

Alberto Quadrio Curzio e Valeria Miceli

I fondi sovrani del Paese di Mezzo

Tra le molte dimensioni che fanno della Cina una potenza globale capace di sviluppare strategie geoeconomiche e geopolitiche di lungo periodo, emerge anche quella degli investimenti all'estero, nel cui ambito giocano un ruolo cruciale i fondi sovrani. Storia e gestione del China Investment Corporation, fondo sovrano di fatto proprietario di gran parte del sistema bancario e finanziario cinese. I cui investimenti servono al resto del mondo; ma lo preoccupano.

Il tema dei fondi sovrani (FOS) è da qualche anno davanti agli occhi dell'opinione pubblica internazionale. I FOS sono fondi di investimento di proprietà statale, che gesti-

Alberto Quadrio Curzio è professore di Economia politica e preside della facoltà di Scienze politiche dell'Università Cattolica di Milano. È anche vicepresidente dell'Accademia nazionale dei Lincei.

Valeria Miceli, visiting scholar all'Università di Cambridge e Former Aspen Junior Fellow, è ricercatrice e membro del Consiglio scientifico del centro di ricerca CRANEC, presso l'Università Cattolica.

scono portafogli di attività finanziarie, in parte in valuta estera, derivanti dalla vendita del petrolio e altre materie prime (*FOS commodity*) o da surplus valutari della bilancia commerciale (*FOS non-commodity*). Al di là di questa comune definizione, si tratta di un universo molto variegato in cui diverse tipologie di FOS si differenziano per finalità, strategie, operatività sui mercati finanziari, strutture legali, livelli di trasparenza. I paesi ai quali i FOS appartengono sono principalmente emergenti (paesi del Golfo, Cina, Singapore, Russia, Libia). Tra le democrazie sviluppate il principale attore è la Norvegia.

Poiché nei FOS si incrociano aspetti politici ed economici, una serie di preoccupazioni ha accompagnato i loro investimenti nei paesi destinatari. Quali espressioni di un nuovo capitalismo di stato, essi sono stati spesso sospettati, a ragione o a torto, di es-

sere portatori di interessi che debordano dalle usuali convenienze economico-finanziarie degli investitori privati. La diffidenza di (gran) parte delle democrazie occidentali nei loro confronti ha lasciato il passo, durante la crisi iniziata nel 2008, all'urgenza di avere i loro finanziamenti: finanziamenti di grande entità, se si pensa che a fine 2009 il totale dell'attivo dei 53 FOS esistenti era stimato tra i 3.220 e i 3.800 miliardi di dollari concentrati nei portafogli di pochi operatori.

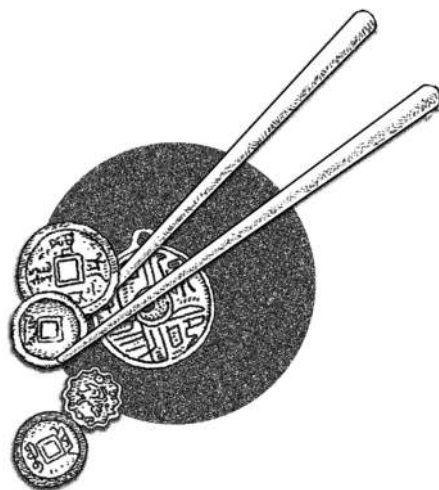
I FOS sono dunque grandi attori della finanza internazionale che possono trasformarsi in grandi attori della geoeconomia mondiale se posseduti da potenze globali.

Questo è il caso della Cina, che per molti versi ha la leadership nei FOS non solo per la dimensione patrimoniale dei suoi (che sommati ammontano a circa 1.050 miliardi di dollari a settembre 2010), ma anche perché il rilievo finanziario è espressione di una economia che cresce a ritmi annui a due cifre, che genera continui surplus commerciali (che si traducono in surplus valutarî), che ha un formidabile risparmio interno e che ha la strategia complessiva di lungo termine di una grande potenza. La riflessione che segue sui FOS della Cina deve sempre essere collocata su questo sfondo.

102 NELLA GALASSIA DEI FONDI SOVRANI CINESI: IL CIC, CONTROLATO DALLA POLITICA. Oggi la Cina ha un FOS definito ufficialmente tale – China Investment Corporation – e una serie di altri fondi di investimento che sono assimilabili a FOS per l'operatività sui mercati. Il fondo China Investment Corporation (CIC) è stato creato nel settembre 2007 con una dotazione iniziale di 200 miliardi di dollari. Il CIC, che è del tutto governativo, ha avuto una gestazione di circa due anni con analisi e discussioni sull'utilizzo delle enormi e crescenti riserve valutarie accumulate dalla Cina nell'ultimo decennio a un tasso di crescita mensile oscillante tra il 2 e il 4%. Secondo la Banca centrale cinese, a fine 2009 le riserve valutarie ammontavano a 2.399 miliardi di dollari e a fine giugno 2010 a 2.454 miliardi. È noto come queste riserve siano state generate dai surplus di bilancia commerciale e dai flussi in entrata di investimenti diretti dall'estero, mentre è meno noto che sul loro utilizzo si era aperta una polemica tra Banca centrale e ministero delle Finanze: una polemica sul come mettere a miglior reddito questa ricchezza.

