

Zunehmende Fremdwährungsliquidität der Banken in China¹

In der Zeit von 1999 bis 2001 konnte Chinas Bankensystem einen Fremdwährungsüberschuss von \$ 75 Mrd. verzeichnen. Der Grossteil dieser Fremdwährungsliquidität stammte aus dem Wachstum der Dollareinlagen, ein kleinerer Teil resultierte aus dem Rückgang der auf Dollar lautenden Kredite. Mit Hilfe dieser Überschüsse gewinnt man Einblick in eine wichtige Finanzierungsquelle des US-Leistungsbilanzdefizits in den letzten Jahren.

Dieses Feature untersucht die Bestimmungsfaktoren der Nachfrage nach Fremdwährungseinlagen bei chinesischen Banken. Es zeigt sich, dass Zinsdifferenzen, Wechselkursbefürchtungen und der einmalige Effekt der Liberali-

| Fremdwährungseinlagen von Nichtbanken in Festland-China | | | | | |
|---|------|-------------------|-------------------|-------|-------|
| Periodenende, Mrd. US-Dollar | | | | | |
| | 1992 | 1995 | 1997 | 2000 | 2001 |
| Insgesamt | 60,7 | 69,7 | 83,5 | 145,6 | 154,5 |
| In Festland-China (onshore) | 57,9 | 66,7 ¹ | 79,7 ¹ | 134,8 | 142,6 |
| Banken in chinesischem Eigentum | 56,1 | 63,6 ¹ | 75,2 ¹ | 128,3 | 134,9 |
| Privatpersonen | 9,4 | 15,9 ¹ | 29,2 ¹ | 73,0 | 81,6 |
| Firmen | 26,7 | 29,3 ¹ | 33,7 ¹ | 46,0 | 45,3 |
| Sonstige | 20,1 | 18,4 ¹ | 12,3 ¹ | 9,3 | 8,0 |
| Auslandsbanken ² | 1,8 | 3,1 | 4,5 | 6,5 | 7,8 |
| Offshore ³ | 2,8 | 2,9 | 3,8 | 10,9 | 11,9 |
| <i>Nachrichtlich:</i> | | | | | |
| <i>Bei Banken in chinesischem Eigentum</i> | | | | | |
| <i> in % der gesamten Renminbi-Einlagen</i> | 12,3 | 8,7 | 6,9 | 8,6 | 7,8 |
| <i>Devisenreserven</i> | 19,4 | 73,6 | 140,0 | 165,6 | 212,2 |

¹ Dollareinlagen geschätzt anhand der Bankdaten im *Almanac of China's banking and finance*.
² Onshore-Einlagen bei in Festland-China tätigen Auslandsbanken: geschätzt als gesamte Einlagen unter der Annahme, dass sie alle auf Fremdwährungen lauten. ³ Einlagen chinesischer Nichtbanken bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Quellen: The People's Bank of China; *Almanac of China's Banking and Finance*; BIZ; Schätzungen der Autoren. Tabelle 1

¹ Die in diesem Artikel vertretenen Ansichten stellen die Meinung der Autoren dar und entsprechen nicht zwangsläufig den Ansichten der BIZ.

