

Cina e finanziamento ombra

gennaio 27, 2017

Per la prima volta nella storia il Presidente cinese ha partecipato all'annuale Forum Economico Mondiale, tenutosi questo mese a Davos. Il Presidente Xi Jinping ha preso parte a questo prestigioso evento che ha riunito un'ampia schiera di presidenti, primi ministri, banchieri centrali, alti dirigenti ed altri funzionari di tutto il mondo e che quest'anno si è imperniato sul tema della "leadership reattiva e responsabile". Con la Cina al centro dell'attenzione, ho pensato che potrebbe essere appropriato parlare di un aspetto dell'economia cinese a mio giudizio erroneamente interpretato da molti: il cosiddetto sistema "bancario ombra" o "finanziamento ombra", ritenuto un significativo contributore al tasso di crescita del paese. In parole povere, il finanziamento ombra si riferisce ad attività esulanti dal sistema bancario formale, che svolgono funzioni simili. Le banche ombra possono mettere un maggior numero di servizi finanziari (in pratica prestiti) a disposizione del pubblico, ma non essendo soggette alla stessa regolamentazione, vi sono preoccupazioni per i rischi che comportano per il sistema finanziario. La crescita del finanziamento ombra rispecchia il boom complessivo dei servizi e prodotti orientati ai consumatori in Cina. Il settore dei consumi in Cina rappresenta un'area che in generale ci entusiasma.

Alcuni ritengono che il finanziamento ombra in Cina sia il risultato di un fallimento della riforma bancaria ed un segnale che le banche abbiano aggirato le regolamentazioni allo scopo d'incrementare, od addirittura proteggere, i loro margini di profitto. I critici sostengono che abbia creato la possibilità di volumi di crediti deteriorati molto più elevati nei bilanci delle banche. Si tratta di un grosso problema, poiché il governo cinese ritiene che il settore bancario sia strategico.

Il finanziamento ombra è stato associato alla Cina, ma esiste in molte parti del mondo. In realtà non è affatto "ombra" come dice il termine, dal momento che in pratica è piuttosto trasparente. E non è nemmeno "bancario" nel vero senso della parola, dal momento che coinvolge tutti i generi di prodotti d'investimento, inclusi fondi comuni e private equity. Il finanziamento ombra è spesso definito "prestiti bancari sotto mentite spoglie", in quanto una banca è frequentemente al centro dell'operazione, offrendo per esempio una garanzia implicita per i vari prodotti di gestione patrimoniale da essa venduti agli istituti non bancari con cui opera. Si tratta di una situazione simile a quella di banche statunitensi primarie che contano su organizzazioni di vendita di fondi che si occupano d'intermediazione, vendendo vari prodotti di gestione patrimoniale.

Il finanziamento ombra in Cina è in crescita. Secondo alcune stime, il finanziamento ombra ammonta attualmente a circa 58 trilioni di renminbi (dati relativi al 2015), equivalenti all'80% del prodotto interno lordo (PIL) cinese. [\[1\]](#) È nato nel 2007, quando alle banche è stato concesso d'investire in piani d'investimento e nel 2010 i prodotti di gestione patrimoniale sono poi diventati popolari. Nel 2012, sono entrate sul mercato società di fondi comuni, assicurativi e d'intermediazione mobiliare.

I timori per il sistema bancario sono fondati?

Le paure per l'attività di finanziamento ombra sono simili ad altre paure o idee sbagliate che abbiamo riscontrato in merito alla Cina, incluso il timore che il debito totale del paese sia decisamente maggiore di quello dichiarato ufficialmente. Alcuni sostengono che non vi siano informative sufficienti per gli investitori retail in termini del rischio che si assumono e che gli investitori siano ingannati. Naturalmente, le preoccupazioni per il debito ed il sistema finanziario non si limitano alla Cina. In Italia, per esempio, molte banche si sono ritrovate gravate da crediti deteriorati (sofferenze) ed alcune banche minori hanno dovuto far fronte a ristrutturazioni. Le nuove norme dell'Unione Europea richiedono ora che gli azionisti e gli obbligazionisti si facciano carico delle perdite, prima che possa essere attuato un bailout governativo. Attualmente, il destino della terza banca italiana è in bilico.

