

Il debito locale e il National social security fund*

Rita Fatiguso

Il Sole 24 Ore China Chief bureau –
Pechino

China is trying to resolve the crucial issue of the local debt issue expanding the grounds on which it is possible to use the resources of the National social security fund (Nssf) for 2015 and doubling the amount of the levy. Which, within certain limits, gives the green light to issue local bonds by the same local authorities prohibited by a law of the 1994 central budget: a revolution just outlined which must however be realized in a financial environment that can withstand the risks of the system by simultaneous launching the bank deposits insurance. A complex move that will put a brake on the race to the refinancing of the debts of local authorities through the gray and creative circuit finance Chinese. It assumes the end of investments in useless works or companies suffering from overcapacity.

Se per i vertici di Pechino ci sono spauracchi da neutralizzare definitivamente, ebbene, quello del debito degli enti locali è senza dubbio il primo.

Spunta da ogni parte, catalizza l'attenzione dei media, il National people congress ci ritorna periodicamente su, come anche lo State Council e la National development and reform commission. Nei fatti la soluzione al problema è sembrata a lungo tutt'altro che a portata di mano, perché il cuore della svolta strutturale dell'economia cinese sta proprio nei meccanismi della finanza locale e nel difficile bilanciamento tra i poteri centrali e quelli periferici. Proprio una legge di bilancio nazionale del lontano 1994 esclude che gli enti locali possano emettere direttamente dei *bond*.

Si tratta di un ostacolo notevole che ha avuto indubbie conseguenze, anche se la primavera ha portato grandi novità su questo versante. Il 1° aprile 2015 lo State Council, infatti, ha approvato ufficialmente l'espansione degli obiettivi del National social security fund (Nssf), un passo destinato a incidere sul problema del deficit territoriale.

Negli ultimi anni la Cina ha investito molte risorse nella mappatura di questo debito e nel giugno del 2013, infatti, al termine di un lungo lavoro condotto dagli ispettori del National audit office si stabilì che il debito locale cinese era di 17,9 trilioni di renminbi, 2,93 trilioni di dollari Usa, un'enormità. Soprattutto, è stata la persistenza del deficit in sé la vera cartina al tornasole della lentezza e della difficoltà di trovare una soluzione al problema del finanziamento del livello di governo territoriale, in modo

Gli enti locali cinesi non possono emettere direttamente *bond*

Nel 2013 il debito locale cinese ammontava a 17,9 trilioni di renminbi

* Intervento chiuso il 14 aprile 2015.

che sia corretto e che non produca effetti collaterali negativi a catena per l'intera collettività.

Il debito è anche spia di un ritardo ormai insostenibile nel mettere mano a una più generale riforma dei mercati finanziari e, in particolare, dell'accesso a un credito sano e non veicolato da strumenti collaterali, prevalentemente fondato sulla concessione di terre a speculatori di professione per finanziare progetti non centrati su veri obiettivi o, peggio ancora, aziende locali in *overcapacity*.

Per raddrizzare il timone, la Cina ha cercato di individuare le modalità con le quali è possibile da parte degli enti locali autofinanziarsi attraverso *bond* municipali.

Anche se previsti in astratto in via sperimentale, la questione dei *bond* è molto complessa e va ben oltre l'effetto annuncio e la soluzione contingente. Riaprire le porte ai *bond* non è cosa facile da farsi in quattro e quattr'otto. Per questo adesso lo State Council ha deciso di autorizzare il prelievo di oltre 300 miliardi di renminbi, pari a 48 miliardi di dollari dal National social security fund (Nssf) da investire in *bond* locali e altri strumenti finanziari durante tutto il 2015.

Si tratta del doppio dell'ammontare dell'anno scorso, il che rivela l'urgenza di trovare altre fonti di finanziamento oltre a quelle già note.

È un po' come portarsi avanti in attesa del momento in cui anche a livello territoriale la pratica di emettere *local bond* sarà un fatto di ordinaria amministrazione.