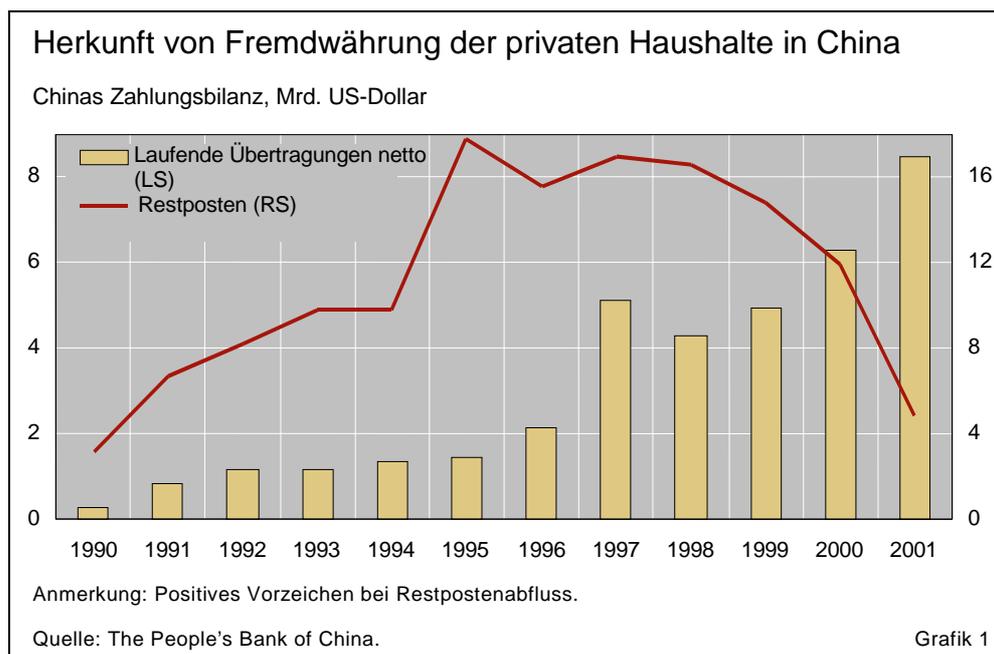
sierung eines Teils des chinesischen Aktienmarktes gemeinsam für nahezu die Hälfte ihrer Schwankung verantwortlich sind. Das Feature untersucht ebenfalls den jüngsten rückläufigen Trend bei den Dollarkrediten in den Büchern von Banken in China sowie seine Folgen für eine Stärkung der Fremdwährungsliquidität der Banken auf dem Festland.

Wachstum der Fremdwährungseinlagen von chinesischen Nichtbanken

Die Fremdwährungseinlagen der in China ansässigen Nichtbanken erlebten in den letzten Jahren ein schnelles Wachstum und erreichten das Niveau der sehr umfangreichen staatlichen Devisenreserven (Tabelle 1). Diese Einlagen bestehen vor allem bei den chinesischen Banken auf dem Festland sowie bei den Banken an den Offshore-Finanzplätzen (einschl. der Töchter chinesischer Banken in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und an anderen Standorten) und bei ausländischen Banken in Festland-China, die bis vor kurzem nur ausländische Firmen und Privatpersonen bedienen durften. Der Hauptteil des jüngsten Wachstums entfällt auf die Einlagen von Privatpersonen.

Es ist schwer zu sagen, woher diese Einlagen stammen. Eine Quelle waren Überweisungen von im Ausland lebenden Chinesen, die dem ausgewiesenen Saldo der laufenden Übertragungen von mehr als \$ 8 Mrd. im Jahr 2001 zugrunde lagen (Grafik 1). Die Lockerung der Beschränkungen für Auslandsreisen von chinesischen Bürgern führten zu einem erfassten Reiseaufkommen von 12 Millionen Reisenden im Jahr 2001, von denen jeder berechtigt war, heimische Währung im Wert von \$ 2 000 in Fremdwährung zu tauschen. Lücken in Chinas Devisenkontrollen können teilweise zur Erklärung der Abflüsse herangezogen werden, die aus dem beträchtlichen Restposten in Chinas Zahlungsbilanz hervorgehen und die Fremdwährungseinlagen erhöh-

Vielzahl von Quellen für Dollareinlagen möglich



ten. Zudem sorgten einigermaßen wettbewerbsfähige Zinssätze bei inländischen Dollareinlagen dafür, dass Gelder im Lande blieben, die es sonst vielleicht im Rahmen einer Kapitalflucht verlassen hätten.²

Erklärungen

Der Struktur einer Analyse der taiwanesischen Fremdwährungseinlagen folgend (Fung und McCauley 2001) werden in diesem Feature vier Faktoren betrachtet, die die monatlichen Schwankungen der Fremdwährungseinlagen bei den chinesischen Banken in Festland-China erklären. Als Ergebnis lässt sich zusammenfassend festhalten, dass das Länderrisiko und das Kreditrisiko als Erklärungen nicht infrage kommen, während die Zinsdifferenzen und Wechselkurserwartungen offenbar eine wichtige Rolle spielen. Darüber hinaus erklärt die Liberalisierung des Marktes für so genannte B-Aktien, die ursprünglich nur für gebietsfremde Anleger bestimmt waren, einen Abzug von Einlagen im ersten Quartal 2001. Dieses allgemeine Ergebnis der Untersuchung stimmt in bemerkenswertem Masse mit den früheren Arbeiten über China (Ma 1999) und Taiwan, China (Fung und McCauley 2001) überein.

