

Pechino e la spirale fuori controllo del debito

Marcello Minenna

14 gennaio 2019

Il debito totale della Cina in termini di PIL ha superato da tempo quello USA, anche se è ancora più basso di quello giapponese e dei principali Paesi europei. Si stima che sia il doppio rispetto alla media delle economie emergenti. Alimentato da un'infinita bolla speculativa immobiliare e da un sistema finanziario opaco, è quadruplicato rispetto al 2007 raggiungendo ad inizio 2018 la soglia del 317% del PIL. Si tratta prevalentemente di debito interno, anche se negli ultimi 2 anni ha pericolosamente preso abbrivio l'indebitamento in valuta estera, raddoppiato al 13% del PIL.

Il debito pubblico ha raggiunto la quota dell'50,2%, quello delle famiglie il 56,6% mentre il debito privato è al 207% del PIL. Rispetto ad altri Paesi, il livello del debito pubblico non è eccessivo ma la sua struttura presenta una prima caratterizzazione importante: infatti il debito governativo conta solo per il 32,4% del PIL, mentre quello delle amministrazioni locali per il 17,8%, un valore molto elevato. L'ammontare del debito privato è enorme, specie se valutato rispetto ad economie comparabili come gli USA (78%), il Giappone (103%) o la Corea del Sud (98%).

Per comprendere come i governi regionali ed il settore privato cinesi abbiano accumulato tanto debito in meno di un decennio è necessario indagare sui meccanismi di finanziamento a livello locale. I governi regionali cinesi sono costretti ad indebitarsi pesantemente ed in maniera continuativa; infatti nonostante siano responsabili dell'erogazione dei principali servizi pubblici (istruzione, sanità, trasporti), hanno perso nel tempo la capacità di tassazione per via di riforme che hanno favorito una progressiva centralizzazione fiscale. Pechino raccoglie oltre l'80% dei proventi fiscali e trasferisce risorse minime alle amministrazioni locali; il gap tra le spese ed il basso gettito fiscale è coperto attraverso il debito. In Cina l'accesso al credito, in analogia con l'Europa, è intermediato per 2/3 da un sistema bancario concentrato, che inoltre è a diretto controllo statale.

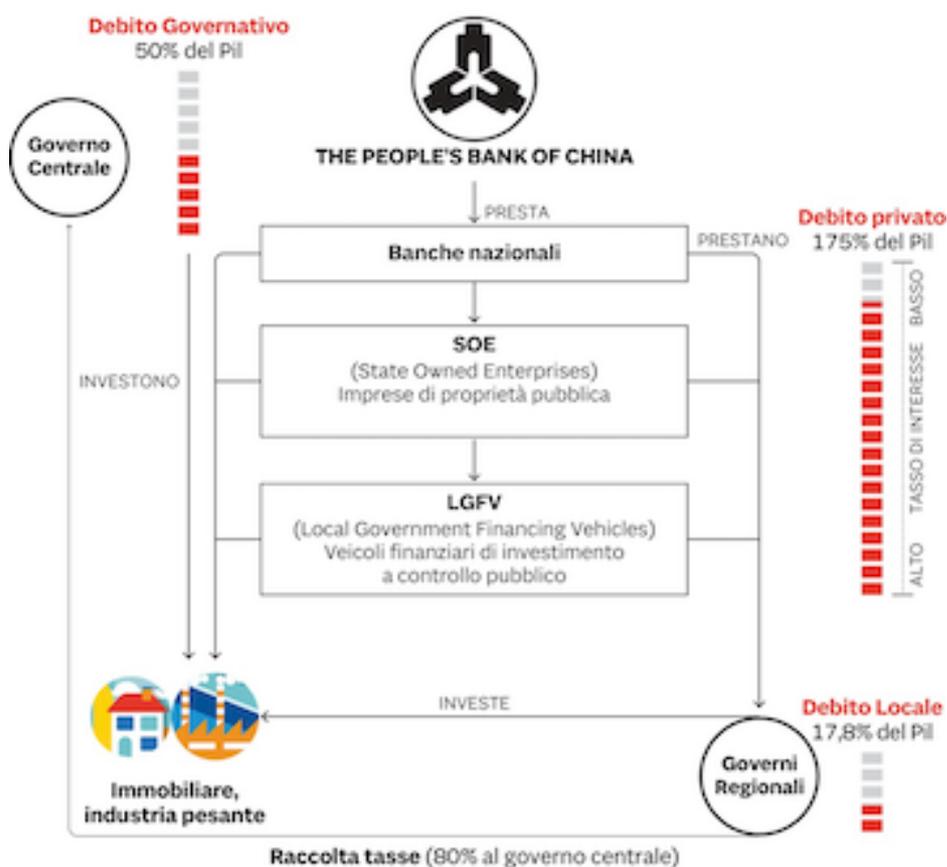
Qui il quadro inizia a complicarsi. I trasferimenti fiscali del governo centrale passano principalmente attraverso imprese private controllate al 100% dallo Stato (le c.d. SOE, State Owned Enterprises), responsabili di gran parte degli investimenti sulle infrastrutture e l'industria pesante. Si tratta di flussi finanziari notevoli: la quota di investimenti pubblici in Cina è intorno al 16 del PIL %, mentre si aggira intorno al 3-4% negli