Alla fine dell'anno scorso, il Fondo poteva vantare una dote di 1,5 trilioni di renminbi e fu la prima volta in cui Pechino autorizzò l'uso di tali risorse per gli enti locali. La percentuale entro la quale questo Fondo è stato autorizzato a utilizzare risorse per altri scopi è salita dal 10 al 20%. Il Fondo sarà anche incoraggiato, in linea di massima, a investire in enti locali e aziende private anche per produrre utili, oppure per costruire case a prezzi contenuti e infrastrutture urbane, ma potrà effettuare anche investimenti in depositi del circuito interbancario.

Il National social security fund, dunque, per altre vie dovrebbe aiutare i cinesi a elevare il loro tenore di vita, mentre il fatto che il denaro accumulato dovrà servire a investimenti a largo raggio dovrebbe portare alla diversificazione del rischio e all'aumento degli incassi per lo Stato. Lo stesso ministro delle risorse umane, Yin Weimin, ha ammesso che le regole attuali hanno dato stabilità al fondo, ma ne hanno anche impedito un investimento ragionato deprimendone il valore. Investitori istituzionali, inoltre, potrebbero essere autorizzati a gestire fondi pensioni all'Occidentale, i quali potranno comprare prodotti finanziari come i *local bond* con grandi ritorni e a basso rischio.

La Cina, insomma, a fatica cerca di far quadrare la sicurezza sociale con la stabilità delle istituzioni a livello territoriale. Lo stesso ministro delle Finanze Lou Jiwei, in occasione dell'ultimo China development forum che si è svolto a Diaoyutai, la guesthouse dello State Council, ha ammesso che le tasse raccolte a livello locale coprono soltanto il 50% del bilancio e che i profitti delle State owned enterprises (Soes) finiscono per finanziare, in un circuito perverso, la *social security* dei lavoratori.

La Cina, ancora una volta, dimostra di avere le risorse, ma quel che

I *bond* locali come nuove fonti di finanziamento

dovrebbe fare è allocarle nei posti giusti e con modalità in linea con i suoi stessi bisogni. L'anno scorso il National social security fund ha investito 139 miliardi di renminbi ricavandone, grazie al buon momento dei mercati finanziari cinesi, un ritorno dell'11,4%.

Tuttavia, in un paese in cui le borse crollano quando la People's Bank of China annuncia che i *corporate bond* non potranno essere più usati come collaterali per finanziare altro debito, è difficile fare le riforme e trovare un grimaldello per ovviare a vecchie cattive abitudini, come quella che ha spinto gli enti locali a finanziarsi con veicoli collaterali tali da far impallidire la più disinvolta finanza creativa. La strada dei *local bond* può essere davvero in salita.

La Cina ha scoperto di essere localmente indebitata fino al collo sul finire del 2013, quando emerse la faticosa cifra di 17,9 trilioni di renminbi, pari a 2,93 trilioni di dollari Usa alla fine del mese di giugno, ma poi queste cifre furono rielaborate e vivisezionate per capire dove intervenire con maggiore efficacia. Fu lo stesso National audit office a pubblicarle sul sito indicando una crescita del 67% rispetto alle stime precedenti che parlavano di 10,7 trilioni di renminbi alla fine del 2010.

Questa zavorra è considerata dagli stessi cinesi come una sorta di minaccia alla crescita del paese, ormai lanciato entro il 2018 al sorpasso degli Stati Uniti per lo scettro di prima potenza mondiale.

Circa 54.400 ispettori sono stati sguinzagliati in tutta la Cina con il compito di vivisezionare i cinque livelli di debito: centrale, provinciale, di prefettura, contea e città (al contrario, nel 2010, la rilevazione si era fermata a livello di provincia, contea e prefettura).

Questa volta l'audit ha alzato il tiro.

È importante ricapitolare come è andata la rilevazione perché la Cina, intanto, ha iniziato a guardare dentro di sé prendendo atto di una realtà complessa e inoltre perché solo cogliendo la natura del problema e i mille rivoli in cui si perde il debito locale è possibile trovare un rimedio.

C'è un debito diretto dell'ente locale che si sostiene grazie alle entrate fiscali dirette e che ammonta a 10,88 trilioni di renminbi. Tocca invece la cifra di 7 trilioni il debito che, invece, dovrà essere ripagato dai prodotti collegati a progetti. Il debito contingente include il debito a fronte del quale sono state emesse garanzie dallo stesso ente locale, in particolare 2,67 trilioni di renminbi è quello provvisto di garanzie del governo centrale implicite, inferiore ma pur sempre pari a 4,34 trilioni di renminbi. Il che fa salire la quota parte del governo centrale a 30,27 trilioni di renminbi.

