano moltiplicate per dieci. Chi le superava otteneva però un vantaggio concreto, dato che il gruppo ammesso poteva disporre delle proprie entrate in conto capitale dichiarando la conformità dell'operazione, senza fornire in via preventiva la documentazione giustificativa di ogni singola transazione. L'onere documentale non veniva alleggerito per tutti, veniva rimosso per alcuni.

Poi quelle stesse soglie furono divise per dieci. La circolare del 14 agosto 2026, in vigore dal 14 settembre, riportò il requisito sui flussi a settecento milioni di renminbi e quello sui ricavi a un miliardo per le società interne e duecento milioni per quelle estere, scendendo a trecentocinquanta milioni per i capofila insediati nelle zone di libero scambio, e l'operazione venne presentata come

estensione dello strumento alle imprese di media dimensione (PBOC e SAFE, 2026). Sono grosso modo i valori del regime anteriore al dicembre 2025, perché settecento milioni di renminbi corrispondono all'incirca ai cento milioni di dollari allora richiesti e la coppia un miliardo-duecento milioni coincide con quella della versione in renminbi. Ciò che veniva presentato come apertura riportava il requisito al punto di partenza. Nell'intervallo fra le due circolari non erano mutati né l'assetto patrimoniale delle imprese né la struttura del mercato del credito, mentre erano peggiorati i flussi in entrata, ed è verosimile che l'allentamento vi rispondesse.

Ma un parametro che si moltiplica e si divide per dieci nel giro di otto mesi, seguendo la congiuntura, non è una soglia. È una facoltà che l'autorità esercita. Nello stesso atto il coefficiente macroprudenziale applicato ai prestiti verso l'estero scendeva da 0,8 a 0,6, mentre quello sulla raccolta di debito estero restava fermo a 1,75, sicché l'ingresso al meccanismo veniva allargato e la via d'uscita dei capitali si restringeva.

Prima di entrambe le circolari la selezione produceva effetti misurabili, e la rilevazione già richiamata presso le imprese europee, quella in cui il divario fra piccole e grandi separava il 6% dal 13% di chi non segnalava alcun problema di finanziamento, contiene un secondo dato rimasto finora inutilizzato. Il 26% dei rispondenti indicava difficoltà specifiche sul finanziamento transfrontaliero, ossia proprio sul canale che transita da Hong Kong (EU SME Centre e European Chamber, 2025). Le risposte raccolte furono novantacinque, di cui poco più della metà provenienti da piccole e medie imprese, sicché il dato costituisce un'indicazione convergente e non una misurazione, giacché una numerosità simile non sostiene alcuna inferenza statistica. La stessa asimmetria riaffiora però, all'interno della medesima rilevazione, su un terreno del tutto estraneo alla finanza, perché il costo della tutela della proprietà intellettuale risultava problematico per il 32% delle piccole e medie imprese contro il 16% delle grandi, e la convergenza fra due ambiti così distanti suggerisce un meccanismo comune. Ogni volta che il vincolo assumeva la veste di un costo fisso indipendente dal volume d'affari, la dimensione dell'impresa cessava di essere una variabile fra le altre.

Dal 10% al 5% scendeva la ritenuta sui dividendi in uscita per effetto dell'accordo contro le doppie imposizioni firmato a Hong Kong il 21 agosto 2006, e la pubblicistica divulgativa indica abitualmente quel vantaggio fiscale come elemento determinante della struttura. È invece il punto in cui la selezione dimensionale opera con maggiore nettezza. La riduzione era subordinata a due condizioni congiunte, ossia che la società di Hong Kong detenesse direttamente almeno un quarto del capitale della partecipata e che ne fosse il beneficiario effettivo (*beneficial owner*)

(Arrangement, 2006). Se la prima si soddisfaceva con un atto di conferimento, la seconda rimase a

lungo poco più di una clausola di stile. Contorni operativi precisi li assunse soltanto nel 2018, quando l'amministrazione fiscale cinese ne codificò l'accertamento mediante un elenco di fattori sfavorevoli. Fra questi figuravano l'obbligo di ridistribuire a terzi oltre la metà degli utili entro dodici mesi, l'assenza di attività economica sostanziale e la residenza in giurisdizioni a imposizione nulla o irrisoria (State Administration of Taxation, 2018).

Il caso meglio documentato di quell'accertamento non riguarda un gruppo estero. Hello Group, quotato al Nasdaq e costituito nelle Isole Cayman, controllava le proprie attività continentali per il tramite di Momo Technology HK Company Limited, società di Hong Kong che deteneva a sua volta Beijing Momo IT, e la ragione dell'anello intermedio è dichiarata dal gruppo stesso, dato che le Isole Cayman non dispongono con la Cina continentale di alcun accordo contro le doppie imposizioni mentre Hong Kong sì. Nel proprio rapporto annuale la società precisa che la riduzione al 5% opera previa approvazione dell'autorità fiscale locale cinese, e che i dividendi resterebbero assoggettati al 10% qualora la controllante di Hong Kong non venisse riconosciuta come beneficiaria effettiva. Aggiunge poi la circostanza di maggiore rilievo, ossia che soltanto a decorrere dall'esercizio 2024 il gruppo ha effettivamente fruito dell'aliquota ridotta sui dividendi corrisposti da Pechino alla controllante (Hello Group Inc., 2025). Si tratta di un *red chip*, ossia di un gruppo continentale che indossa la veste dell'investitore estero, e la disciplina che deve soddisfare è la medesima che incontra una holding di Hong Kong appartenente a un gruppo europeo o giapponese, perché il test guarda alla sostanza della società intermedia e non alla nazionalità ultima del capitale. Che il caso più documentato sia quello di un gruppo cinese misura quanto quella struttura sia stata usata dal capitale continentale prima ancora che da quello estero.

La sostanza che rende possibile il beneficio va costituita e mantenuta nel tempo, e tradotta in voci di bilancio consisteva in uffici locati nel territorio, in dipendenti assunti sul posto e in delibere consiliari effettive documentate a verbale, tutte poste ricorrenti il cui costo non dipende dall'ammontare dei dividendi che permettono di risparmiare. In questo rovesciamento si misura la distanza percorsa dal sistema. L'impresa a capitale estero era stata a lungo tenuta ai margini per la mancanza di una risorsa informale, personale e intrasferibile, fatta di rapporti che non si acquistano né si delegano, mentre il criterio fiscale le domanda il contrario, cioè una formalità documentabile, iscritta a bilancio e verificabile da un funzionario. I due requisiti si sommano invece di succedersi. Sul controllo dei flussi agiva invece la stessa circolare del dicembre 2025 che aveva chiuso il regime a doppio binario. Il provvedimento istituì un conto unico multivaluta su scala nazionale e vietò a chi vi aderiva di mantenere altri pool transfrontalieri, assegnando un anno di transizione per smantellarli (PBOC e SAFE, 2025), e si presentava come una semplificazione, che per molti versi

effettivamente era, dato che l'impresa non doveva più gestire due impianti paralleli. La semplificazione amministrativa fu però scambiata con il controllo parametrico, perché l'autorizzazione discrezionale caso per caso lasciò il posto a una formula i cui coefficienti l'autorità fissa e può ritarare senza preavviso, tanto che il testo stesso li introduce come valori propri della fase iniziale. La banca incaricata del conto doveva inoltre possedere un rating di conformità valutaria di almeno categoria B nel biennio precedente, requisito che restringeva in partenza la platea degli intermediari utilizzabili.

La stessa asimmetria governava la disciplina del rimpatrio degli utili. Sul piano formale non sussistevano margini di incertezza, giacché dal gennaio 2020 la legge sugli investimenti esteri garantisce che utili, plusvalenze, proventi da cessione di attività, royalties, indennizzi e ricavi di liquidazione siano convertibili in qualsiasi valuta e rimessi all'estero senza limiti temporali (Legge sugli investimenti esteri, 2019), e una controllata a capitale estero non necessitava di autorizzazione preventiva per aprire un conto in divisa. Sul piano operativo il quadro mutava natura. Ogni rimessa superiore ai cinquantamila dollari richiedeva documenti giustificativi e certificazioni fiscali, il fascicolo transitava da una banca designata che lo esaminava e lo approvava senza che alcuna disposizione fissasse la durata di tale esame, e le imprese segnalavano difficoltà e ritardi nelle approvazioni valutarie rilasciate dalle articolazioni regolatorie subnazionali, difficoltà che si addensavano nei periodi di deflusso significativo di capitali (US Department of State, 2025). Il diritto di rimpatriare gli utili restava dunque integro sul piano formale, mentre il tempo occorrente a esercitarlo dipendeva dalla valutazione di un funzionario di filiale e si dilatava proprio quando l'impresa aveva maggiore urgenza di disporne.

L'origine dei capitali che entravano in Cina attraversando Hong Kong non coincideva con quella che le statistiche registravano, e la discrepanza incide su qualunque cifra riferita a quei flussi. Una parte di essi era capitale cinese uscito e rientrato, designato dalla normativa valutaria della Repubblica Popolare come *fǎnchéng tóuzī* (返程投资, «investimento di ritorno») e costituito in società *offshore* allo scopo di rientrare sotto le spoglie di un investitore estero e di accedere ai trattamenti che tale qualifica comportava. Xiao (2004) stima che il fenomeno valesse fra il 30% e il 50% degli investimenti diretti ufficialmente registrati, con un valore più probabile intorno al 40%, e che Hong Kong fornisse fra il 40% e il 60% degli afflussi complessivi. Vent'anni più tardi, Qian et al. (2025), lavorando su dati d'impresa anziché su discrepanze fra statistiche macroeconomiche, ne ridimensionano drasticamente la portata, collocandola intorno al 3% degli investimenti totali al picco del 2015, pur riconoscendo che Hong Kong e Macao assorbivano il 59% del fenomeno nel

2014. La distanza fra le due cifre non è necessariamente un disaccordo, perché riguardano anni diversi e poggiano su metodi incompatibili. Che a vent'anni di distanza non esista una misura condivisa dell'ordine di grandezza del fenomeno è però, di per sé, il dato rilevante. Palan et al. (2026) collocano infine la questione entro una prospettiva più ampia, leggendo il ricorso ai centri finanziari *offshore* da parte del capitale cinese come un'esternalizzazione della sovranità, ossia come un modo di conciliare il controllo politico interno con la partecipazione ai mercati internazionali senza dover riformare le istituzioni continentali.

Sotto la denominazione di debitori non continentali l'autorità monetaria di Hong Kong raccoglie precisamente quella indeterminatezza. La categoria non isola le sussidiarie di imprese estere ma somma tre insiemi eterogenei, ossia le società costituite in Cina prive di proprietà effettiva cinese, le entità costituite fuori dal continente il cui credito finanzia un impiego continentale, e un residuo che le banche dichiaranti classificano secondo criteri propri (Hong Kong Monetary Authority, 2026). Il secondo di quei tre insiemi coincide con il veicolo dell'investimento di ritorno. La statistica che più si avvicina a misurare il credito ricevuto dalle imprese a capitale estero non riesce dunque a distinguerle dal capitale cinese che ne indossa la veste giuridica, e non si tratta di un difetto tecnico marginale, bensì della versione locale della stessa opacità già osservata nell'apparato statistico continentale ogni qual volta si tratti di isolare le imprese straniere. Non esistono peraltro elementi per ritenere che il capitale cinese confluito in quella categoria ottenga condizioni peggiori delle imprese estere che vi sono comprese, e le evidenze sul mercato *offshore* suggeriscono semmai il contrario. Se così fosse, la contrazione osservata sottostimerebbe quella subita dalle sole imprese a capitale estero, e la divergenza rispetto al portafoglio verso le imprese statali risulterebbe più marcata, non meno.

I quartier generali regionali insediati a Hong Kong offrono un secondo angolo di osservazione, indipendente dal credito. Quelli riconducibili a imprese della Cina continentale passarono da circa milleduecento nel 2015 a circa tremilacenti nel 2025, mentre quelli di matrice giapponese e statunitense oscillavano complessivamente poco sopra i millecinquecento senza manifestare una tendenza definita (IMF, 2026b). Le due serie non misurano gli stessi soggetti, e il confronto va condotto con la cautela che ciò impone. Resta però il fatto che la presenza societaria di matrice giapponese e statunitense non si ridusse, mentre il credito alla categoria che la comprende arretrava di oltre un quarto. Le imprese non se ne andarono, ricevettero meno. Il territorio non si svuotò dunque, si ripopolò, e continuò a esercitare la funzione di raccordo per cui era stato attrezzato, esercitandola però in misura crescente a beneficio del capitale che muoveva dal continente anziché di quello che vi si dirigeva. La formula del negozio davanti e della fabbrica dietro descrive ormai un

97

flusso orientato in senso inverso rispetto agli anni ottanta, e per una sussidiaria europea o giapponese la conseguenza non riguarda soltanto il credito, perché gli studi professionali, le relazioni bancarie e le competenze che quella piazza ha accumulato si vanno orientando verso una clientela alla quale essa non appartiene.

Chi generava flussi transfrontalieri dell'ordine delle centinaia di milioni, manteneva una sede effettiva con personale locale e sosteneva senza difficoltà il costo permanente della conformità continuava ad attraversare quel raccordo senza incontrare ostacoli di rilievo. Le imprese rimanenti si trovavano in una posizione meno leggibile attraverso la consueta contrapposizione fra Cina e Occidente, perché risultavano al tempo stesso troppo piccole per gli strumenti *offshore* e troppo estranee per il credito continentale, e dovevano cercare altrove. Quegli altrove intrattenevano con l'intermediazione bancaria cinese un rapporto ormai assai tenue.

4.2 I canali esterni al sistema bancario cinese

Ogni strada, per un'impresa a capitale estero in Cina, riportava prima o poi alla casa madre. Restava da stabilire che cosa accadesse quando la casa madre riduceva il proprio impegno finanziario, e fra il 2021 e il 2024 la riduzione si verificò. Il flusso di investimenti diretti in entrata valeva 344 miliardi di dollari statunitensi nel 2021, 51,3 nel 2023 e soltanto 18,6 nel 2024, il livello più basso in trent'anni. Dentro quel crollo la voce che si contrasse di più non fu il capitale azionario, fu il debito verso le altre società del gruppo, uscito dalla Cina per 35,6 miliardi nel 2023 e per 54,3 nel 2024 (Jiao e Ji, 2025). Le case madri non smisero di immettere risorse, ne cambiarono la veste, perché a fronte di un deflusso netto di debito superiore ai cinquanta miliardi il saldo complessivo restava positivo, e la differenza fu coperta da conferimenti di capitale e utili reinvestiti. Questi ultimi seguirono peraltro la curva discendente dei profitti industriali a capitale estero, calati del 6,4% e poi del 4,3%, sicché la quota coperta dai conferimenti crebbe di conseguenza. Uscì ciò che si poteva richiamare, entrò ciò che restava vincolato.