Infatti, la Cina fino a quel momento aveva investito la maggior parte delle sue riserve in eccesso in titoli del debito pubblico americano, caratterizzati da bassi rischi ma anche da bassi rendimenti. L'obiettivo della Cina di tenere il renminbi agganciato al dollaro ha in effetti determinato un meccanismo monetario-valutario molto costoso, sia dal punto di vista economico-finanziario che politico.

La “dipendenza” strategica del CIC dalle istituzioni politiche cinesi è evidente in quanto il fondo risponde direttamente al Consiglio di Stato, anche se la composizione del comitato direttivo lascia intendere che il CIC sia un’emanazione del ministero delle Finanze. Il presidente Lou Jiwei, ex ministro delle Finanze ed ex vicesegretario generale del Consiglio di Stato, è una personalità di alto profilo. Il direttore generale, Gao Xiqing, è anch’egli una personalità chiave del mondo finanziario cinese. Il comitato direttivo, costituito da 11 membri approvati dal Consiglio di Stato, si compone di



103

personalità politiche. Il comitato di gestione è invece composto per lo più da tecnocrati dotati di rilevante esperienza nella gestione di investimenti pubblici e privati. Mentre il comitato direttivo definisce le strategie e le linee guida per l’attività di investimento, il comitato di gestione le implementa. Infine, un terzo organo, il comitato di supervisione, ha poteri di controllo. Dal punto di vista della vigilanza, il CIC non è sottoposto ad alcuna autorità di regolazione ed è sullo stesso piano della Banca centrale cinese.

Obiettivi dichiarati del fondo sovrano cinese sono sia di massimizzare i ritorni di lungo termine sugli investimenti – servendosi di un portafoglio di titoli esteri ben bilanciato – sia di ricapitalizzare importanti istituzioni bancarie domestiche di proprietà statale, contribuendo a riformare il sistema finanziario nazionale.

La strategia di investimento del CIC si svolge lungo un duplice binario: domestico ed estero. Per quanto riguarda gli investimenti interni, il CIC ha ricevuto in dotazione all’atto della sua fondazione la Central Huijin Investment Company (CHIC) subentrando in tutte le sue partecipazioni (China Development Bank, Industrial and Commercial

Bank of China, Agricultural Bank of China, Bank of China ecc.). Il CIC è dunque di fatto proprietario di una gran parte del sistema bancario e finanziario cinese.

Per quanto riguarda le partecipazioni estere bisogna distinguere due diverse fasi. La prima va dalla creazione del CIC, nel 2007, alla prima metà del 2009: è il periodo in cui si manifesta la crisi finanziaria. Questa fase è stata caratterizzata da alcuni investimenti iniziali (nel fondo Blackstone Group e in Morgan Stanley, per esempio) che avevano determinato perdite, conducendo a un successivo atteggiamento di cautela e a un rallentamento nell'attività di investimento. Si sono sommati altri due fattori: da una parte, gli stimoli fiscali domestici, che hanno assorbito risorse per 600 miliardi di dollari; dall'altro, un ripensamento delle strategie di investimento e una riorganizzazione interna che hanno prodotto una nuova struttura organizzativa (con l'assunzione di nuove figure professionali).

Con la ripresa dei mercati finanziari, e potendo disporre di nuove risorse umane e cognitive, il CIC ha ripreso, dalla seconda metà del 2009, l'attività di investimento: si è aperta così una seconda fase, ancora in corso. Alla fine del 2009, lo stock di investimenti del CIC ammontava a 81 miliardi di dollari (escludendo le partecipazioni bancarie di CHIC) di cui 60 effettuati nel solo 2009. Tra gli investimenti diretti all'estero di tipo azionario la nuova strategia privilegia i settori: energetico e delle risorse naturali, delle rinnovabili, delle infrastrutture e dei servizi finanziari.

104 A fine 2009, il CIC riportava nel suo rapporto annuale un utile pari a 42 miliardi di dollari e un totale attivo di 332 miliardi con un rendimento annuo dell'11,7%. Si tratta di cifre che rappresentano un successo se comparate alle performance dei principali operatori finanziari mondiali per lo stesso periodo. La valutazione dell'attività e delle prospettive del fondo è dunque molto positiva. La conseguenza è che il CIC sembra destinato a ottenere presto un'altra tranche di riserve dalla Banca centrale cinese.