Secondo molti, il finanziamento ombra in Cina opera al di fuori del sistema bancario regolamentato, ma la People's Bank of China, che è responsabile della politica monetaria e regola le istituzioni finanziarie in Cina continentale, è consapevole di tali attività, così come gli organismi di vigilanza di borsa. In Cina, esiste generalmente un ritardo a livello di riforme finanziarie a causa della conflittualità tra il desiderio di avere una moderna economia di mercato e quello di mantenerla al contempo sotto controllo. Questo è un problema per la Cina in molte aree dell'economia, non soltanto in ambito bancario.

Le banche cinesi sono ora tra le più redditizie del mondo ed il governo vuole certamente mantenere tale situazione alla luce della posizione delle banche, che costituiscono l'asse portante della struttura finanziaria del paese. Se si esamina attentamente il finanziamento ombra, comprendente vari tipi di prodotti di gestione patrimoniale come società d'investimento, fondi comuni ed altri strumenti, alcuni critici sostengono che questi siano in effetti prestiti bancari sotto mentite spoglie, in cui le banche si assumono la maggior parte del rischio implicito, usando però compagnie assicurative, broker e società d'investimento come intermediari. Di conseguenza, gli istituti bancari intermediano in effetti prodotti delle banche ombra. Per esempio, un prodotto di gestione patrimoniale può essere basato su un pool di asset sottostanti che può comprendere un gruppo di prestiti, anche in settori rischiosi come quello minerario, quello immobiliare e persino progetti infrastrutturali di governi locali. Il potenziale problema di tali strumenti è che non si tratta di asset creditizi convenzionali negoziabili sui mercati interbancari o in borsa. Possono comprendere accettazioni bancarie, lettere di credito e crediti.

È importante ricordare che, secondo i calcoli del Financial Stability Board 2015 Global Shadow Banking Monitor del G20, nel 2014 il finanziamento ombra cinese rappresentava circa il 26% del PIL, una percentuale decisamente inferiore al 59% medio degli altri 26 paesi primari.^[2] Potremmo pertanto affermare che la Cina è piuttosto arretrata rispetto ad altri paesi primari in termini di sviluppo di un sistema finanziario non bancario. La definizione di finanziamento ombra può naturalmente essere diversa per la Cina, ma in ogni caso non sembra che quest'attività in Cina sia diversa dalla norma.

Lo sviluppo finanziario principale e più interessante in Cina è stato probabilmente rappresentato dalla crescita dei fondi d'investimento. Alle banche è stato concesso di investire i propri prodotti di gestione patrimoniale in piani d'investimento che a loro volta hanno finanziato infrastrutture governative e progetti immobiliari. Sebbene non vi sia alcuna garanzia legale per chi investe in tali strumenti, vi è la percezione che la banca funga in effetti da garante. Questa convinzione è rafforzata dal fatto che la maggior parte di queste società d'investimento è di proprietà non soltanto di banche, ma anche di grandi società statali e governi locali. Tali società sono diventate per le banche uno strumento fondamentale per investire in azioni, in asset quotati come prestiti e nel mercato monetario. Forniscono pertanto alle banche una soluzione per offrire finanziamenti a settori più rischiosi, che di norma sarebbero in qualche misura limitati dagli organismi di vigilanza.

Alla fine dei conti, riteniamo che i rischi del settore finanziario cinese siano in effetti piuttosto simili a quelli che osserviamo in altre parti del mondo. Non è in dubbio che molti dei prodotti di gestione patrimoniale abbiano avuto un successo straordinario, offrendo eccellenti rendimenti agli azionisti. Quando ciò si verifica, sul mercato emerge spesso una tendenza ad ignorare i rischi e la gente concentra gli investimenti nei prodotti in percentuale ancora maggiore. Le organizzazioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale hanno messo in guardia contro il rischio del debito societario in Cina e la sua rapida crescita. Tuttavia, sebbene il settore societario possa poggiare su livelli di debito elevati, la leva nel settore governativo e delle famiglie è ancora piuttosto bassa rispetto a certi altri paesi sviluppati. Per esempio, lo scorso anno il rapporto fra debito delle famiglie e PIL in Cina era di poco superiore al 40%, mentre negli Stati Uniti si aggirava intorno all'80%, in ribasso rispetto ai livelli prossimi al 100% del 2008.[\[3\]](#)