Due avvertenze accompagnano quelle cifre. La prima riguarda le revisioni. Il dato di bilancia dei pagamenti relativo al 2023 circolò dapprima in una versione provvisoria assai più bassa, intorno ai trentatré miliardi (SAFE, 2023), ed è la cifra che il terzo capitolo ha utilizzato. La revisione successiva l'ha portata a 51,3, sicché il minimo trentennale appartiene al 2024 e non all'anno che lo precede. La seconda riguarda il perimetro, e rimanda a una distinzione già incontrata nel secondo capitolo. Il ministero del Commercio misura un'altra grandezza, il capitale

effettivamente utilizzato, che valeva millecento miliardi di renminbi nel 2023, ottocentoventisei nel 2024 e settecentoquarantotto nel 2025 (European Union Chamber of Commerce in China, 2026). Le due serie non sono confrontabili. La bilancia dei pagamenti registra il flusso al netto dei deflussi, mentre la serie del ministero non porta in detrazione ciò che esce, sicché restituisce un afflusso più consistente di quello effettivo (Jiao e Ji, 2025). Nella differenza fra le due si colloca per intero il fenomeno esaminato in queste pagine.

L'analisi dell'ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) attribuisce quel movimento al differenziale fra i rendimenti cinesi e quelli statunitensi e al ciclo delle condizioni finanziarie globali, non alle tensioni geopolitiche, e la spiegazione trova riscontro nel rialzo dei tassi della Federal Reserve fra il 2022 e il 2023, che rese effettivamente costoso mantenere liquidità in renminbi per qualunque tesoreria (Jiao e Ji, 2025). L'argomento rende conto del momento del disinvestimento, non dei suoi effetti. Quando il rendimento sul dollaro superò stabilmente quello sul renminbi, il costo opportunità aumentò per tutti, cinesi e stranieri, e le due categorie di impresa si separarono in ciò che accadde dopo, cioè in quali alternative ciascuna avesse per rimpiazzare il denaro ritirato. Una parte delle imprese private continentali disponeva di un canale che nessuna sussidiaria estera poteva attivare, quello del legame personale con chi decideva allo sportello, di cui il capitolo precedente ha misurato il valore in punti di credito. Quel canale non era aperto a tutte le imprese cinesi, ma era chiuso a tutte quelle estere. Il differenziale dei rendimenti colpì tutti allo stesso modo, il sistema creditizio no.

Una multinazionale finanzia le proprie controllate per via interna ovunque nel mondo, e la controllata brasiliana di un gruppo tedesco prende denaro da Wolfsburg esattamente come quella cinese. I dati della Banca dei regolamenti internazionali lo confermano, poiché Brasile e Russia mostrano la stessa correlazione fra le emissioni delle affiliate estere e gli afflussi di debito infragruppo verso il paese d'origine (Aldasoro et al., 2026). La finanza interna non costituisce dunque un'anomalia cinese. Cinese era il contesto normativo in cui quella pratica si collocava. Altrove la casa madre sceglie fra il prestito interno e la banca locale confrontando due prezzi, mentre in Cina il prestito interno apparteneva al ristretto insieme di canali che non richiedevano a un istituto locale di formulare un giudizio sul merito di credito della sussidiaria, e arrivava a sua volta con un massimale fissato da una circolare. La differenza non stava nella pratica, stava nel numero di opzioni disponibili e nel fatto che quelle esistenti fossero contingentate.

Il contingentamento seguiva due strade alternative, e la guida operativa dell'amministrazione statale dei cambi le disciplinava entrambe (SAFE, 2024). Accanto alla *tóuzhùchā* (投注差, «differenza fra

investimento totale e capitale registrato»), che ancorava il limite all'assetto societario dichiarato all'ingresso, l'impresa poteva optare per il regime macroprudenziale, che lo ancorava al patrimonio netto dell'ultimo bilancio certificato. La scelta andava dichiarata alla prima registrazione di un contratto di finanziamento estero.

Tabella 4.1. I due regimi di finanziamento transfrontaliero per una controllata a capitale estero ⁸

	Modalità <i>tóuzhùchā</i> (投注差)	Modalità macroprudenziale
Base di calcolo	Investimento totale autorizzato meno capitale registrato	Patrimonio netto dell'ultimo bilancio certificato
Correttivo applicato alla base	Quota di capitale effettivamente versata dal socio estero	Coefficiente di leva pari a 2 per le imprese non finanziarie
Parametro discrezionale	Assente	Parametro macroprudenziale fissato dalla banca centrale
Ponderazione delle scadenze	Non prevista	Fattore 1,5 sotto l'anno, fattore 1 oltre l'anno
Momento in cui il limite si determina	Costituzione dell'impresa	Chiusura dell'ultimo esercizio
Reversibilità della scelta	Passaggio all'altra modalità ammesso una volta sola	Ritorno alla prima modalità precluso

Fonte: elaborazione su SAFE (2024).

Dal punto di vista di chi le subiva, le due colonne condividevano un difetto, perché ancoravano entrambe la capacità di indebitamento a una grandezza fissata altrove e in un altro momento, cioè l'investimento autorizzato al tempo della costituzione oppure il patrimonio netto dell'ultimo bilancio certificato. Una controllata costituita come struttura operativa leggera, senza immobili e senza attivi immobilizzati di rilievo, si ritrovava un patrimonio netto contenuto e quindi un massimale contenuto, per la stessa ragione per cui in banca non aveva collaterale da offrire, sicché la medesima esiguità patrimoniale le precludeva il credito *onshore* e le comprimeva il tetto sul debito estero. Il meccanismo penalizzava anche la scadenza breve, perché il debito con rimborso entro l'anno veniva ponderato per un fattore di 1,5 mentre quello oltre l'anno pesava per uno, con il risultato che una linea rotativa di tesoreria consumava metà quota in più di un finanziamento immobilizzato per anni. Le società di partecipazione a capitale estero ottenevano spazi maggiori soltanto capitalizzandosi in

⁸ Per i gruppi che adottano la gestione accentrata della liquidità transfrontaliera la circolare del 26 dicembre 2025 fissa un coefficiente di leva pari a 2 con parametro macroprudenziale 1,75 per la raccolta di debito estero, mentre per i prestiti verso l'estero il coefficiente scende a 1 e il parametro a 0,8, valori che il testo introduce come propri della fase iniziale (PBOC e SAFE, 2025). Dal 14 settembre 2026 il parametro applicato ai prestiti verso l'estero è ridotto a 0,6 (PBOC e SAFE, 2026). Moltiplicando coefficiente e parametro, il massimale in entrata vale 3,5 volte il patrimonio netto contro lo 0,8 concesso in uscita, e dal settembre del 2026 contro lo 0,6, sicché il divario passa da poco più di quattro volte a quasi sei. Il confronto non va condotto con il tetto del 30% del patrimonio netto che gravava sui prestiti verso l'estero fuori dal meccanismo accentrato, perché le due grandezze hanno perimetri diversi.

modo massiccio, con un tetto pari a quattro volte il capitale versato sopra i trenta milioni di dollari e a sei volte sopra i cento (SAFE, 2024).

Resta da chiedersi perché la controllata non si rivolgesse alla filiale cinese di una banca del proprio paese, abituata a valutare imprese come lei. La risposta sta nei due capitoli precedenti. Gli istituti a capitale estero detenevano una frazione trascurabile degli attivi bancari cinesi, e la loro crescita era frenata dal lato della provvista prima che da quello della domanda, perché il ricorso al mercato interbancario non poteva eccedere il doppio del capitale e i depositi della casa madre venivano trattati meno favorevolmente di quelli societari ordinari. Una banca che non riesce a raccogliere renminbi non può prestarli, quale che sia la qualità del debitore che le si presenta davanti. Il valutatore in grado di leggere quel bilancio esisteva dunque in Cina. Non disponeva dei mezzi per agire di conseguenza.

In teoria restava lo Stato d'origine, ma il mandato stesso di un'agenzia di credito all'esportazione escludeva la controllata estera, perché quelle istituzioni esistono per sostenere le vendite all'estero di produzione nazionale e non lo stabilimento produttivo di imprese nazionali all'estero. Il sistema italiano lo illustra con particolare nitidezza. Nel luglio del 2024 la garanzia di SACE coprì un finanziamento da duecento milioni di euro organizzato da HSBC con Intesa Sanpaolo e MUFG, e il beneficiario del credito non era un'impresa italiana, bensì JC International Finance & Leasing, società di leasing facente capo a Legend Holdings, cioè allo stesso gruppo che controlla Lenovo, che in cambio della linea si impegnavo ad acquistare meccanica strumentale e prodotti agroalimentari e chimici italiani (SACE, 2024). Il capitale cinese finanziava l'acquisto di beni italiani con la garanzia dello Stato italiano. Sarebbe riduttivo liquidare l'episodio come una curiosità amministrativa, perché dice con precisione quale soggetto quegli strumenti abbiano in mente, e quale no. Lo strumento era calibrato sull'esportazione, non sullo stabilimento all'estero, e operava finché l'impresa italiana vendeva dall'Italia. Se la stessa impresa avesse aperto una produzione a Suzhou attraverso una controllata di diritto cinese, il finanziamento non le sarebbe stato accessibile, giacché il perimetro degli strumenti che compongono la voce internazionalizzazione resta ancorato all'impresa italiana esportatrice o investitrice, e non alla società di diritto locale che ne dipende (SACE, 2026). Nemmeno lo strumento partecipativo modificava l'esito. La Sezione Crescita istituita nel 2025 all'interno del Fondo 394 del 1981 destina le proprie quote di minoranza a piccole e medie imprese e a imprese a media capitalizzazione italiane partecipate da soci italiani (SIMEST, 2025a). Uno strumento che raggiunge direttamente la società costituita all'estero esiste, perché SIMEST può acquisire fino al 49% del capitale del veicolo estero. Si tratta però, per costruzione, di una quota di minoranza, con orizzonte massimo di sei o otto anni e con obbligo di riacquisto a

carico del partner italiano a un prezzo di uscita predeterminato (SIMEST, 2025b). Il denaro entrava nella controllata come capitale a termine e ne usciva come obbligazione della capogruppo.

Raggiungeva il patrimonio della controllata, non il suo capitale circolante, e non produceva alcun merito di credito spendibile presso una banca cinese.

Sul mercato obbligazionario *onshore* l'apertura veniva dichiarata nella veste più esplicita, e i volumi la confermavano. Nel 2024 le obbligazioni *panda*, emesse in renminbi sul mercato interno da soggetti non residenti, raccolsero 194,8 miliardi di renminbi in centodieci operazioni riconducibili a quarantaquattro emittenti, e nei primi sette mesi del 2025 altri 116 miliardi, mentre le sole banche estere triplicavano la propria raccolta portandola a 47,5 miliardi (S&P Global (China) Ratings, 2025). Sarebbe scorretto sostenere che quel canale non funzionasse. Funzionava, e il problema riguardava l'identità dei beneficiari. Poco più di un terzo del collocato del 2024, il 36%, veniva da emittenti effettivamente esteri, una quota identica veniva dalle *red chip*, e il residuo si distribuiva fra istituzioni finanziarie e veicoli di raccolta di gruppi continentali. La platea ammessa si lascia descrivere meglio dall'elenco dei nomi che da una soglia dichiarata, e sono nomi come Mercedes-Benz, Volkswagen e BASF, affiancati da istituzioni di sviluppo e da qualche governo sovrano. Nessuna impresa di taglia media figura fra gli emittenti.

Più dell'identità degli emittenti contava però la destinazione dei fondi, e su questo il documento congiunto dell'International Capital Market Association (ICMA) e della National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII), redatto dalle istituzioni che quel mercato promuovono, registra l'elemento decisivo. Molte imprese estere avevano affiliate legali in Cina che in teoria avrebbero potuto raccogliere direttamente sul mercato domestico. Si trattava però in genere di entità operative prive di attivi a lungo termine, che non sarebbero state usate a fini di finanziamento, e la maggior parte dei gruppi non avrebbe comunque voluto indebitarsi attraverso di esse, sia perché nate come strutture operative sia per vincoli di bilancio e di regolamentazione (ICMA e NAFMII, 2017). Il gruppo internazionale emetteva quindi attraverso il proprio veicolo di raccolta internazionale, rimetteva i proventi alla tesoreria centrale o regionale e finanziava le operazioni cinesi con transazioni transfrontaliere, come avrebbe fatto per qualunque altra sede estera. Fra le motivazioni dichiarate dagli emittenti esteri, accanto al finanziamento delle operazioni continentali e alla diversificazione della base di investitori, ne compariva una che nessun prospecto occidentale avrebbe registrato come movente, ossia le considerazioni politiche. Emettere un'obbligazione diventava un atto di cortesia istituzionale prima che un'operazione di raccolta.

Due condizioni distinte spiegano il caso di BASF. Fra le emissioni recenti, quelle dell'Ungheria e di Volkswagen rimisero i proventi fuori dalla Cina, mentre BASF e BMW li destinarono alle attività

continentali (S&P Global (China) Ratings, 2025). BASF era ammessa al mercato in forza dell'attivo consolidato del gruppo, come ogni altro emittente estero, e poteva destinare i proventi alle attività continentali perché in Cina disponeva di un fabbisogno di investimento corrispondente, il sito integrato di Zhanjiang, otto miliardi e settecento milioni di euro di impianti organizzati su diciotto stabilimenti e inaugurati nel marzo del 2026 (BASF, 2026). Le due condizioni dovevano ricorrere entrambe, perché la soglia patrimoniale selezionava chi entrava e l'esistenza di attivi immobilizzati in Cina determinava se i fondi potessero restarvi. La sussidiaria priva dell'una o dell'altra restava fuori due volte. La selezione non correva dunque fra imprese cinesi ed estere, ma fra imprese grandi e imprese piccole all'interno del medesimo gruppo di stranieri.