LE PREOCCUPAZIONI DEL RESTO DEL MONDO. La dimensione di grande potenza della Cina, accompagnata a un'iniziale opacità del CIC circa la sua attività di investimento, hanno suscitato notevoli preoccupazioni nei governi dei paesi occidentali. Nei confronti del fondo sovrano, si sono manifestate due tipologie di riserve.

Anzitutto, riserve collegate a preoccupazioni di sicurezza nazionale in settori considerati sensibili. La tesi, insomma, è che il CIC fosse animato – più che da finalità commerciali – da finalità geopolitiche, mirando ad acquisire partecipazioni di controllo/maggioranza in settori strategici quali trasporti, infrastrutture, telecomunicazioni, energia, difesa, hi-tech.

In secondo luogo, riserve collegate al rischio di pratiche quasi monopolistiche sui mercati in due direzioni. Da una parte, si temeva che il CIC puntasse a incrementare le quote di mercato globale di campioni nazionali cinesi, a scapito di aziende di altri paesi, attraverso acquisizioni mirate; o che tentasse di bloccare indesiderate fusioni/acquisizioni tra *competitors* per sostenere i propri campioni nazionali. Dall'altra, si temeva che il CIC potesse garantire vantaggi competitivi nell'accesso al proprio mercato alle aziende partecipate, a scapito di aziende concorrenti ma non partecipate.

Non è possibile dire, allo stato attuale, se queste preoccupazioni siano del tutto fondate. È probabile che la strategia di investimento del CIC sia almeno in parte influenzata da logiche strategiche da grande potenza. Tuttavia, l'evidenza empirica sembra suggerire il prevalere di obiettivi finanziari.

In risposta alle preoccupazioni dei paesi destinatari riguardo alle attività non solo del CIC ma di tutti i FOS, l'FMI ha istituito, nell'aprile 2008, un gruppo di lavoro internazionale (IWG) di cui fanno parte i rappresentanti di 23 governi dotati di FOS, di paesi riceventi e istituzioni internazionali. Nell'ottobre 2008, l'IWG ha pubblicato 24 principi guida (Generally Accepted Principles and Practices, o GAPP), detti anche "principi di Santiago" dal nome della capitale cilena dove l'IWG li ha approvati, ai quali i FOS dovrebbero attenersi. Poiché ai principi citati si aderisce volontariamente, ci vorrà del tempo per valutarne l'efficacia.

Anche a seguito della sua partecipazione ai lavori dell'IWG, il CIC ha fatto notevoli progressi in termini di trasparenza. Nell'agosto 2009, il FOS cinese ha infatti lanciato il suo primo rapporto annuale sulle attività relative all'anno 2008 seguito, a luglio 2010, dal secondo rapporto relativo alle attività dell'anno 2009. Entrambi i rapporti sono redatti sulla base di principi contabili allineati agli standard internazionali.

GLI ALTRI FONDI CINESI. Il CIC si inserisce in un più ampio disegno elaborato dal governo cinese al fine di organizzare e incoraggiare i flussi di investimenti diretti all'estero. Vi sono infatti almeno altri tre soggetti finanziari operanti come fondi sovrani in Cina.

Tra gli enti autorizzati a investire all'estero vi è la Safe Investment Company, sussidiaria dello State Administration of Foreign Exchange (SAFE), che gestisce le riserve ufficiali della Banca centrale cinese. La Safe Investment Company, creata nel 1997 e dotata di un attivo di circa 347 miliardi di dollari, è diventata investitore attivo all'estero alla ricerca di più proficui rendimenti per quella quota di riserve in valuta non necessarie alla politica monetaria. Il livello di trasparenza è molto basso e, non trat-

tandosi ufficialmente di un fondo sovrano, non è tenuto ad adeguarsi agli standard di Santiago. Vista la sua implicita natura di FOS, è ragionevole immaginare una forte rivalità tra CIC e Safe. Se tuttavia, come si prevede, verrà assegnata al CIC un'altra tranche di riserve, ciò potrebbe marcare ufficialmente il ruolo del CIC come principale investitore cinese all'estero.

Un altro FOS cinese è il National Social Security Fund, fondo pensione istituito nel 2000 e dotato di 147 miliardi di dollari derivanti da privatizzazioni di imprese pubbliche e da altri proventi fiscali, che solo nel 2006 ha ricevuto l'autorizzazione a investire il 20% delle proprie dotazioni all'estero. Essendo un fondo pensioni, sebbene sui generis, il livello di trasparenza è più elevato che nel caso del Safe, e infatti il NSSF redige annualmente un rapporto periodico sulle proprie attività. Nel 2008 ha riportato la sua prima perdita dalla costituzione, ma le stime per il futuro vedono un incremento del valore degli asset.