Dato che secondo le regole internazionali una percentuale dal 90 al 150% è considerata accettabile, quella del governo cinese, nel 2012, ha sfondato quota 113,41 a causa di un debito totale insostenibile.

Lou Jiwei, il potente ministro delle Finanze, ne è ben conscio: le sue riforme sulla legge di bilancio e sulle nuove architetture della finanza pubblica puntano proprio a modernizzare la Cina e a spingerla, su vari livelli, a ragionare in termini di obiettivi di spesa. Tutto ciò sembra scontato, ma alcune nozioni date per acquisite in Occidente non sono affatto ovvie a Pechino, piuttosto sono il frutto di una continua conquista.

Il debito cinese, questa è la domanda latente, è sotto controllo? Il dub-

La Cina si lancia alla conquista dello scettro di prima potenza mondiale

bio circola con grande forza e la risposta delle varie autorità e degli esperti e consulenti è che per il momento e in linea generale è sotto controllo, ma non lo è affatto se si pensa che, invece, in certe aree lo spettro del default è latente.

Ci sono città come Guangzhou e Shanghai, per fare qualche nome, perennemente sull'orlo della bancarotta.

Il coro che normalmente si alza è che non esiste un pericolo di una crisi del debito, almeno non ancora. Il governo centrale può ancora vantare un rapporto molto basso tra il debito e il Pil, che si aggira sul 21%. Del resto il debito cinese è denominato in moneta locale e detenuto localmente, quindi la People's Bank of China non ha problemi a farvi fronte con iniezioni di liquidità.

Tuttavia, è la stessa Banca centrale ad aver cambiato in parte atteggiamento, rifiutando di ricorrere solo a questo strumento in caso di pericolo di *credit crunch*. Infatti, la situazione è molto cambiata da quando il governatore Zhou Xiaochuan ha iniziato a tagliare i tassi dopo un lungo periodo di inattività, facendo in soli due mesi ciò che non era riuscito a fare in due anni in cui i tassi sono rimasti inalterati.

Ma non è la liquidità, si diceva, il problema cinese. La Cina vanta 3,5 trilioni di renminbidi risparmi che includono anche gli investimenti in riserve di valuta estera. Anche a livello locale gli asset sarebbero buoni. C'è anche chi pensa che la crescita del debito locale sia da rapportare alla crescita del paese e alle infrastrutture realizzate finora. L'urbanizzazione ha richiesto uno sforzo enorme che non ha potuto non essere accompagnato da un incremento del debito.

A differenza del debito legato ai consumi tipico delle società occidentali, quello cinese è stato immobilizzato nel *real estate*.

C'è però qualcosa che non quadra se l'accesso alla casa in Cina è diventato sempre più difficile, il mercato immobiliare langue e gli imperi dei *real estate developers* scricchiolano e, soprattutto, il governo centrale si rifiuta di ripetere il copione del massiccio stimolo all'economia del 2008, deciso per fronteggiare la crisi globale.

Infatti, il 32,4% del debito dell'ente locale è stato generato da opere pubbliche o comunque effettuate per la municipalità. La seconda voce, i trasporti, assorbe il 22,9 del debito. Quanto alla tipologia, al primo posto viene quello delle prefetture, al secondo ci sono le contee con il 221%.

Il problema grave è che due province, trentuno prefetture e ventinove contee hanno fatto fronte al 20% del loro debito con nuovo debito emesso nel 2012. Inoltre il 37,23% del debito rinegoziato a livelli troppo alti riguarda la vendita di terra. Attualmente solo il 10,3% del debito locale riguarda genericamente l'*audit bond issues*: colpa dell'impulso dello stimolo del 2008 realizzato attraverso le grandi banche statali. Il fatto che lo Stato abbia creato agenzie ad hoc per costruire *highways* e altre infrastrutture ha creato problemi di scarsa trasparenza del debito stesso, poi si è scoperto che 13,5 miliardi di renminbi erano stati investiti in azioni.