Le obbligazioni *dim sum*, emesse in renminbi *offshore* e quasi sempre a Hong Kong, riproponevano lo schema in veste invertita. Nel 2024 le emissioni annue erano il triplo di tre anni prima, ma fra il 2015 e il 2019 gli emittenti societari continentali ne coprivano il 35% e fra il 2020 e il 2024 il 54%, e fra i soli emittenti non finanziari tre quarti avevano sede nella Cina continentale, concentrati nell'edilizia e nei servizi immobiliari (FTSE Russell, 2025). Il dato descrive una via d'uscita, ma non per le imprese a capitale estero. Quando il credito interno si chiuse al comparto immobiliare continentale, le imprese cinesi del settore trovarono all'estero un mercato disposto a finanziarle sulla base della propria reputazione domestica, mentre una sussidiaria estera in Cina non poteva percorrere la stessa strada, perché il bilancio che avrebbe dovuto presentare a quel mercato era il medesimo bilancio privo di attivi immobilizzati che nessun sottoscrittore riteneva valutabile.

L'architettura che sosteneva entrambi i mercati è stata misurata per la prima volta in termini quantitativi dalla Banca dei regolamenti internazionali. A fine settembre del 2025 quasi 11.000 miliardi di dollari statunitensi sui 33.000 di titoli di debito internazionali in circolazione risultavano emessi da affiliate *offshore*, con una quota salita da circa un quinto a metà degli anni novanta al 31% (Aldasoro et al., 2026). Le società non finanziarie cinesi emettevano attraverso affiliate estere quanto tutte le altre economie emergenti messe insieme, e lo facevano in prevalenza attraverso le Isole Vergini britanniche e le Cayman, mentre le brasiliane e le sudafricane preferivano Amsterdam e il Lussemburgo.

Oltre il 40% del credito bancario transfrontaliero diretto a debitori della Cina continentale veniva erogato da uffici di banche cinesi collocati in centri finanziari fuori dal continente, in primo luogo a Hong Kong (Aldasoro et al., 2026). Il credito internazionale che raggiungeva la Cina era in larga misura credito cinese intermediato attraverso una giurisdizione terza, fenomeno analogo, sul versante dell'investimento diretto, a quello già osservato per l'investimento di ritorno, e che concorre a ridurre la portata informativa della nazionalità attribuita a quei flussi.

La piattaforma di Hong Kong, il canale infragruppo e il mercato obbligazionario interno non si contrassero in volume, si restrinsero nella platea ammessa. Il primo crebbe del 10,1% dopo il 2024 concentrando il recupero sulle imprese statali, il secondo mutò veste sostituendo il debito richiamabile con capitale vincolato, il terzo aumentò la raccolta mantenendo una soglia d'accesso commisurata all'attivo consolidato del gruppo emittente. La simultaneità non riguarda i volumi, riguarda il criterio di ammissione. Ognuno di quei canali trasferiva il debito su un bilancio dotato di merito di credito riconosciuto, e ogni trasferimento comportava un costo, che ricadeva sulla casa madre o sul contribuente del paese d'origine, quando non sulla capacità di indebitamento futura del gruppo. Nessuno di quei canali trattava la sussidiaria come un soggetto di credito autonomo, ma come la destinazione di risorse il cui merito era stato valutato altrove.

Un'eccezione esiste, e il paragrafo sulla localizzazione la esaminerà, perché alcune controllate ottennero credito bancario cinese su vasta scala. Non contraddice la regola, dato che quelle imprese non furono ammesse in base al proprio bilancio, bensì in base alla collocazione del loro progetto fra le priorità industriali del paese.

4.3 La *joint venture* come accesso indiretto al credito relazionale

La relazione con l'amministrazione non era acquistabile in quanto tale, ma se ne poteva acquistare una quota. Per un ventennio la forma prevalente dell'investimento estero in Cina fu così l'impresa a capitale misto, la *hézī qǐyè* (合资企业, «impresa a capitale misto»), imposta dalla legge in interi comparti e accettata come condizione d'accesso anche dove la legge non la imponeva. Nessuna fonte disponibile misura direttamente il credito bancario ottenuto dalle imprese a capitale misto rispetto a quelle interamente estere, e l'argomento che segue procede per via indiretta, dalle scelte osservate di forma societaria e di socio. La quota delle società interamente estere fra le nuove registrazioni si stabilizzò attorno ai tre quarti già a metà degli anni duemila, con il 72,71% del 2006, il 76,73% del 2015 e il 75,75% del 2017, mentre l'arretramento della forma condivisa si legge nello stock, sceso dal 53,25% del 2002 al 37,87% del 2015 (Bao et al., 2019). Il flusso aveva smesso di cambiare, lo stock stava ancora riassorbendo la composizione ereditata.

Dove la *joint venture* sopravvisse, sopravvisse per ragioni che i dati permettono di isolare, e la prima è di ordine territoriale. Le imprese estere sceglievano la forma mista invece della società interamente estera dove la presenza di imprese statali nella località di destinazione era più alta, e la

relazione regge anche strumentalizzando la variabile con la localizzazione dei centocinquantasei progetti industriali sovietici degli anni cinquanta (Li et al., 2025). Quei progetti costituirono l'ossatura del primo piano quinquennale, quando i tecnici inviati da Mosca disegnarono acciaierie e complessi chimico-meccanici in un numero ristretto di città del nordest e dell'interno, scelte secondo criteri che mescolavano la dotazione carbonifera e la distanza dalle coste esposte a un eventuale attacco. Le fabbriche costruite allora divennero imprese statali, e attorno a quelle imprese si formò l'apparato amministrativo che rese a lungo necessario un socio locale.

La densità statale di un territorio prediceva così la forma societaria che un'impresa straniera vi adottava settant'anni più tardi.

Il secondo risultato dello stesso studio pesa più del primo. Le imprese estere non si limitavano a preferire la forma mista dove lo Stato era presente, ma preferivano che il socio fosse esso stesso pubblico anziché privato, e gli autori leggono la scelta come prova che la funzione del socio cinese consistesse nel gestire le relazioni fra impresa e governo (Li et al., 2025). Un socio privato avrebbe portato capitale e conoscenza del mercato, mentre un socio pubblico avrebbe garantito un interlocutore. In un sistema dove la decisione di credito rispondeva a una gerarchia amministrativa prima che a un'istruttoria, l'interlocutore valeva più del capitale, e la *joint venture* smetteva di essere una partnership industriale per diventare l'acquisto di un'interfaccia politica. Le imprese di Hong Kong, Macao e Taiwan si dimostravano peraltro più efficaci delle altre estere nell'usare quello strumento, il che si accordava con la funzione di piattaforma finanziaria che quelle economie svolgevano. Che quell'interlocutore non fosse assumibile per via ordinaria lo chiarisce un dettaglio dello studio già discusso a proposito del Documento n. 18 del 2013. Il legame sociale vi è definito in modo elementare, perché il presidente o l'amministratore delegato si era laureato nella stessa università del direttore di filiale oppure veniva dalla stessa città. Non un accordo né una partecipazione azionaria, ma la condivisione di un percorso di studi o di un luogo d'origine.

Nessuna sussidiaria estera poteva procurarsi una risorsa simile, che non si acquista né si negozia in sede contrattuale e che nessuna delibera consiliare avrebbe potuto generare. Quel tipo di legame si ereditava. Il socio locale restava dunque l'unico modo in cui una risorsa biografica entrava nel bilancio di un'impresa straniera, e la compensazione ebbe durata limitata senza produrre un nuovo equilibrio (Ding et al., 2023).

Per le imprese private cinesi il legame sociale attenuò la perdita di quello politico. Per le sussidiarie estere non c'era nulla da attenuare.

La *joint venture*, dove fu scelta, non venne però conservata. Il tasso medio annuo di conversione da società mista a società interamente estera si attestò al 5,35%, su oltre quarantatremila società miste

registrate in trenta province fra il 1998 e il 2007, e le probabilità che l'investitore estero rilevasse la quota del socio salivano dove la qualità istituzionale della provincia era peggiore (Bao et al., 2019). La stessa relazione compariva sostituendo l'indice provinciale con la misura di qualità giudiziaria cittadina costruita dalla Banca Mondiale su centoventi città. Se il socio locale fosse stato un sostituto delle istituzioni mancanti, l'impresa estera lo avrebbe trattenuto proprio dove le istituzioni mancavano di più. Accadeva il contrario, e la ragione risiede nella natura incompleta dei contratti. Dove l'accordo non era azionabile in giudizio, la pattuizione non offriva tutela e la proprietà restava l'unico presidio. L'impresa estera acquistava la proprietà piena non perché il socio fosse inutile, ma perché il rapporto con il socio era a sua volta un contratto, e in un contesto giudiziario debole nessun contratto proteggeva.

Due forze opposte agivano su quella scelta. La quota azionaria detenuta dall'investitore estero cresceva al crescere della specificità degli attivi e del rischio contrattuale (*contractual hazard*), perché una partecipazione più ampia riduceva il pericolo di essere tenuto in ostaggio dal socio domestico una volta immobilizzato l'investimento. Diminuiva invece al crescere del rischio politico (*political hazard*), giacché una partecipazione minore riduceva l'esposizione all'appropriazione da parte del governo locale (*grabbing hand*) (Zhang et al., 2016). Un rischio spingeva verso il controllo, l'altro verso la condivisione, e l'impresa si collocava nel punto in cui i due si compensavano. Che quel punto non fosse stabile lo documenta la mobilità delle strutture proprietarie, poiché oltre il 70% delle società miste esaminate modificò la propria quota estera dopo la registrazione e più del 40% passò dal controllo di maggioranza alla minoranza o dalla minoranza alla maggioranza. Dentro quel movimento continuo un dato restava fermo, perché il medesimo tasso di conversione scendeva al 3,90% quando il socio locale era un'impresa statale e saliva al 5,63% negli altri casi (Bao et al., 2019). Quasi due punti di divario, su un fenomeno che ogni anno interessava un ventesimo delle società miste, non sono il prodotto del caso.

Il socio che portava capitale veniva liquidato appena la legge lo consentiva. Il socio che garantiva l'accesso veniva mantenuto.

Le società miste presentavano peraltro una produttività totale dei fattori e margini superiori a quelli delle società interamente estere (Li et al., 2025), sicché la ritirata della forma condivisa risulterebbe inspiegabile. Il vantaggio misurato non orientava però la scelta. Tre quarti delle nuove registrazioni del ventennio furono società interamente estere nonostante quel vantaggio, e una scelta ripetuta contro la redditività non trova nella redditività la propria causa. Una ragione più semplice precede tuttavia ogni altra, e va esclusa. Fra l'ingresso nell'Organizzazione mondiale del commercio e la fine degli anni dieci l'obbligo di socio locale cadde comparto dopo comparto, e senza obbligo la forma

mista smetteva di essere necessaria. Quella liberalizzazione rende conto della possibilità di scegliere, non della sistematicità con cui la scelta venne esercitata sempre nella stessa direzione, né del fatto che la quota delle società interamente estere fosse già stabile attorno ai tre quarti quando gran parte dei divieti era ancora in vigore. Resta allora, in via di ipotesi interpretativa, il costo del controllo condiviso, che nei conti economici non compare e nelle decisioni di gruppo pesa più di qualunque margine.

Quanto sia diffusa oggi quella scelta non è più accertabile. Il Ministero del Commercio ha smesso di pubblicare il numero di nuove imprese a capitale estero suddiviso per forma d'ingresso, e il 2018 resta l'ultimo anno per cui il dato sia disponibile, con oltre diecimila nuove società miste costituite per 35 miliardi di dollari statunitensi di investimento utilizzato (Li et al., 2025). In quello stesso anno le nuove imprese a capitale estero toccarono il massimo storico di sessantamila unità, per poi ridursi di oltre un terzo entro il 2022, con una parentesi di recupero nel 2021. La serie sulla forma societaria si interrompe nell'anno in cui la sua evoluzione divenne più significativa. La *joint venture* non garantiva un reale accesso al credito, ma offriva soltanto un'interfaccia con l'amministrazione che ne decideva l'allocazione, e quel canale veniva regolarmente pagato in termini di controllo societario e di condivisione tecnologica. Il prezzo saliva proprio dove il vantaggio sarebbe stato maggiore, perché nelle province a debole qualità istituzionale il socio era insieme più necessario e meno affidabile, e l'impresa estera si trovava a scegliere fra due esposizioni anziché fra un'esposizione e una tutela. Né l'una né l'altra costituivano un accesso. Entrambe erano modi di convivere con la sua assenza.

4.4 La strategia *China for China*

Al secondo posto fra gli ostacoli regolatori segnalati dalle imprese europee operanti in Cina non figuravano né l'accesso al credito né la tutela della proprietà intellettuale. Figuravano i requisiti di localizzazione, indicati fra i tre problemi principali dal 27% dei cinquecentoquarantanove rispondenti. La voce arretrava di sei punti sull'anno precedente, il calo più ampio dell'intera graduatoria, e l'arretramento non bastò a spostarla dal secondo posto. Nelle tecnologie dell'informazione e nei dispositivi medici la Camera la annovera fra le ragioni delle opportunità commerciali perdute, segnalate rispettivamente dal 69% e dall'89% dei rispondenti di quei due comparti. Alla stessa figura appartiene un secondo dato, perché le restrizioni all'accesso al finanziamento si collocavano al quattordicesimo posto su diciassette, invariate rispetto all'anno

precedente (European Union Chamber of Commerce in China, 2026). Localizzare non era dunque, per queste imprese, una scelta strategica fra altre disponibili. Era il vincolo che dichiaravano di subire più di ogni altro dopo l'ambiguità normativa.

L'estensione del fenomeno si misura nell'indagine condotta da KPMG fra il giugno e il settembre del 2025 su centotrentasette dirigenti di multinazionali attive nel continente. L'83% dichiarava di aver localizzato almeno alcuni aspetti delle proprie operazioni cinesi, con il 47% che parlava di una localizzazione consistente e soltanto l'11% che non ne aveva intrapresa alcuna (KPMG China, 2025). Le funzioni trasferite per prime erano la produzione, indicata dal 54%, la catena di fornitura e la logistica dal 50%, la ricerca e sviluppo dal 40% e l'approvvigionamento dal 31%. La localizzazione interessava anche la composizione del personale, poiché il 29% delle imprese aveva ridotto il numero di dipendenti con passaporto straniero fra il 2024 e il 2025 e il 69% attribuiva quella riduzione allo sviluppo di competenze locali. Nello stesso periodo il 39% degli amministratori delegati globali aveva visitato la Cina una sola volta nel corso del 2024 e il 20% non l'aveva visitata affatto.