Va infine menzionato un altro fondo sovrano, ossia la divisione denominata Investment Portfolio della Hong Kong Monetary Authority. Dotata di 228 miliardi di dollari, è un fondo di proprietà dell'Autorità monetaria di Hong Kong, autorizzato a investire i propri asset all'estero anche in titoli azionari. Il livello di trasparenza è il più elevato tra i vari fondi cinesi.

106 Investire i propri asset all'estero anche in titoli azionari. Il livello di trasparenza è il più elevato tra i vari fondi cinesi.

Infine, anche le molteplici ex aziende di Stato cinesi hanno sufficienti risorse per fare acquisizioni all'estero, oltre a poter attingere a ulteriori finanziamenti pubblici. Senza contare che le banche cinesi, godendo di un regime protetto e accumulando notevoli profitti, sono in grado di investire tali profitti oltre i confini, come ad esempio ha fatto l'Industrial and Commercial Bank of China comprando il 20% di Standard Chartered Bank. Non è un caso che il CIC si sia premurato di acquisire notevoli partecipazioni nelle principali banche cinesi, in modo tale da essere in grado di agire anche per via indiretta, inducendo le banche a finanziare acquisizioni estere o a supportare gli investimenti esteri da parte di aziende cinesi.

MARCO POLO E MATTEO RICCI: UN MODELLO PER SUPERARE LA PAURA DEL DRAGO CINESE. Da questa sintetica ricostruzione dei FOS cinesi, cerchiamo qui di trarre alcune conclusioni più generali, rinviando non solo ai due volumi da noi pubblicati sul tema dei fondi sovrani¹, ma anche indicando alcuni temi che rientrano nella scienza politica delle relazioni internazionali.

Una prima conclusione riguarda il rapporto fra FOS cinesi e resto del mondo. Secondo alcune tesi, la moltiplicazione dei FOS è il risultato, più che di un piano strategico

globale, dell'accavallarsi di poteri politici diversi e soprattutto della disputa di lunga data tra il ministero delle Finanze e la Banca centrale: una disputa per aggiudicarsi la supremazia nella gestione delle riserve. Ne sarebbe conferma il tentativo del Safe di espandere i propri investimenti esteri, occupando così gli stessi spazi del CIC. La nostra tesi è parzialmente diversa: l'insieme delle iniziative cinesi nel campo dei fondi sovrani può essere letta come lo stadio iniziale di un'ampia strategia di investimenti esteri che potrebbe portare la Cina a diventare, nella prossima decade, uno dei principali investitori mondiali.

Una seconda conclusione riguarda il ruolo dei FOS cinesi negli investimenti domestici, all'interno della Cina. È chiaro che tali investimenti, direttamente o indirettamente, hanno una enorme rilevanza, che andrà crescendo nel tempo e nella misura in cui la Cina enfatizzerà la domanda interna. Qui entriamo però nel campo più ampio delle strategie di politica economica e di sviluppo cinese, peraltro oggetto di altri articoli pubblicati in questo stesso numero di *Aspenia*.

Una terza conclusione riguarda gli effetti politici della posizione cinese, la posizione di grande creditore degli Stati Uniti. La debolezza finanziaria del debitore può trasformarsi in vulnerabilità strategica e politica del *soft power* americano. Il potere statunitense tenderà infatti a ridursi nei confronti degli altri paesi, nella misura in cui questi si approvvigioneranno di risorse finanziarie dalla Cina (o da altri paesi detentori di FOS). E anche le scelte americane, per esempio nei confronti di Taiwan, potrebbero essere condizionate dai rapporti di forza finanziari. Lo stesso problema si pone per le istituzioni finanziarie internazionali, la cui stabilità e credibilità potrebbero essere indebolite. Se i paesi in difficoltà finanziaria non si rivolgessero più all'FMI – che applica condizioni note e rigide – ma ad altri finanziatori (come la Cina), il sistema delle istituzioni citate potrebbe diventare più vulnerabile.

Detto tutto ciò, è anche possibile adottare una visione più costruttiva sui FOS cinesi. Agli inizi del XXI secolo, la strategia di investimento estero della Cina potrebbe infatti produrre una nuova fase di collaborazione tra Nord e Sud del mondo per lo sviluppo globale, con un baricentro spostato a Est. Piuttosto che rammaricarsi di ciò, sarebbe molto meglio operare per un dialogo costruttivo col Paese di Mezzo, sulle linee di quanto Marco Polo e Matteo Ricci furono in grado di fare secoli fa.

¹ Alberto Quadrio Curzio e Valeria Miceli, *I fondi sovrani*, Il Mulino, 2009, e *Sovereign Wealth Funds. A complete guide to state-owned investment funds*, Harriman House Publishing, 2010.