Il rischio del debito pubblico locale è il rischio finanziario più grave per la Cina? Ne è convinto Liao Min, direttore dell'Ufficio di Shanghai di China Banking Regulatory Commission e componente del Comitato Nazionale della Conferenza consultiva politica del popolo cinese: «Occhio

**Debito locale sanato
con nuovo debito nel
2012**

ai rischi finanziari – ha detto –, quelli dei governi locali sono i peggiori. Ci sono informazioni molto limitate nella relazione di bilancio su come il capitale e gli interessi del debito pubblico locale siano rimborsati. La divulgazione di queste informazioni è fondamentale perché aiuta a valutare il rischio e incoraggia il capitale sociale a unirsi a noi nel ridurre il rischio».

Le autorità locali hanno istituito migliaia di unità di finanziamento note come veicoli di finanziamento del governo locale, per finanziare progetti di reti fognarie per le metropolitane, proprio dopo che una legge di bilancio del 1994 li ha esclusi dall'emissione diretta di *bond*. La loro raccolta fondi ha contribuito alle passività regionali che sono cresciute del 67% dalla fine del 2010 al giugno 2013.

Un punto di vista ripreso da Ma Weihua, ex presidente della China Merchants Bank, anch'egli componente del Ccpc. Ma ha invitato le autorità a chiarire le specificità del debito delle amministrazioni locali e a rilasciare informazioni sulla quantità totale e la struttura del debito pubblico: "Il governo centrale deve chiarire la quota di debito di cui il governo locale è responsabile e la procedura su come gestire questo tipo di debito".

Dopo la svolta del 1° aprile 2015, lo State Council Information Office ha tenuto un briefing sulla promozione dei fondi del National social security fund legandolo a un altro tema, l'assicurazione sui depositi bancari in arrivo il 1° maggio.

Non a caso il viceministro delle Finanze Wang Baoan e il deputy governor di PBoC Pan Gongsheng sedevano uno accanto all'altro nella consapevolezza che i due temi sono strettamente connessi l'uno all'altro.

Wang Baoan ha sostenuto che a fine 2014 gli asset dell'Nssf valevano 1,53 trilioni di renminbi, di cui una gran parte è di pertinenza del livello territoriale. Il nuovo scenario dei mercati finanziari impone l'assunzione di nuovi rischi per cogliere nuove opportunità. Sono quattro gli elementi importanti elencati dal viceministro delle Finanze alla base della manovra: l'espansione dal 10 al 20% dell'utilizzo di *bond* a livello locale, un livello di governance più efficiente, il limite dei *trust loan* dal 5 a 10% per il finanziamento di case popolari, infrastrutture urbane e *shantytowns* (le bidonville cinesi), l'apertura del Fondo alle regole del livello interbancario dato che seguirà le regole del *bank deposit management* in corso di attuazione.

Se il Fondo potrà investire in realtà private non avrà accesso diretto ai mercati azionari, insomma non potrà quotarsi. Tuttavia le novità aiuteranno il debito e il finanziamento degli enti locali. La nuova Budget law prevede, infatti, che in futuro gli enti locali debbano finanziarsi con *local bond*, a loro volta alimentati dal Fondo e questi *bond* potranno essere acquistati anche da fondi pensione che dovrebbero integrare a regime la State social security.

Come prevenire i rischi connessi a questa svolta importante? Ne siamo consci, ha detto Wang, ma lo sviluppo della copertura assicurativa dei cinesi va collegata a quella dei mercati finanziari e alle nuove regole in arrivo, salvaguardando la sicurezza del fondo. Questi *bond* saranno l'unico canale di finanziamento, mentre gli altri *bond* saranno estranei al

■ ■
La nuova Budget law e i local bond: nuove soluzioni per fronteggiare il debito locale
■ ■

sistema, ma come si è già detto i fondi pensione, una realtà nascente in Cina, potranno acquistarli.

Come si vede il programma tracciato da Wang Baoan è ambiziosissimo.

Ma il National social security und è «una riserva strategica nazionale» e, come ha aggiunto il viceministro, «la gente dice che è denaro per la vita e, quindi, la prudenza non è mai troppa».

Mentre scriviamo, intanto, un ulteriore aggiornamento del monitoraggio del debito è in corso di preparazione e gli occhi sono puntati sulle nuove percentuali raggiunte dal livello deficit locale. ■