Quel movimento ha un nome nel dibattito cinese, *zài Zhōngguó, wèi Zhōngguó* (在中国，为中国, «in Cina, per la Cina»), e un'ipotesi implicita che non è mai stata verificata. Se la discriminazione creditizia nasceva dall'estraneità, allora un'impresa che smetteva di apparire estranea avrebbe dovuto smettere di subirla, e la conformità organizzativa avrebbe funzionato da sostituto della solidità patrimoniale che il bilancio non documentava. La letteratura disponibile non misura però l'effetto della localizzazione sull'accesso al credito bancario. Salomon e Wu (2012) dimostrano, su un campione di sussidiarie di banche estere attive negli Stati Uniti fra il 1978 e il 2006, che l'imitazione dei modelli organizzativi locali cresce con la distanza culturale, economica e regolamentare, e che la scelta resta stabile nel tempo, poiché l'esperienza nel mercato ospite non ne modifica sistematicamente l'intensità. Ai rendimenti di quella strategia gli stessi autori dedicano un secondo lavoro quattro anni più tardi, dove chi imita ottiene sì risultati migliori di chi non lo fa, ma il vantaggio si dissipa man mano che l'impresa accumula esperienza locale, e la distanza istituzionale continua a deprimere la redditività anche presso chi ha imitato (Wu e Salomon, 2016). In nessuno dei due lavori la variabile di esito è l'accesso al credito, bensì la redditività dell'attivo della sussidiaria.

Un'operazione di novembre 2023 costituisce il caso che più contraddice quell'ipotesi. BASF firmò con un sindacato di grandi banche cinesi un finanziamento a termine da quaranta miliardi di renminbi, circa cinque miliardi di euro, con durata quindicennale, destinato al sito integrato di

Zhanjiang. La struttura del progetto prevedeva circa un quinto di capitale proprio e quattro quinti di debito su un impegno complessivo stimato fino a dieci miliardi di euro (BASF, 2023), dei quali otto miliardi e settecento milioni risultavano investiti alla data dell'inaugurazione (BASF, 2026). Il direttore finanziario del gruppo presentò la firma come attuazione di una strategia dichiarata, quella di finanziare il progetto di Zhanjiang con fondi provenienti dalla Cina.

Un'impresa interamente a capitale estero otteneva dal sistema bancario cinese cinque miliardi di euro a quindici anni.

Il criterio che aveva ammesso BASF al mercato delle obbligazioni *panda* operò anche sul credito bancario. Zhanjiang era il terzo sito Verbund del gruppo dopo Ludwigshafen e Anversa, un investimento di scala tale da eccedere qualunque soglia di ammissione poi introdotta su quei canali. A determinare l'operazione fu la dimensione del gruppo consolidato, non il grado di localizzazione della controllata cinese, sicché la conclusione raggiunta a proposito del mercato obbligazionario si estende al credito bancario senza modifiche. Un secondo caso mostra la forma che quel credito assumeva. Nel marzo del 2019 la controllata di Shanghai di Tesla ottenne da China Construction Bank, Agricultural Bank of China, ICBC e Shanghai Pudong Development Bank una linea fino a tre miliardi e mezzo di renminbi, remunerata al 90% del tasso a un anno pubblicato dalla banca centrale, priva di rivalsa sulla capogruppo statunitense e utilizzabile soltanto per spese connesse alla costruzione e alla produzione dello stabilimento di Shanghai (Tesla, 2019). Le condizioni erano migliori di quelle di mercato e la destinazione era vincolata a un impianto singolo. Un finanziamento concesso sotto il costo del denaro a un'impresa interamente estera, per un solo progetto e senza garanzia della casa madre, misura la collocazione di quel progetto nella scala delle priorità industriali assai più della solvibilità del debitore.

Presso le imprese americane in Cina il finanziamento risultava peraltro l'area di trattamento iniquo meno segnalata in assoluto. Nella rilevazione condotta da AmCham fra l'ottobre e il novembre del 2025 su trecentosessantotto imprese, il 55% indicava disparità nell'accesso al mercato, il 34% negli appalti pubblici e il 27% nei sussidi statali, mentre soltanto il 6% indicava il finanziamento, in calo dal 9% dell'anno precedente (American Chamber of Commerce in China, 2026). Il dato sembra contraddire quanto i paragrafi precedenti hanno documentato, e la contraddizione si scioglie osservando che cosa le due indagini domandano. AmCham chiede in quali aree l'impresa subisca un trattamento iniquo, la Camera europea chiede quanto sia difficile ottenere credito. Sono costrutti diversi, e un'impresa può trovare arduo farsi prestare denaro senza per questo ritenersi discriminata, tanto più dove il confronto con i concorrenti locali non le è visibile. Alla differenza fra le domande

si somma quella fra i campioni, novantacinque risposte a prevalenza di piccole e medie imprese contro trecentosessantotto a prevalenza di grandi.

Resta poi la spiegazione più semplice, e anche la più coerente con quanto precede. La mancata segnalazione riguardava soggetti che a quel mercato non si rivolgevano. Poncet, Steingress e Vandenbussche (2010), su oltre ventimila imprese osservate fra il 1998 e il 2005, avevano già rilevato che le imprese a capitale estero in Cina non mostrano vincoli finanziari, a differenza delle private domestiche, e ne avevano dato la ragione nello stesso lavoro, ossia che quelle imprese attingono ai mercati dei capitali esteri e ai trasferimenti infragruppo. L'assenza di vincolo misura la sostituzione riuscita, non l'accesso ottenuto.

Sull'estraneità come condizione permanente, il capitolo precedente ha già detto l'essenziale, e Taussig (2017) vi aggiunge una distinzione che qui pesa più di ogni altra. Su cinquecentoquarantasei operazioni di *private equity* condotte da quarantacinque operatori in quarantanove economie emergenti, l'estraneità risulta un passivo quando l'impresa attinge ai mercati locali delle risorse e un attivo quando attinge a quelli globali, e in entrambi i casi l'effetto si amplifica al crescere della distintività istituzionale del paese ospite. Applicata alla Cina, la proposizione era netta. Un'impresa che spostava il proprio approvvigionamento finanziario dal mercato globale a quello locale si rivolgeva al mercato delle risorse in cui la penalizzazione da estraneità era massima, e lo faceva in uno dei paesi in cui quella penalizzazione raggiungeva il valore più alto. L'intuizione secondo cui sembrare locali procurasse risorse locali si rovesciava, e la localizzazione cessava di configurarsi come sostituto della legittimità per configurarsi come esposizione aggiuntiva.

Quel che la localizzazione procurava davvero riguardava la vendita. Nel settembre del 2025 il Consiglio di Stato emanò la comunicazione Guo Ban Fa n. 34 sugli standard del prodotto nazionale negli appalti pubblici, in vigore dal primo gennaio 2026, e soltanto il 17% delle imprese americane ne dava una valutazione positiva mentre il 40% restava neutrale e il 37% incerto (American Chamber of Commerce in China, 2026). La Camera di commercio europea rileva che in molti settori i requisiti di localizzazione devono essere soddisfatti perché un'impresa possa anche solo risultare ammissibile a una gara pubblica (European Union Chamber of Commerce in China, 2026). La pressione si esercitava anche in forme che nessun bando dichiarava. Il 23% delle imprese americane riferiva di aver condiviso tecnologia o conoscenze proprietarie allo scopo, esplicito o implicito, di migliorare le proprie prospettive di accesso al mercato, e il 28% segnalava pressioni dei propri partner o clienti cinesi a localizzare. L'indagine congiunta della Camera europea e del Mercator Institute for China Studies (MERICS) documenta la stessa dinamica sul versante della

ricerca, poiché un terzo delle imprese dichiarava di investire in ricerca e sviluppo in Cina per soddisfare requisiti governativi o criteri politici legati all'ottenimento di licenze, accessi di mercato e approvazioni. Lo stesso studio riporta il caso di un fornitore al quale un cliente statale aveva comunicato di dover localizzare ulteriormente tecnologia e ricerca per continuare a qualificarsi come fornitore nazionale nel quadro della dottrina dello *zìzhǔ kěkòng* (European Union Chamber of Commerce in China e MERICS, 2023).

La localizzazione comprava l'ammissibilità a vendere, e la comprava sotto minaccia di esclusione. L'ammissibilità aveva un prezzo. Le imprese più radicate nelle reti di fornitura locali sviluppavano una dipendenza dalle risorse che accresceva l'inerzia organizzativa e ne riduceva la capacità di rivolgersi a fornitori diversi, come mostra una rilevazione condotta fra il novembre e il dicembre del 2021 su quattrocentocinquantasette sussidiarie manifatturiere estere in Cina (Zeng, Xu e Xie, 2023), sicché il vantaggio commerciale si pagava in opzioni di uscita. Nemmeno la localizzazione integrale metteva al riparo. GAC Fiat Chrysler era una società mista del tipo esaminato nel paragrafo precedente, costituita nel marzo del 2010 in parti uguali fra il gruppo automobilistico statale GAC e Fiat Group Automobiles, confluita nel 2014 in FCA e dal 2021 in Stellantis, con un investimento complessivo di circa diciassette miliardi di renminbi e una produzione destinata al mercato interno. Le vendite toccarono le duecentoventiduemila unità nel 2017 e scesero a ventimilacento nel 2021, e il 14 luglio 2025 un tribunale della provincia dello Hunan ne dichiarò il fallimento (China Daily, 2025). Il socio statale garantiva l'interfaccia amministrativa descritta a proposito delle società miste, e non garantiva il mercato.

La localizzazione integrale differiva dagli altri canali per un motivo di sostanza. Gli altri spostavano il luogo in cui il denaro veniva raccolto e lasciavano l'impresa immutata, mentre questa cambiava l'impresa, poiché ne modificava i fornitori, il personale, i prodotti, la struttura dei costi e il grado di autonomia dalla casa madre, e lo faceva in modo largamente irreversibile. Al termine di quel processo l'impresa continuava tuttavia a finanziarsi presso la propria capogruppo, e i soli casi documentati di accesso al credito bancario cinese su vasta scala riguardavano progetti collocati in cima alle priorità industriali del paese, non imprese selezionate per il proprio radicamento locale. La localizzazione condizionava l'ammissibilità commerciale, non le condizioni di accesso al credito.

4.5 Le riforme hanno cambiato le regole del gioco?

Le indagini condotte dalle camere di commercio restituiscono sul credito locale un'immagine che a prima vista disorienta. Il 26% delle imprese interpellate dalla Camera europea segnalava difficoltà specifiche sul finanziamento transfrontaliero, mentre presso AmCham soltanto il 6% indicava il finanziamento fra le aree di trattamento iniquo (EU SME Centre e European Chamber, 2025; American Chamber of Commerce in China, 2026). Le due percentuali non entrano in conflitto, descrivono lo stesso sistema da due angolazioni, perché la prima misura la difficoltà di un canale specifico e la seconda interroga un campione composto in prevalenza da grandi multinazionali. L'ottimismo di queste ultime non smentisce il vincolo, e la prova si sposta dalle percezioni alle scelte di bilancio. Poncet, Steingress e Vandenbussche (2010) avevano già documentato che le imprese a capitale estero in Cina non mostrano vincoli finanziari perché attingono ai mercati globali e ai trasferimenti infragruppo, e i bilanci recenti ne confermano la continuità, giacché a fronte dei 54,3 miliardi di dollari di debito infragruppo usciti nel 2024 il saldo restava positivo grazie a conferimenti e utili reinvestiti. Il credito bancario cinese non venne rimpiazzato da un altro credito bancario, venne surrogato dal bilancio del gruppo. Un comportamento di quella costanza, in un mercato che sul piano formale è aperto dal 2006 e che offre tassi nominali competitivi, non si spiega con l'inerzia né con una preferenza culturale per la finanza interna, perché il finanziamento infragruppo transfrontaliero costa immobilizzazione di capitale nella casa madre, esposizione al rischio di cambio e negoziazione continua con l'autorità valutaria. Si sceglie quel canale quando l'alternativa costa di più, e il fatto che migliaia di direzioni finanziarie rifacciano quel calcolo ogni anno arrivando allo stesso risultato è la forma più solida di evidenza disponibile su un fenomeno che le statistiche ufficiali non misurano. Le imprese votano con il bilancio, e il voto è costante. C'è poi un requisito che tutte le strategie ricostruite in questo capitolo condividono senza mai dichiararlo, ed è la taglia. Il *cash pooling* transfrontaliero presuppone una tesoreria centralizzata, una struttura che sappia muoversi tra due regimi valutari e volumi sufficienti a giustificare il costo fisso. La *joint venture* come leva creditizia presuppone un potere negoziale che permetta di scegliere il partner invece di subirlo, altrimenti la leva si rovescia e diventa dipendenza. La localizzazione produttiva integrale presuppone capitale immobilizzato e un orizzonte decennale che poche imprese possono sostenere. Ne segue che l'aggiramento del vincolo creditizio non è un'opzione generalmente disponibile ma un bene di lusso, e che la discriminazione descritta nei capitoli precedenti si riflette verso il basso invece di distribuirsi uniformemente. Il gruppo

multinazionale la neutralizza trasformandola in un costo di struttura. L'impresa media la subisce per intero. Il paradosso è che le stesse rilevazioni che mostrano il miglioramento generale dell'accesso sono compilate in prevalenza da imprese della prima categoria, il che spiega perché l'ottimismo cresca mentre la disparità resta.

Resta allora la domanda su cosa le riforme abbiano effettivamente cambiato, e la risposta onesta è che cambiarono il perimetro e non il criterio. Il tetto sull'indebitamento estero salì, si allargò il perimetro degli strumenti disponibili, la titolarità straniera integrale nelle società di gestione del risparmio divenne possibile. Nessuna di queste aperture fu cosmetica e sarebbe ingeneroso liquidarle come tali, perché ciascuna ampliò lo spazio di manovra di chi già operava nel Paese e ridusse una parte dei costi di compliance. Ma nessuna toccò il luogo in cui la discriminazione si produce, che non è la norma scritta bensì la valutazione del merito creditizio, dove continuano a pesare la garanzia implicita dello Stato sul debitore, la sua prossimità istituzionale e la prevedibilità del suo rapporto con il potere locale. Nessuna riforma del perimetro può modificare quei tre parametri, perché non sono variabili regolamentari ma il modo in cui un sistema bancario subordinato alla policy legge il rischio. Su quel terreno l'impresa a capitale estero rimase dove era, e ci rimase anche quando il perimetro intorno a lei si allargava.