USA ed in Europa.

Le SOE possono indebitarsi a loro volta con il sistema bancario, e lo fanno a ritmo serrato. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, le SOE hanno emesso metà del debito privato non finanziario (il 72% del PIL nel 2017) e sono responsabili di quasi tutto l'aumento di debito registrato dal 2008. In genere le SOE non investono in progetti in grado di generare profitto o in ricerca e sviluppo, secondo logiche di mercato, ma in base a scelte politiche e clientelari che hanno causato problemi di sovrapproduzione nei settori industriali tradizionali come energia ed acciaio. Restano comunque le principali fonti di occupazione e consenso politico a livello regionale. Le SOE sono detentrici inoltre di consistenti stock di ricchezza finanziaria, che in parte compensano gli alti livelli di indebitamento.

LA SPIRALE DEL DEBITO CINESE

Esempio di veicolo a capitalizzazione mista per il finanziamento di infrastrutture



A valle del torrente di risorse finanziarie gestito dalle SOE si è sviluppato un ulteriore ecosistema di enti a controllo pubblico, i c.d. LGFV (Local Government Funding Vehicles), veicoli finanziari in grado di indebitarsi autonomamente. Lanciati dal governo centrale nel 2007 per stimolare gli

investimenti nell'economia locale, questi enti dallo status giuridico ambiguo hanno avuto un enorme successo nell'intermediare un'enorme mole di risorse per via dell'opacità nella gestione che favorisce clientele e corruzione; nel 2017 avevano già emesso il 37% del debito totale cinese. I LGFB si sono indebitati con la banca centrale, il sistema bancario nazionale e con le stesse SOE, ad alti tassi di interesse senza alcun controllo. Il loro carattere semi-pubblico e la garanzia implicita del governo li hanno resi appetibili inoltre per hedge funds, fondi di private equity e sussidiarie bancarie sottratti alla vigilanza della banca centrale (il c.d. “shadow banking”), pronti a fornire ulteriore leva finanziaria ad enti già fortemente indebitati.

Dunque gran parte del debito privato cinese non è poi così “privato”, ma è riconducibile nel perimetro pubblico. Il reale settore privato cinese è composto principalmente da piccole e medie imprese che rappresentano il motore della crescita costituendo il 65% del PIL e l'80% delle fonti di occupazione. Il debito riconducibile alle PMI cinesi è in crescita assai più moderata, principalmente diretta verso il settore immobiliare.

Nel 2015 il governo centrale ha dovuto prendere atto che la gestione del debito locale stava finendo fuori controllo: ad oggi il 15% del credito totale all'economia è generato dallo shadow banking. Sono state varate riforme normative contro lo shadow banking, che hanno imposto forme di finanziamento più trasparenti alle SOE ed agli LGFB, come l'emissione di bond e reso più difficile l'accesso al credito non bancario. Tuttavia il governo centrale non ha posto tetti all'indebitamento degli enti per timore di inibire la crescita economica.

La conseguenza logica è stata quella di incentivare gli enti pubblici ad indebitarsi tramite altri canali, principalmente esteri. Dal 2015 il debito estero “privato”, per il 62% con scadenza inferiore ad 1 anno, è passato a 2 miliardi di \$ (+110%) con un chiaro balzo in corrispondenza del varo delle nuove norme.

La crescita del debito estero aumenta le interconnessioni con i mercati globali e rende più difficile per Pechino stabilizzare l'economia nel caso di grave crisi bancaria. Negli anni '90 il governo è riuscito a contenere il dissesto delle prime 4 banche del Paese con poche ripercussioni sulla crescita; ora che un numero crescente di imprese cinesi è quotato su borse estere ed esposto alla speculazione internazionale, è lecito dubitare su quanto controllo Pechino potrà esercitare quando dovrà fronteggiare la prossima crisi.

* Economista
@MarcelloMinenna