Data la popolarità dei veicoli di finanziamento non tradizionali presso il pubblico, sembra improbabile che il governo cinese consenta insolvenze significative. Dobbiamo ricordare che sebbene la Cina continui ad aprire la propria economia, questa rimane ancora controllata. Si potrebbe affermare che l'onere del rischio incombe al governo, il quale ne è piuttosto consapevole. Ciò detto, il finanziamento ombra si contrappone ad un sistema che consiste in misura preponderante di prestiti bancari finanziati da depositi stabili; in generale, il finanziamento ombra comporta una struttura di finanziamento ed intermediazione più complessa e di norma richiede al governo un maggiore impegno per monitorare la situazione. Nel caso di un problema di liquidità nel sistema, può essere più difficile per il governo stabilizzare le condizioni di finanziamento in modo da prevenirne l'evoluzione in una crisi sistemica. Vi sono segnali indicanti che gli organismi di vigilanza stanno esaminando attentamente i casi più rilevanti di abusi e vendite di prodotti finanziari. Alla fine del 2016, la China Insurance Regulatory Commission ha annunciato misure contro pratiche di mercato aggressive ed inappropriate delle compagnie di assicurazioni vita, alle quali è stato impedito di presentare nuovi prodotti e vendere prodotti assicurativi universali per tre mesi. Molte società assicurative sono state diffidate in merito alle vendite di prodotti universali ad elevato valore di liquidità, mentre ad altre è stato vietato di continuare a vendere prodotti assicurativi online a causa di modalità d'imbonimento fuorvianti.

Il boom del consumo cinese

Non affermerei necessariamente che la situazione della regolamentazione bancaria e del comportamento bancario in altre parti del mondo siano da lodare. Tuttavia, la sostanza è che la *due diligence* è necessaria, indipendentemente da dove si investa. Sebbene nell'anno appena incominciato si profilino difficoltà, continuiamo ad essere ottimisti riguardo agli investimenti in Cina ed alle numerose opportunità che intravediamo in vari settori dell'economia. La crescita dei servizi finanziari è soltanto un'area che rispecchia il boom dei servizi e prodotti orientati ai consumatori a nostro avviso destinato a continuare in Cina. Per esempio, valutiamo favorevolmente il mercato automobilistico in quanto i tassi di penetrazione rimangono piuttosto bassi rispetto a quelli dei mercati sviluppati. Nel settore si sono inoltre registrati molti cambiamenti tecnologici, con una maggiore attenzione ad efficienza, emissioni più basse ed un passaggio ai veicoli elettrici. Un'altra area su cui ci concentriamo è l'intrattenimento. Riteniamo che il gioco abbia un buon potenziale; per esempio, i casinò di Macao hanno attirato turisti cinesi. Analogamente, osserviamo una rapida crescita di cinema e multisale in Cina e nei mercati emergenti in generale, insieme ad altri tipi di luoghi di intrattenimento.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi di Mark Mobius hanno finalità puramente informative e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione ad investire in un titolo o ad adottare una strategia di investimento. Le condizioni di mercato ed economiche sono passibili di rapidi cambiamenti, pertanto i commenti, le opinioni e le analisi si intendono resi alla data di questo post e sono soggetti a modifiche senza preavviso. Il materiale non intende costituire un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato, un settore, un investimento od una strategia.

Importante informativa legale

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Gli investimenti in titoli esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali.

[1] Fonte: Moody's Investors Service, Global Credit Research, ottobre 2016.

[2] Fonte: Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitor Report 2015.

[3] Fonti: Bloomberg, Federal Reserve Bank di St. Louis.