A conferma indiretta c'è un'assenza che dice più di molte serie storiche. Il credito bancario alle imprese a capitale estero, in Cina, non è un dato pubblicato. La PBOC non lo disaggrega per nazionalità del capitale, la NFRA nemmeno, l'Ufficio nazionale di statistica si ferma alla produzione e agli investimenti fissi. Tre istituzioni, tre silenzi paralleli, in un sistema che misura con estrema granularità tutto ciò che considera rilevante per la policy e che pubblica volentieri le serie sugli IDE quando servono a documentare un'apertura. Non si tratta di una lacuna tecnica, perché il dato esiste a livello di singola banca e confluisce nella vigilanza prudenziale. Si tratta di una scelta di non aggregazione.

Una tesi che non dichiara a quali condizioni sarebbe falsa non è una tesi ma una convinzione, e vale la pena esplicitarle. Se le rilevazioni sul finanziamento delle affiliate mostrassero la quota infragruppo scendere stabilmente sotto la metà per più anni consecutivi, se la banca centrale cominciasse a pubblicare il credito disaggregato per nazionalità del capitale, se le imprese a capitale estero collocate fuori dai settori a priorità industriale dichiarata accedessero in misura significativa al credito bancario a lungo termine senza garanzie della casa madre, l'argomento qui sostenuto perderebbe fondamento e andrebbe riscritto. Nessuna delle tre condizioni si è verificata. La terza merita una precisazione, perché il caso Tesla sembra contraddirla e invece la delimita. Lo stabilimento di Shanghai fu finanziato da un sindacato di banche statali attraverso una linea di

credito vincolata alla produzione, remunerata sotto i tassi di mercato e priva di rivalsa sulla capogruppo, ed è per questo che la condizione va formulata escludendo i settori a priorità dichiarata. Tesla non ricevette credito in quanto impresa a capitale estero. Lo ricevette in quanto veicolo di una politica industriale sull'elettrico che in quel momento aveva bisogno di un catalizzatore straniero, e l'istruttoria che la riguardò fu una decisione di policy travestita da decisione bancaria, cioè esattamente il meccanismo descritto nel primo capitolo. Cambia titolare, non cambia logica.

Le regole del gioco, dunque, non cambiarono. Cambiò chi poteva permettersi di giocarlo. Chi aveva la taglia per sostenere quei costi restò e prosperò. Chi non l'aveva restò comunque, e li pagò ugualmente.

4.6 Conclusioni del capitolo

Un'impresa a capitale estero che nel 2026 avesse voluto finanziare in Cina un ampliamento produttivo disponeva, sulla carta, di più strumenti di quanti ne avesse trovati un'impresa nella stessa condizione trent'anni prima. Poteva emettere in renminbi sul mercato interno, aderire a un pool di liquidità transfrontaliero unificato, rimpatriare gli utili senza limiti temporali fissati per legge, detenere la propria partecipazione attraverso una società di Hong Kong e chiedere l'aliquota ridotta sui dividendi. Nessuno di quegli strumenti esisteva, nella forma raggiunta, prima del 2000. Quasi nessuno risultava accessibile alla generalità delle imprese che avrebbero dovuto servirsene.

Il primo capitolo aveva ricostruito l'architettura che assegnava il credito secondo una gerarchia amministrativa, il secondo aveva misurato il costo scaricato su chi in quella gerarchia non compariva, il terzo aveva escluso che il circuito relazionale potesse ancora compensarlo dopo la chiusura del 2018. I tre passaggi descrivevano una condizione subita, mentre le strategie di risposta descrivevano una condotta, e una condotta rivelava ciò che nessuna condizione documentava, ossia quale vincolo l'impresa considerasse davvero stringente e quanto fosse disposta a pagare per aggirarlo. Quel che le imprese fecero fu quasi sempre la stessa operazione sotto nomi diversi.

Portarono la decisione di credito fuori dalla Cina, a Hong Kong finché la piazza rimase percorribile, nella tesoreria della capogruppo finché la capogruppo poté sostenerla, sui mercati obbligazionari dove la firma valutata era quella del gruppo consolidato, dentro un contratto di società mista dove a valutare era l'amministrazione locale per il tramite del socio. Anche la localizzazione integrale, che

sembrava muoversi in direzione opposta, non spostò quella decisione. Ne comprava un'altra, quella sull'ammissibilità a vendere.

Il criterio che regolava l'ingresso a ciascuna di quelle strade non corrispondeva a quello che la letteratura sull'estraneità lascerebbe attendere. Restavano fuori non le imprese straniere in quanto straniere, bensì quelle prive di un bilancio consolidato abbastanza ampio da reggere il trasferimento. Un gruppo chimico tedesco impegnato nel Guangdong per otto miliardi e settecento milioni di euro otteneva un finanziamento quindicennale da un sindacato di banche cinesi, mentre una controllata operativa priva di attivi immobilizzati non raggiungeva la soglia d'ingresso di alcun canale disponibile, e nessuna delle due era cinese. La nazionalità decideva l'esclusione dal circuito relazionale, la dimensione decideva se quell'esclusione fosse pagabile, e la seconda condizione contava più della prima nel determinare l'esito. Ne discendeva una conseguenza che eccedeva il perimetro delle singole imprese. Il sistema finanziario cinese non assorbì il costo della propria rigidità allocativa, lo collocò altrove, iscrivendolo su bilanci redatti in altre valute e sottoposti ad altre autorità di vigilanza, dove nessuna statistica cinese lo registrava e nessuna riforma cinese doveva rispondere della sua esistenza. Un'allocazione governata da criteri politici poteva così mantenersi immutata al proprio interno perché la parte dell'economia che ne veniva penalizzata disponeva di un altrove su cui appoggiarsi. Il *róngzī nán* delle imprese straniere non fu risolto e non divenne neppure visibile, perché venne pagato in contabilità che le autorità cinesi non consolidavano.

Quel pagamento aveva però un titolare, e i titolari deliberavano. Diciotto miliardi e seicento milioni di dollari statunitensi di investimenti diretti in entrata nel 2024, il minimo di un trentennio, non registravano una perdita di attrattività del mercato cinese in quanto tale. Registravano il momento in cui alcune capogruppo smisero di finanziare la differenza.

Se l'accesso al credito di una sussidiaria dipendeva per intero da una delibera adottata altrove, quella sussidiaria era priva di un effettivo merito di credito proprio, ridotto com'era a un titolo derivato e revocabile. Quanto a lungo un grande sistema economico possa espandersi continuando a delegare la solvibilità del capitale che ospita rimane il vero enigma della sua traiettoria.

Conclusioni

Le barriere finanziarie che le imprese a capitale estero incontravano in Cina sono sopravvissute alle riforme, e la prima delle due domande da cui questo lavoro è partito trova qui una risposta affermativa. Occorre però precisare che cosa sia sopravvissuto. Le proibizioni esplicite degli anni dell'apertura caddero davvero, una dopo l'altra, e con le liberalizzazioni del 2020 anche i limiti alla proprietà straniera nel settore bancario scomparvero dai testi. Resistette invece il criterio con cui una filiale decide a chi prestare, fondato sulla vicinanza del debitore allo Stato e sulla sua controllabilità assai più che sui suoi conti. La seconda domanda, quella sul modo in cui le imprese abbiano continuato a operare, ha una risposta meno intuitiva. Le sussidiarie estere non ottennero un vero accesso al credito cinese. Ne costruirono un sostituto, raccolto e valutato fuori dalla Cina, e la possibilità di farlo dipese dalla dimensione del gruppo alle spalle della controllata.

Letti insieme, i quattro capitoli mostrano anche in che modo quel criterio sia sopravvissuto, ed è forse il risultato che meglio si presta a essere generalizzato. A ogni riforma la discriminazione si allontanò di un gradino dal testo delle norme. Nel primo capitolo era ancora scritta, nei limiti alla proprietà straniera delle banche, e i suoi effetti sopravvissero all'abolizione di quei limiti, con gli istituti esteri rimasti ai margini del sistema. Nel secondo si annidava nelle procedure, in giudizi di rating che non distinguevano e in bilanci che la filiale non sapeva leggere. Nel terzo passava per le persone, prima attraverso il *guanxi* e poi attraverso un criterio di controllabilità che nessuna disposizione enuncia. Nel quarto si era ridotta a una soglia quantitativa, uguale per tutti sulla carta, che lasciava fuori la gran parte delle imprese estere senza mai nominarle. Ciascun passaggio rese la barriera meno visibile a chi legge le leggi e meno contestabile per chi la subiva, dato che difficilmente un impegno internazionale può vietare a una banca di preferire un debitore controllabile, o a un'autorità valutaria di fissare una soglia di fatturato. Ne discende una conseguenza di metodo. Chi misurasse l'apertura finanziaria cinese sui testi normativi registrerebbe un progresso quasi continuo, e sul piano formale avrebbe ragione. Quel progresso si arrestava davanti allo sportello.

Per le imprese che valutano un insediamento produttivo in Cina la conseguenza pratica è che la struttura finanziaria della controllata va decisa prima dell'ingresso, e al livello del gruppo. Una sussidiaria costituita come struttura leggera, senza immobili e con un patrimonio netto contenuto, paga quella scelta su due fronti. Non ha collaterale da offrire alla banca, e il tetto al debito estero si

ancora all'investimento autorizzato al momento della costituzione oppure al patrimonio dell'ultimo bilancio, cioè proprio alle grandezze che la struttura leggera tiene basse. Per le imprese italiane di media dimensione il quadro si restringe ancora. Gli strumenti pubblici di sostegno all'internazionalizzazione sono calibrati sull'impresa che esporta o investe dall'Italia, e l'unico che raggiunge il veicolo estero lo fa con una quota di minoranza a termine, che la capogruppo si impegna a riacquistare. In entrambi i casi il costo ricade sul bilancio italiano. A chi disegna quegli strumenti la tesi può soltanto consegnare una domanda, cioè se abbia senso sostenere un insediamento produttivo all'estero senza prevedere nulla per il capitale circolante della società che lo gestisce.

Sul piano del metodo, leggere le fonti cinesi nella lingua originale ha reso più di quanto ci si potesse attendere da un lavoro privo del dato decisivo. Dalla formula in quattro tempi con cui la banca centrale fissava gli obiettivi di credito alle piccole imprese, che metteva al primo posto il coraggio di prestare, fino alla dottrina dello *zìzhǔ kěkòng*, il lessico ufficiale ha fornito indizi che nessuna serie statistica offriva. La prima ammetteva che il razionamento nasceva dagli incentivi del funzionario prima che dal rischio del debitore, la seconda ha dato un nome al criterio che il terzo capitolo ha visto prendere il posto delle relazioni personali. Anche la formula *zài Zhōngguó, wèi Zhōngguó* si è rivelata utile, perché conteneva un'ipotesi che nessuno aveva mai sottoposto a verifica. Il limite dell'approccio è altrettanto chiaro. I documenti letti sono quelli prodotti al centro, dalla banca centrale, dall'autorità valutaria e dalla stampa teorica del Partito, mentre la decisione di credito si prende in una filiale di provincia, dove nessun testo pubblico arriva.

Gli altri limiti discendono tutti dalla stessa assenza. La discriminazione creditizia verso le imprese a capitale estero non è stata misurata, né qui né altrove, e l'argomento resta indiziario, con le condizioni di smentita dichiarate nel quarto capitolo. Più utile è indicare dove la ricerca potrebbe proseguire. Una prima pista riguarda la localizzazione. Gli studi disponibili ne misurano l'effetto sulla redditività delle sussidiarie e mai sull'accesso al credito, e un'indagine a livello d'impresa che mettesse in relazione il grado di localizzazione con il credito bancario ottenuto in Cina colmerebbe la lacuna più evidente emersa in queste pagine. Una seconda pista tocca le fonti. La serie ministeriale sulle forme d'ingresso si interrompe nel 2018, e i registri societari cinesi potrebbero permettere di ricostruirla, anche se il loro accesso dall'estero si è ristretto negli ultimi anni. Resta infine la voce delle imprese. Le rilevazioni delle camere di commercio raccolgono soprattutto quella dei grandi gruppi, mentre interviste ai responsabili finanziari delle controllate di medie imprese italiane, condotte per esempio attraverso la Camera di Commercio Italiana in Cina, darebbero la parola alla categoria che questa tesi ha individuato come la più esposta.

Una verifica, intanto, è già cominciata. La circolare dell'agosto 2026 sulla gestione accentrata della liquidità transfrontaliera è entrata in vigore il 14 settembre, mentre questo lavoro veniva chiuso, e ha riportato le soglie d'accesso all'incirca ai valori precedenti al dicembre 2025, presentando l'operazione come un'estensione dello strumento alle imprese di media dimensione. Se nei prossimi anni quei gruppi entreranno davvero nei pool di liquidità in numero significativo, sarà il primo segnale che la soglia di taglia comincia a cedere. Se invece lo strumento resterà affare dei gruppi che vi avevano già accesso, come l'analisi svolta lascia prevedere, l'ultima apertura avrà confermato la regola che ha governato tutte le precedenti.

Sarà una prova modesta, una soglia di fatturato in una circolare valutaria. Ma per tutto il periodo studiato è su soglie di questo genere che si è deciso quali imprese straniere potessero sostenere da sole il costo di restare in Cina, e quali dovessero farlo pagare a un altro bilancio.

Bibliografia

Tutti gli indirizzi web sono stati verificati per l'ultima volta il 15 settembre 2026.

Fonti in lingue occidentali

AL JAZEERA (2023) 'China fines Mintz \$1.5m for "unapproved" work after raids on Beijing office', *Al Jazeera*, 22 agosto. Disponibile all'indirizzo: <https://www.aljazeera.com/economy/2023/8/22/china-fines-mintz-1-5m-for-unapproved-work-after-raids-on-beijing-office>

AL JAZEERA (2025) 'China jails Japanese businessman for espionage, embassy says', *Al Jazeera*, 16 luglio. Disponibile all'indirizzo: <https://www.aljazeera.com/news/2025/7/16/china-jails-japanese-businessman-for-espionage-embassy-says>

ALDASORO, I., HARDY, B., VON PETER, G. e WOOLDRIDGE, P. (2026) 'International finance through the lens of BIS statistics: offshore activity', *BIS Quarterly Review*, marzo 2026, pp. 81-97.

ALLEN, F., QIAN, J., ZHANG, C. e ZHAO, M. (2012) 'China's Financial System: Opportunities and Challenges', *NBER Working Paper*, n. 17828. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

AMERICAN CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA [AMCHAM CHINA] (2026) *2026 China Business Climate Survey Report*, 16 gennaio. Pechino: American Chamber of Commerce in China. Disponibile all'indirizzo: <https://www.amchamchina.org/wp-content/uploads/2026/01/BCS2026.pdf>

AMSTAD, M. e HE, Z. (2019) 'Chinese Bond Market and Interbank Market', *NBER Working Paper*, n. 25549. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

ARRANGEMENT (2006) *Arrangement between the Mainland of China and the Hong Kong Special Administrative Region for the Avoidance of Double Taxation and the Prevention of Fiscal Evasion with respect to Taxes on Income*, firmato a Hong Kong il 21 agosto 2006, testo consolidato comprensivo dei cinque protocolli. Disponibile all'indirizzo: https://www.ird.gov.hk/eng/pdf/Consolidated_Text_Mainland_HKSAR.pdf

BAI, M., CAI, J. e QIN, Y. (2021) 'Ownership discrimination and private firms financing in China', *Research in International Business and Finance*, 57.

- BAO, Q., WANG, Y. e XIE, H. (2019) 'From honeymoon to divorce: institution quality and foreign investors' ownership consolidation in China', *Economic Inquiry*, 57(1), pp. 372-390.
- BASF (2023) *BASF signs bank term loan facility for Zhanjiang Verbund site*, comunicato stampa P-23-366, 23 novembre. Ludwigshafen: BASF SE.
- BASF (2026) *BASF inaugurates its Verbund site in Zhanjiang, China*, comunicato stampa, 26 marzo. Ludwigshafen: BASF SE.
- BASIC LAW (1990) *Basic Law of the Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China*, adottata dalla Settima Assemblea nazionale del popolo il 4 aprile 1990, in vigore dal 1° luglio 1997. Hong Kong: Department of Justice.
- BELL, R. G., FILATOTCHEV, I. e RASHEED, A. A. (2012) 'The liability of foreignness in capital markets: sources and remedies', *Journal of International Business Studies*, 43(2), pp. 107-122.
- BIAN, Y. (2013) *The Increasing Significance of Guanxi in China's Transitional Economy*. 41st Annual Sorokin Lecture. Saskatoon: University of Saskatchewan. Disponibile all'indirizzo: <https://artsandscience.usask.ca/sociology/documents/41st-annual-sorokin-lecture.pdf>
- BICKENBACH, F., DOHSE, D., LANGHAMMER, R. J. e LIU, W.-H. (2024) 'Foul Play? On the Scale and Scope of Industrial Subsidies in China', *Kiel Policy Brief*, n. 173. Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- BLOOMBERG (2023) 'China foreign investment gauge turns negative for first time', *Bloomberg*, 3 novembre.
- BRANDT, L. e LI, H. (2003) 'Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives?', *Journal of Comparative Economics*, 31(3), pp. 387-413.
- BRUSSEE, V. e VON CARNAP, K. (2023) 'Amended anti-espionage law aims to curate China's own narrative', *MERICs Comment*, 25 maggio. Berlino: Mercator Institute for China Studies. Disponibile all'indirizzo: <https://merics.org/en/comment/amended-anti-espionage-law-aims-curate-chinas-own-narrative>
- CALHOUN, G. (2021) 'Beijing Embraces Moral Hazard: The Huarong Bailout Was The Right Move', *Forbes*, 23 agosto. Disponibile all'indirizzo: <https://www.forbes.com>
- CAMERA DI COMMERCIO ITALIANA IN CINA [CCIC] (2026) *Business Sentiment Report 2026*. Pechino: China-Italy Chamber of Commerce.

- CAO, Y., FISMAN, R., LIN, H. e WANG, Y. (2023) 'SOEs and soft incentive constraints in state bank lending', *American Economic Journal: Economic Policy*, 15(1), pp. 174-195.
- CHAN, C. M. e DU, J. (2022) 'Formal institution deficiencies and informal institution substitution: MNC foreign ownership choice in emerging economy', *Journal of Business Research*, 142, pp. 744-761.
- CHEN, C. C., CHEN, X.-P. e HUANG, S. (2013) 'Chinese guanxi: an integrative review and new directions for future research', *Management and Organization Review*, 9(1), pp. 167-207.
- CHEN, D. e DEAKIN, S. (2021) 'When formal finance meets the informal: the case of Wenzhou', *Journal of Banking Regulation*, 22(3), pp. 208-218.
- CHINA DAILY (2025) 'GAC Fiat Chrysler declared bankrupt after years of decline', *China Daily*, 14 luglio.
- CHORZEMPA, M. (2024) 'Why Chinese Fintechs Have Failed to Reshuffle International Finance', *Ifri Memos*, Institut français des relations internationales [Ifri], 4 marzo. Disponibile all'indirizzo: https://www.ifri.org/sites/default/files/migrated_files/documents/atoms/files/ifri_chorzempa_chinese_fintechs_2024.pdf
- CHORZEMPA, M. e VÉRON, N. (2023) 'Will China's new financial regulatory reform be enough to meet the challenges?', *Bruegel Policy Brief*, 28 marzo. Bruxelles: Bruegel.
- CHUNG, H. F. L. (2011) 'Market orientation, guanxi, and business performance', *Industrial Marketing Management*, 40(4), pp. 522-533.
- CMS (2020) *An Overview on Cash Pooling in China*, CMS Legal Update, 3 dicembre. Disponibile all'indirizzo: <https://cms.law/en/chn/legal-updates/an-overview-on-cash-pooling-in-china>
- CNBC (2016) 'Chinese police bust \$7.6B Ponzi scheme at P2P lender Ezubao', *CNBC*, 1 febbraio. Disponibile all'indirizzo: <https://www.cnbc.com/2016/02/01/chinese-police-bust-76b-ponzi-scheme-at-p2p-lender-ezubao.html>
- CNN (2023) 'Chinese police question staff at US consultancy's Shanghai office', *CNN Business*, 26 aprile. Disponibile all'indirizzo: <https://www.cnn.com/2023/04/26/business/bain-shanghai-china-questioning-intl-hnk/index.html>
- CNN (2025) 'Why China is blacklisting Calvin Klein and Tommy Hilfiger after Trump's tariffs', *CNN Business*, 5 febbraio.

- COFACE (2025) *China Corporate Payment Survey 2025*. Parigi: Coface. Disponibile all'indirizzo: <https://www.coface.com/news-economy-and-insights/china-longer-payment-terms-helped-mitigate-increases-in-payment-delays>
- CONG, L. W., GAO, H., PONTICELLI, J. e YANG, X. (2019) 'Credit allocation under economic stimulus: evidence from China', *Review of Financial Studies*, 32(9), pp. 3412-3460.
- CÔTÉ, C. e HU, H. H. (2025) 'Understanding the uniqueness of emerging markets and their firms: institutional voids-based dynamic capabilities in the Chinese automotive sector', *AIB Insights*, 25(3).
- CULL, R., LI, W., SUN, B. e XU, L. C. (2015) 'Government connections and financial constraints: evidence from a large representative sample of Chinese firms', *Journal of Corporate Finance*, 32, pp. 271-294.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., KLAPPER, L., SINGER, D. e ANSAR, S. (2022) *The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19*. Washington, DC: World Bank.
- DICKINSON, S. M. (2007) 'Danone v. Wahaha', *China Economic Review*, settembre. Disponibile all'indirizzo: <https://chinaeconomicreview.com/danone-v-wahaha/>
- DING, H., FANG, H., LIN, S. e SHI, K. (2020) 'Equilibrium consequences of corruption on firms: evidence from China's anti-corruption campaign', *NBER Working Paper*, n. 26656. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- DING, H., HU, Y., KIM, K. A. e XIE, M. (2023) 'Relationship-based debt financing of Chinese private sector firms: the role of social connections to banks versus political connections', *Journal of Corporate Finance*, 78, articolo 102335.
- DIPIPPO, G., MAZZOCCO, I. e KENNEDY, S. (2022) *Red Ink: Estimating Chinese Industrial Policy Spending in Comparative Perspective*. Washington, DC: Center for Strategic and International Studies.
- DOLLAR, D. e WEI, S. J. (2007) 'Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China', *IMF Working Paper*, n. WP/07/9. Washington, DC: International Monetary Fund.
- DU, Y., LI, W. e WANG, X. (2026) 'The impact of foreign bank deregulation on firm performance: evidence from China', *Economica*, 93, pp. 677-704.

- EHLERS, T., KONG, S. e ZHU, F. (2018) 'Mapping shadow banking in China: structure and dynamics', *BIS Working Papers*, n. 701. Basilea: Bank for International Settlements.
- EU SME CENTRE e EUROPEAN UNION CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA [EU SME CENTRE e EUROPEAN CHAMBER] (2025) *Survey Key Findings: Information Gathering Survey for the 2025/2026 Inter-Chamber SME WG Position Paper*, 26 maggio. Pechino: EU SME Centre.
- EUROPEAN UNION CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA [EUROPEAN CHAMBER] (2025) *European Business in China Position Paper 2025/2026*. Pechino: European Union Chamber of Commerce in China.
- EUROPEAN UNION CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA [EUROPEAN CHAMBER] (2026) *European Business in China Business Confidence Survey 2026*, maggio. Pechino: European Union Chamber of Commerce in China.
- EUROPEAN UNION CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA e MERICS (2023) *China's Innovation Ecosystem: The localisation dilemma*, aprile. Pechino: European Union Chamber of Commerce in China.
- FAN, Y. (2002a) 'Questioning guanxi: definition, classification and implications', *International Business Review*, 11(5), pp. 543-561.
- FAN, Y. (2002b) 'Guanxi's consequences: personal gains at social cost', *Journal of Business Ethics*, 38(4), pp. 371-380.
- FANG, H. (2023) 'Measurements, determinants and causes of corruption: lessons from China's anti-corruption campaign', *NBER Working Paper*, n. 31276. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- FIRTH, M., LIN, C. e WONG, S. M. L. (2008) 'Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: evidence from China', *Journal of Corporate Finance*, 14(5), pp. 642-653.
- FORBES (2009) 'Danone gives up China fight', *Forbes*, 30 settembre. Disponibile all'indirizzo: <https://www.forbes.com/2009/09/30/danone-wahaha-dispute-markets-business-trademark.html>
- FROST, J., GAMBACORTA, L., HUANG, Y., SHIN, H. S. e ZBINDEN, P. (2019) 'BigTech and the changing structure of financial intermediation', *BIS Working Papers*, n. 779. Basilea: Bank for International Settlements.

- FTSE RUSSELL (2025) *China's dim sum bond market booms again*, FTSE Russell Insights, 18 luglio. Londra: London Stock Exchange Group.
- GUARIGLIA, A. e PONCET, S. (2008) 'Could financial distortions be no impediment to economic growth after all? Evidence from China', *Journal of Comparative Economics*, 36(4), pp. 633-657.
- GUTHRIE, D. (1998) 'The declining significance of guanxi in China's economic transition', *The China Quarterly*, 154, pp. 254-282.
- HAENLE, P. (2018) 'China's Deleveraging Overshadows Trade War', *Teneo*, 16 novembre. Disponibile all'indirizzo: <https://www.teneo.com/insights/articles/chinas-deleveraging-overshadows-trade-war/>
- HE, D. e WANG, H. (2012) 'Dual-track interest rates and the conduct of monetary policy in China', *China Economic Review*, 23(4), pp. 928-947.
- HELLO GROUP INC. (2025) *Annual Report on Form 20-F for the Fiscal Year Ended December 31, 2024*. Pechino: Hello Group Inc. Depositato presso la US Securities and Exchange Commission.
- HÉRICOURT, J. e PONCET, S. (2009) 'FDI and credit constraints: firm-level evidence from China', *Economic Systems*, 33(1), pp. 1-21.
- HONG KONG MONETARY AUTHORITY (2025) *Half-Yearly Monetary and Financial Stability Report, September 2025*. Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority.
- HONG KONG MONETARY AUTHORITY (2026) *Monthly Statistical Bulletin: Mainland-Related Lending by Type of Borrowers*, tabella T031303, serie trimestrale. Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority.
- HSIEH, C.-T. e KLENOW, P. J. (2009) 'Misallocation and manufacturing TFP in China and India', *Quarterly Journal of Economics*, 124(4), pp. 1403-1448.
- HUANG, R. H. (2015) 'The Regulation of Shadow Banking in China: International and Comparative Perspectives', *Banking & Finance Law Review*, 30(3), pp. 481-503.
- HUANG, T. e HE, W. (2024) *Politics Meets Markets: Laws and Regulations of China's Financial Markets*. Singapore: Springer.

- HUANG, YASHENG (2003) *Selling China: Foreign Direct Investment during the Reform Era*. Cambridge: Cambridge University Press.
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION e NATIONAL ASSOCIATION OF FINANCIAL MARKET INSTITUTIONAL INVESTORS [ICMA e NAFMII] (2017) *The Panda Bond Market and Perspectives of Foreign Issuers*. Zurigo e Pechino: ICMA e NAFMII.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [IMF] (2019) *People's Republic of China: Selected Issues*. IMF Country Report n. 19/267. Washington, DC: International Monetary Fund.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [IMF] (2026a) *People's Republic of China: 2025 Article IV Consultation*, IMF Country Report n. 26/044. Washington, DC: International Monetary Fund.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [IMF] (2026b) *People's Republic of China. Hong Kong Special Administrative Region: 2026 Article IV Consultation Discussions. Press Release and Staff Report*, IMF Country Report n. 26/114. Washington, DC: International Monetary Fund.
- JIANG, X. e PACKER, F. (2017) 'Credit ratings of domestic and global agencies: What drives the differences in China and how are they priced?', *BIS Working Papers*, n. 648. Basilea: Bank for International Settlements.
- JIAO, Y. e JI, K. (2025) 'Is Declining FDI into China a Cause for Concern?', *AMRO Analytical Note, China Economic Insights*, 7 aprile. Singapore: ASEAN+3 Macroeconomic Research Office.
- KHANNA, T. e PALEPU, K. (1997) 'Why focused strategies may be wrong for emerging markets', *Harvard Business Review*, 75(4), pp. 41-51.
- KORNAL, J. (1986) 'The Soft Budget Constraint', *Kyklos*, 39(1), pp. 3-30.
- KPMG (2014) *An Overview of New PRC GAAP: Differences between Old and New PRC GAAP and its Convergence with IFRS*. Hong Kong: KPMG China.
- KPMG CHINA (2025) *2025 MNC China Outlook Report*, novembre. Hong Kong: KPMG China.
- LAM, W. R., SCHIPKE, A., TAN, Y. e TAN, Z. (2017) 'Resolving China's Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity', *IMF Working Paper*, n. WP/17/266. Washington, DC: International Monetary Fund.
- LARDY, N. R. (1998) *China's Unfinished Economic Revolution*. Washington, DC: Brookings Institution Press.

- LARDY, N. R. (2008) 'Financial Repression in China', *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, n. PB08-8. Washington, DC: PIIE.
- LARDY, N. R. (2019) 'China's Private Firms Continue to Struggle', *PIIE China Economic Watch*, 4 giugno. Disponibile all'indirizzo: <https://www.piie.com/blogs/china-economic-watch/chinas-private-firms-continue-struggle>
- LEGARDA, H., ARCESATI, R., IMPIOMBATO, D. e MISCHER, A. (2025) *MERICS Top China Risks 2026*. MERICS China Security and Risk Tracker, 11 dicembre. Berlino: Mercator Institute for China Studies. Disponibile all'indirizzo: <https://merics.org/en/tracker/merics-top-china-risks-2026>
- LI, B., WANG, Z. e ZHOU, H. (2022) 'China's anti-corruption campaign and credit reallocation from SOEs to non-SOEs', *PBCSF-NIFR Research Paper*, n. 17-01.
- LI, T., LIN, F., ZHOU, M. e ZHU, T. (2025) 'Prevalence of state-owned enterprise and entry mode choice of foreign firms: evidence from China', *Economics of Transition and Institutional Change*, 33(3), pp. 647-665.
- LIN, J. Y., CAI, F. e LI, Z. (2003) *The China Miracle: Development Strategy and Economic Reform*. Hong Kong: Chinese University Press.
- MANOVA, K., WEI, S. J. e ZHANG, Z. (2015) 'Firm exports and multinational activity under credit constraints', *Review of Economics and Statistics*, 97(2), pp. 574-588.
- MINISTRY OF COMMERCE e NATIONAL DEVELOPMENT AND REFORM COMMISSION [MOFCOM e NDRC] (2025) *2025 Action Plan for Stabilizing Foreign Investment*. Pechino: General Office of the State Council. Disponibile all'indirizzo: https://english.mofcom.gov.cn/Policies/ForeignInvestmentAdministration/art/2025/art_cf7fc241d17f42768849fc2837cd3715.html
- MINISTRY OF COMMERCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA [MOFCOM] (2024) *Statistical Bulletin of FDI in China 2023*. Pechino: Ministry of Commerce of the People's Republic of China. Disponibile all'indirizzo: <https://fdi.mofcom.gov.cn/resource/pdf/2024/03/14/564085296c88430c98e426696f3751e1.pdf>
- MO, Y. K. (1999) 'A review of recent banking reforms in China', *BIS Policy Papers*, n. 7, pp. 90-109. Basilea: Bank for International Settlements.
- NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA [NBS] (2018) *China Statistical Yearbook 2018*. Pechino: China Statistics Press.

- NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA [NBS] e PEOPLE'S BANK OF CHINA [PBOC] (2024) *China Statistical Yearbook 2024*, tavole 18-3 'Statistics on Aggregate Financing to the Real Economy (Flow) and Composition', 18-11 'Balance Sheet of Other Depository Corporations' e 18-12 'Balance Sheet of Foreign-funded Banks'. Pechino: China Statistics Press. Disponibile all'indirizzo: <https://www.stats.gov.cn/sj/ndsj/2024/html/E18-03.jpg>
- NORTH, D. C. (1990) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT [OECD] (2026) *OECD MAGIC Database of Industrial Subsidies*. Parigi: OECD Publishing.
- PALAN, R., SOARES DE OLIVEIRA, R., WANG, Y. e WEI, X. (2026) 'Offshore finance as statecraft: unpacking the strategic use of OFCs by Chinese capital', *Socio-Economic Review*, pubblicazione anticipata online, mwag033. DOI: 10.1093/ser/mwag033.
- PONCET, S., STEINGRESS, W. e VANDENBUSSCHE, H. (2010) 'Financial constraints in China: firm-level evidence', *China Economic Review*, 21(3), pp. 411-422.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS [PWC] (2013) *Foreign Banks in China*.
- PUBLIC COMPANY ACCOUNTING OVERSIGHT BOARD [PCAOB] (2022) 'PCAOB Secures Complete Access to Inspect, Investigate Chinese Firms for First Time in History', Washington, DC, 15 dicembre. Disponibile all'indirizzo: <https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/pcaob-secures-complete-access-to-inspect-investigate-chinese-firms-for-first-time-in-history>
- QIAN, Z., ZHANG, J. e CHEN, Q. (2025) 'Estimating round-tripping FDI from firm-level data in China', *International Studies of Economics*, 20(2), pp. 138-152.
- QIN, D., XU, Z. e ZHANG, X. (2014) 'How much informal credit lending responded to monetary policy in China? The case of Wenzhou', *Journal of Asian Economics*, 31-32, pp. 22-31.
- ROLLET, C. (2021) 'How the PRC Blocked Out Foreign Tech Products Claiming Security Risks', *IPVM Public Report*, 27 ottobre. Disponibile all'indirizzo: <https://ipvm.com/reports/prc-secure-control>
- RUAN, J., LU, Y. e RUAN, S. (2026) 'Trust chains and the resilience of patronage networks: the use of indirect guanxi under anti-corruption', *Journal of Contemporary China*. DOI: 10.1080/10670564.2026.2639982.

- SACE (2024) *Nuova Push Strategy da 200 milioni di euro a supporto dell'export delle PMI italiane in Cina*, comunicato stampa, 2 luglio. Roma: SACE S.p.A.
- SACE (2026) *Risultati 2025: mobilitati 66 miliardi di euro a supporto di export e crescita delle imprese italiane*, comunicato stampa, 1 aprile. Roma: SACE S.p.A.
- SAFEGUARD DEFENDERS (2023) *Trapped: China's Expanding Use of Exit Bans*. Madrid: Safeguard Defenders.
- SAFEGUARD DEFENDERS (2026) 'New rules give China more excuses to enforce exit bans on foreigners', 5 maggio. Disponibile all'indirizzo: <https://safeguarddefenders.com/en/blog/new-rules-give-china-more-excuses-enforce-exit-bans-foreigners>
- SALOMON, R. e WU, Z. (2012) 'Institutional distance and local isomorphism strategy', *Journal of International Business Studies*, 43(4), pp. 343-367.
- SHELDON, H., WEZEL, T. e FU, Z. (2024) 'Determinants of Zombie Banks in Emerging Markets and Developing Economies', *IMF Working Paper*, n. WP/24/36. Washington, DC: International Monetary Fund.
- SIMEST (2025a) *Direttive della Sezione Crescita del Fondo 394/1981*, approvate dal Comitato Agevolazioni il 19 marzo 2025. Roma: SIMEST S.p.A.
- SIMEST (2025b) *Gli strumenti SIMEST per la crescita internazionale delle imprese italiane*, aprile. Roma: SIMEST S.p.A.
- SONG, Z. e XIONG, W. (2018) 'Risks in China's financial system', *Annual Review of Financial Economics*, 10, pp. 261-286.
- SONG, Z., STORESLETTEN, K. e ZILIBOTTI, F. (2011) 'Growing like China', *American Economic Review*, 101(1), pp. 196-233.
- SOUTH CHINA MORNING POST (2014) 'GlaxoSmithKline hit with record 3b yuan fine for bribing Chinese doctors', *South China Morning Post*, 19 settembre. Disponibile all'indirizzo: <https://www.scmp.com/news/china/article/1596109/glaxosmithkline-hit-record-3b-yuan-fine-bribing-chinese-doctors>
- S&P GLOBAL (CHINA) RATINGS (2025) *China Panda Bonds Market Overview 2025*, 25 agosto. Pechino: S&P Global (China) Ratings.

- STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE [SAFE] (2023) *Balance of Payments and International Investment Position, terzo trimestre 2023*. Pechino: SAFE. Disponibile all'indirizzo: <https://www.safe.gov.cn/en/2023/1229/2170.html>
- STATE COUNCIL OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA [STATE COUNCIL] (2025) 'State-owned lenders to better serve private firms', *english.www.gov.cn*, 2 aprile. Disponibile all'indirizzo: https://english.www.gov.cn/news/202504/02/content_WS67ecdba9c6d0868f4e8f1644.html
- STIGLITZ, J. E. e WEISS, A. (1981) 'Credit rationing in markets with imperfect information', *The American Economic Review*, 71(3), pp. 393-410.
- SUN, C., XU, J. e ZHANG, Y. (2018) 'Anti-corruption and bank lending'. Working paper. Pechino: Guanghai School of Management, Peking University. Disponibile all'indirizzo: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/277631528721196341-0050022018/render/SXZAnticorruption0415.pdf>
- TAUSSIG, M. (2017) 'Foreignness as both a global asset and a local liability: how host country idiosyncrasies and business activities matter', *Journal of International Business Studies*, 48(4), pp. 498-522.
- TESLA (2019) *Current Report on Form 8-K*, 1 marzo. Washington, DC: US Securities and Exchange Commission.
- THE ASAHI SHIMBUN (2021) 'Ex-Huarong general manager indicted for corruption', *The Asahi Shimbun*, 24 gennaio.
- TURRIN, R. (2021) *Cashless: China's Digital Currency Revolution*. Silver Spring, MD: Authority Publishing.
- US DEPARTMENT OF STATE (2025) *2025 Investment Climate Statement: China*. Washington, DC: US Department of State.
- US-CHINA BUSINESS COUNCIL [USCBC] (2025) *Member Survey 2025*. Washington, DC: US-China Business Council. Disponibile all'indirizzo: <https://www.uschina.org/wp-content/uploads/2025/07/2025-Member-Survey-EN-1.pdf>
- US-CHINA BUSINESS COUNCIL [USCBC] (2026) *Member Survey 2026*. Washington, DC: US-China Business Council. Disponibile all'indirizzo: <https://www.uschina.org/wp-content/uploads/2026/06/Member-Survey-2026-EN-1.pdf>

- WANG, J., SHEN, Y. e HUANG, Y. (2016) 'Evaluating the regulatory scheme for internet finance in China: the case of peer-to-peer lending', *China Economic Journal*, 9(3), pp. 272-287.
- WANG, P. e YAN, X. (2020) 'Bureaucratic slack in China: the anti-corruption campaign and the decline of patronage networks in developing local economies', *The China Quarterly*, 243, pp. 611-634.
- WORLD BANK (2012) *Enterprise Surveys: China 2012 Country Profile*. Washington, DC: World Bank Group.
- WORLD BANK (2014) *Financial Sector Assessment Program: People's Republic of China*. Washington, DC: World Bank.
- WORLD BANK (2020) *Doing Business 2020 — Economy Profile: China*. Washington, DC: World Bank.
- WORLD BANK (2024) *Enterprise Surveys: China 2024 Country Profile*. Washington, DC: World Bank Group.
- WORLD JUSTICE PROJECT (2025) *Rule of Law Index 2025*. Washington, DC: World Justice Project.
- WRIGHT, L. (2023) *Grasping Shadows: The Politics of China's Deleveraging Campaign*. Washington, DC: Center for Strategic and International Studies. Disponibile all'indirizzo: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/2023-04/230410_Wright_Grasping_Shadows.pdf
- WU, D. (2023) 'Where guanxi matters: the modern Chinese financial sector', *China Business Knowledge*, CUHK Business School, 23 novembre. Disponibile all'indirizzo: <https://cbk.bschool.cuhk.edu.hk/research-whitepapers/where-guanxi-matters-the-modern-chinese-financial-sector/>
- WU, Z. e SALOMON, R. (2016) 'Does imitation reduce the liability of foreignness? Linking distance, isomorphism, and performance', *Strategic Management Journal*, 37(12), pp. 2441-2462.
- XIAO, G. (2004) 'Round-Tripping Foreign Direct Investment in the People's Republic of China: Scale, Causes and Implications', *ADB Research Policy Brief*, n. 10. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- XIN, K. R. e PEARCE, J. L. (1996) 'Guanxi: connections as substitutes for formal institutional support', *Academy of Management Journal*, 39(6), pp. 1641-1658.

- XINHUA (2018) 'China focus: Xi assures private enterprises of unswerving support', *XinhuaNet*, 1 novembre.
- XU, C. (2011) 'The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development', *Journal of Economic Literature*, 49(4), pp. 1076-1151.
- YANG, M. M. (1994) *Gifts, Favors, and Banquets: The Art of Social Relationships in China*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- YANG, M. M. (2002) 'The resilience of guanxi and its new deployments: a critique of some new guanxi scholarship', *The China Quarterly*, 170, pp. 459-476.
- YEUNG, G. (2009) 'How banks in China make lending decisions', *Journal of Contemporary China*, 18(59), pp. 285-302.
- ZENG, K., XU, Y. e XIE, Z. (2023) 'Local sourcing embeddedness, manufacturing relocation, and firm attitudes toward the US-China trade war: a survey analysis of China-based MNC subsidiaries', *Business and Politics*, 25(2), pp. 91-116.
- ZENG, Y. e ZHANG, J. (2015) 'Loan accessibility for foreign-invested enterprises in China', *China Journal of Accounting Studies*, 3(2), pp. 158-179.
- ZENGLEIN, M. J. e KÄRNFELT, M. (2020) 'Financial Hub at Risk: How China's Reaction to Protests Jeopardizes Hong Kong's Status', *MERICCS China Monitor*, 22 gennaio. Berlino: Mercator Institute for China Studies.
- ZHANG, Y., FANG, M., JIANG, T. e NIE, H. (2016) 'Contractual hazard, political hazard and FDI ownership structure in joint-venture enterprises in China', *Review of Development Economics*, 20(1), pp. 14-24.

Fonti in lingua cinese

- CHINA BANKING REGULATORY COMMISSION [CBRC] (2018) *Guanyu jinyibu jiaqiang shangye yinhang xiaowei qiye shouxin jinzhi mianze gongzuo de tongzhi* 关于进一步加强商业银行小微企业授信尽职免责工作的通知 (Avviso sul rafforzamento dell'esenzione da responsabilità per diligenza nel credito delle banche commerciali alle micro e piccole imprese). Pechino: CBRC.

HUANG Yiping 黄益平 (2015) 'Zhongguo jinrongye duiwai kaifang de daotui' 中国金融业对外开放的倒退 (La regressione dell'apertura del settore finanziario cinese), Beijing daxue guojia fazhan yanjiuyuan, 26 febbraio. Disponibile all'indirizzo: <https://www.nsd.pku.edu.cn/sylm/gd/258600.htm>

LEGGE SUGLI INVESTIMENTI ESTERI DELLA REPUBBLICA POPOLARE CINESE (2019) *Zhonghua renmin gongheguo waishang touzi fa* 中华人民共和国外商投资法. Approvata dalla II sessione della XIII Assemblea nazionale del popolo il 15 marzo 2019, promulgata con Ordine del Presidente n. 26, in vigore dal 1° gennaio 2020. Disponibile all'indirizzo: https://english.www.gov.cn/services/investment/202102/24/content_WS6035aa38c6d0719374af9609.html

LEGGE SULLA SICUREZZA NAZIONALE DELLA REPUBBLICA POPOLARE CINESE (2015) *Zhonghua renmin gongheguo guojia anquan fa* 中华人民共和国国家安全法. Approvata dal Comitato permanente dell'Assemblea nazionale del popolo il 1° luglio 2015. Disponibile all'indirizzo: http://www.gov.cn/zhengce/2015-07/01/content_2893902.htm

LEGGE SULL'IMPOSTA SUL REDDITO D'IMPRESA DELLA REPUBBLICA POPOLARE CINESE (2007) *Zhonghua renmin gongheguo qiye suodeshui fa* 中华人民共和国企业所得税法. Approvata dalla V sessione della X Assemblea nazionale del popolo, 16 marzo 2007, in vigore dal 1° gennaio 2008. Disponibile all'indirizzo: https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/2007zcfb/200805/t20080519_26016.htm

PEOPLE'S BANK OF CHINA [PBOC] (2022) *Guanyu tuidong jianli jinrong fuwu xiaowei qiye gan dai yuan dai neng dai hui dai changxiao jizhi de tongzhi* 关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知 (Avviso sulla creazione di un meccanismo di lungo periodo perché le banche osino, vogliano, possano e sappiano prestare alle micro e piccole imprese). Pechino: PBOC.

PEOPLE'S BANK OF CHINA [PBOC] (2025) *2025 nian di yi jidu Zhongguo huobi zhengce zhixing baogao* 2025年第一季度中国货币政策执行报告 (Rapporto sull'attuazione della politica monetaria cinese, primo trimestre 2025), 9 maggio. Disponibile all'indirizzo: <https://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2025092212554878966/index.html>

PEOPLE'S BANK OF CHINA e STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE [PBOC e SAFE] (2021) *Guanyu tiaozheng qiye kuajing rongzi hongguan shenshen tiaojie canshu de tongzhi*

关于调整企业跨境融资宏观审慎调节参数的通知 (Avviso sull'adeguamento del parametro macroprudenziale per il finanziamento transfrontaliero delle imprese), 7 gennaio. Disponibile all'indirizzo: <http://m.safe.gov.cn/safe/2021/0107/18011.html>

PEOPLE'S BANK OF CHINA e STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE [PBOC e SAFE] (2022) 'Renmin yinhang, Waihuiju shangtiao kuajing rongzi hongguan shenshen tiaojie canshu' 人民银行、外汇局上调跨境融资宏观审慎调节参数 (La Banca del Popolo e l'Amministrazione dei cambi innalzano il parametro macroprudenziale per il finanziamento transfrontaliero), 25 ottobre. Disponibile all'indirizzo: <https://www.safe.gov.cn/safe/2022/1025/21609.html>

PEOPLE'S BANK OF CHINA e STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE [PBOC e SAFE] (2025) *Guanyu kuaguo gongsi benwaibi yitihua zijinchi yewu youguan shiyi de tongzhi* 关于跨国公司本外币一体化资金池业务有关事宜的通知 (Circolare sulle questioni relative ai pool di liquidità integrati in valuta e renminbi dei gruppi multinazionali), Yinfa [2025] n. 251, 26 dicembre. Pechino.

PEOPLE'S BANK OF CHINA e STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE [PBOC e SAFE] (2026) *Guanyu kuaguo gongsi benwaibi kuajing zijin jizhong yunying yewu youguan shiyi de tongzhi* 关于跨国公司本外币跨境资金集中运营业务有关事宜的通知 (Circolare sulle questioni relative alla gestione accentrata transfrontaliera in valuta e renminbi dei gruppi multinazionali), Yinfa [2026] n. 163, 14 agosto, in vigore dal 14 settembre 2026. Pechino.

PEOPLE'S DAILY ONLINE (2014) 'Li Keqiang: fazhan rongzi danbao, pojie xiaowei qiye he "sannong" rongzi nan rongzi gui' 李克强：发展融资担保 破解小微企业和“三农”融资难融资贵 (Li Keqiang: sviluppare le garanzie per superare la difficoltà e il costo del finanziamento delle micro e piccole imprese e dei «tre settori rurali»), *Renmin wang*, 18 dicembre. Disponibile all'indirizzo: <https://cpc.people.com.cn/n/2014/1218/c64094-26235274.html>

QIUSHI 求是 (2025) 'Shenru zhengzhi "neijuanshi" jingzheng' 深入整治“内卷式”竞争 (Contrastare in profondità la concorrenza «involutiva»), 15 dicembre. Disponibile all'indirizzo: <https://www.qstheory.cn/20251215/751a868db026484894e7eabb2dbc5e23/c.html>

STATE ADMINISTRATION OF FOREIGN EXCHANGE [SAFE] (2024) *Ziben xiangmu waihui yewu zhiyin* (2024 nian ban) 资本项目外汇业务指引 (2024年版) (Guida alle operazioni in valuta del conto capitale, edizione 2024). Pechino: State Administration of Foreign Exchange.

STATE ADMINISTRATION OF TAXATION (2018) *Guanyu shuishou xieding zhong "shouyi suoyouren" youguan wenti de gonggao* 关于税收协定中「受益所有人」有关问题的公告 (Comunicazione sulle questioni relative al «beneficiario effettivo» nelle convenzioni fiscali), Guojia shuiwu zongju gonggao 2018 nian di 9 hao, 3 febbraio, in vigore dal 1° aprile 2018. Pechino.

STATE COUNCIL INFORMATION OFFICE (2025) 'Guowuyuan xinwenban jiu 2025 nian shangbannian huobi xindai zhengce zhixing ji jinrong tongji shuju qingkuang juxing fabuhui' 国务院新闻办就2025年上半年货币信贷政策执行及金融统计数据情况举行发布会 (Conferenza stampa dell'Ufficio informazioni del Consiglio di Stato sulla politica monetaria e creditizia e sui dati finanziari del primo semestre 2025), 14 luglio. Disponibile all'indirizzo: https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202507/content_7032028.htm

WEI Qijia 魏琪嘉 (2025) 'Zonghe zhengzhi "neijuanshi" jingzheng' 综合整治“内卷式”竞争 (Contrastare in modo integrato la concorrenza «involutiva»), *Jiefang ribao*, ripubblicato da Guojia fazhan he gaige weiyuanhui, 14 luglio. Disponibile all'indirizzo: https://www.ndrc.gov.cn/wsdwhfz/202507/t20250714_1399160.html

XI Jinping 习近平 (2013) 'Ba quanli guan jin zhidu de longzi li' 把权力关进制度的笼子里 (Rinchiudere il potere nella gabbia delle istituzioni), discorso alla II sessione plenaria della XVIII Commissione centrale per l'ispezione disciplinare, 22 gennaio. Ripreso da Xinhua News Agency. Disponibile all'indirizzo: https://www.chinadaily.com.cn/china/2013-01/22/content_16157513.htm

Glossario

Pinyin	Caratteri	Traduzione o descrizione
Bái Tiānhuī	白天辉	dirigente del gruppo Huarong
Bāoshāng Yínháng	包商银行	Baoshang Bank
<i>bǎ quánlì guān jìn zhìdù de lóngzi lǐ</i>	把权力关进制度的笼子里	«chiudere il potere nella gabbia delle istituzioni»
<i>bā xiàng guīdìng</i>	八项规定	«otto regole», disposizioni del 2012 contro lo sperpero dei funzionari
<i>bù gǎn fǔ</i>	不敢腐	«non osare corrompere»
<i>Běijīng</i>	北京	Pechino
Chéngdū	成都	capoluogo del Sichuan
Dèng Xiǎopíng	邓小平	
Èzūbǎo	e租宝	piattaforma di prestito P2P (Ezubao)
<i>fǎnchéng tóuzī</i>	返程投资	«investimento di ritorno»
<i>gǎigé kāifàng</i>	改革开放	«riforma e apertura»
<i>gǎn dài, yuàn dài, néng dài, huì dài</i>	敢贷、愿贷、能贷、会贷	«osare prestare, voler prestare, poter prestare, saper prestare»
<i>gāngxìng duìfù</i>	刚性兑付	«rimborso rigido»
<i>gǎnqíng</i>	感情	sentimento, legame affettivo fra amici
<i>gǎohǎo shāngyè guānxi</i>	搞好商业关系	«coltivare buone relazioni d'affari»
Guǎngdōng	广东	
<i>guānxi</i>	关系	«relazione», rete di relazioni personali
<i>guó jìn mín tuì</i>	国进民退	«lo Stato avanza, il privato arretra»
Hángzhōu	杭州	
<i>hézī qǐyè</i>	合资企业	«impresa a capitale misto», joint venture
Hong Kong	香港	Xiānggǎng

<i>hòumén</i>	后门	«porta di servizio»
Huáng Yìpíng	黄益平	
Huáróng	华融	China Huarong Asset Management
Húnán	湖南	
Jiāngsū	江苏	
Jīnán	济南	capoluogo dello Shandong
<i>jìnzhí miǎnzé</i>	尽职尽责	«esenzione da responsabilità per diligenza»
Jīnzhōu Yínháng	锦州银行	Bank of Jinzhou
<i>juǎn</i>	卷	«arrotolare, arrotolarsi»
<i>jùdài</i>	惧贷	«timore di prestare»
<i>kào guānxì xué bàn shǒu xù</i>	靠关系学办手续	«sbrigare le pratiche affidandosi alle relazioni»
<i>kùnnan</i>	困难	«difficoltà»
<i>láiliào jiāgōng</i>	来料加工	«lavorazione su materiali forniti»
Lài Xiǎomín	赖小民	
<i>lǎohǔ cāngyīng yīqǐ dǎ</i>	老虎苍蝇一起打	«colpire insieme tigri e mosche»
<i>liánbǎo</i>	联保	«garanzia reciproca di gruppo»
<i>Lǐjì</i>	礼记	Libro dei Riti
Lǐ Kèqiáng	李克强	
Liú Bīnyàn	刘宾雁	
Lo Wu (Luóhú)	罗湖	valico di frontiera fra Shenzhen e Hong Kong
Macao	澳门	Àomén
<i>miànzi</i>	面子	«faccia», prestigio sociale
<i>mínyíng</i>	民营	«a gestione popolare», privato
Mongolia Interna	内蒙古	Nèi Měnggǔ
<i>nán</i>	难	«difficile»
<i>nèijuǎn</i>	内卷	«involuzione», competizione che si autodivora

<i>qián diàn hòu chǎng</i>	前店后厂	«il negozio davanti, la fabbrica dietro»
Qǐcháchá	企查查	piattaforma di informazioni societarie
<i>qīnqíng</i>	亲情	affetto familiare
Qiúshì	求是	rivista teorica del Partito comunista cinese
<i>rénqíng</i>	人情	«debito di favore»
<i>róngzī guì</i>	融资贵	«finanziamento costoso»
<i>róngzī nán</i>	融资难	«difficoltà di finanziamento»
<i>sān dà gōngjiān zhàn</i>	三大攻坚战	«tre grandi battaglie decisive»
Shànghǎi	上海	
Shēnzhèn	深圳	
<i>shuāngguǐzhì</i>	双轨制	«sistema a doppio binario»
Sìchuān	四川	
<i>sīrén kònggǔ qīyè</i>	私人控股企业	«impresa a controllo privato»
Sūzhōu	苏州	
Tiānyǎnchá	天眼查	piattaforma di informazioni societarie
<i>tǐgǎn</i>	体感	«percepito dal corpo»
<i>tóuzhùchā</i>	投注差	differenza fra investimento totale e capitale registrato
<i>tóuzī zǒng'ér</i>	投资总额	«investimento totale»
Wáhāhā	娃哈哈	gruppo alimentare di Hangzhou
<i>wàishāng tóuzī qīyè</i>	外商投资企业	«impresa a capitale estero»
<i>wéihù shèhuì wěndìng</i>	维护社会稳定	«mantenimento della stabilità sociale»
<i>wéiwěn</i>	维稳	abbreviazione di <i>wéihù shèhuì wěndìng</i>
Wēn Jiābǎo	温家宝	
Wēnzhōu	温州	
<i>xiànzhì chūjìng</i>	限制出境	«divieto di espatrio»
<i>xīdài</i>	惜贷	«lesinare il credito»

Xí Jìnpíng	习近平	
Xīnjiāng	新疆	
Xǔ Chénggāng	许成钢	
Xú Gāo	徐高	
yìqì	义气	«lealtà cameratesca»
Yǒngchéng Méidiàn	永城煤电	Yongcheng Coal
<i>zài Zhōngguó, wèi Zhōngguó</i>	在中国，为中国	«in Cina, per la Cina»
Zhànjiāng	湛江	
Zhīma xìnyòng	芝麻信用	Zhima Credit
<i>zhùcè zīběn</i>	注册资本	«capitale registrato»
Zhūhǎi	珠海	
<i>zìzhǔ kěkòng</i>	自主可控	«autonomo e controllabile»
Zōng Qìnghòu	宗庆后	