Vier mögliche Erklärungen für das Wachstum der Fremdwährungseinlagen

Länderrisiko

Würden die Einleger in China Dollar kaufen, um ein Länderrisiko zu vermeiden, wäre zu erwarten, dass sie Fremdwährung ausserhalb der Reichweite der inländischen Behörden in Offshore-Gebieten platzieren. Die verfügbaren Daten geben jedoch keinen Hinweis darauf, dass Offshore-Einlagen gegenüber Onshore-Einlagen bevorzugt wurden. Während die Offshore-Einlagen etwas schneller zunahmen als die Fremdwährungseinlagen insgesamt (Tabelle 1), blieben mehr als 90% dieser Einlagen bei den Banken auf dem Festland und unterlagen somit der chinesischen Gesetzgebung und Politik. Das Länderrisiko leistet daher keinen grossen Erklärungsbeitrag für die Zunahme der Fremdwährungseinlagen.

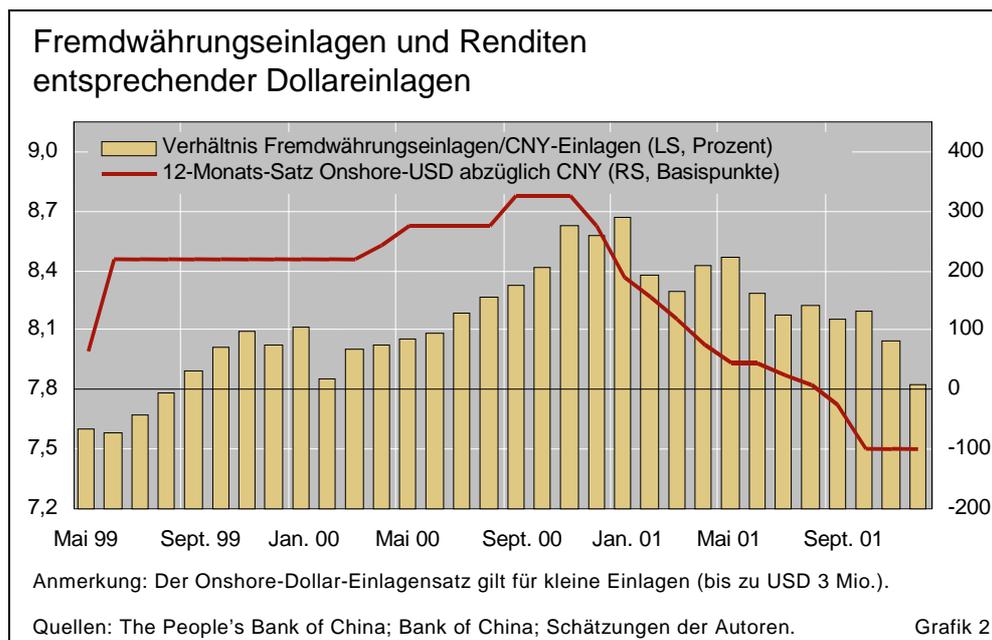
Länderrisiko kommt nicht infrage ...

Kreditrisiko

Angesichts der offenen Diskussion über die hohen Bestände notleidender Kredite bei chinesischen Banken sollte man erwarten, dass die chinesischen Einleger auf das verstärkt wahrgenommene Kreditrisiko im Bankensystem reagieren, indem sie ihre Einlagen als Fremdwährungseinlagen zu ausländischen Banken mit besserer Bonitätseinstufung verlagern. Es wird den ausländischen Banken gemäss den Bedingungen für den Eintritt Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) zwar erlaubt sein, Einlagen von chinesischen privaten Haushalten entgegenzunehmen, doch bisher hatten sie dieses Recht im Allgemeinen nicht, und die Einlagen bei ausländischen Banken in China blieben begrenzt. Die Sensibilität der chinesischen Einleger gegenüber dem

... genauso wenig wie das Kreditrisiko

² S. McCauley und Mo (2000).



Kreditrisiko bleibt weitgehend noch zu erproben. Vorerst kann das Kreditrisiko nicht zur Erklärung der Zunahme von Fremdwährungseinlagen von Nichtbanken in China herangezogen werden.

Zinsdifferenzen

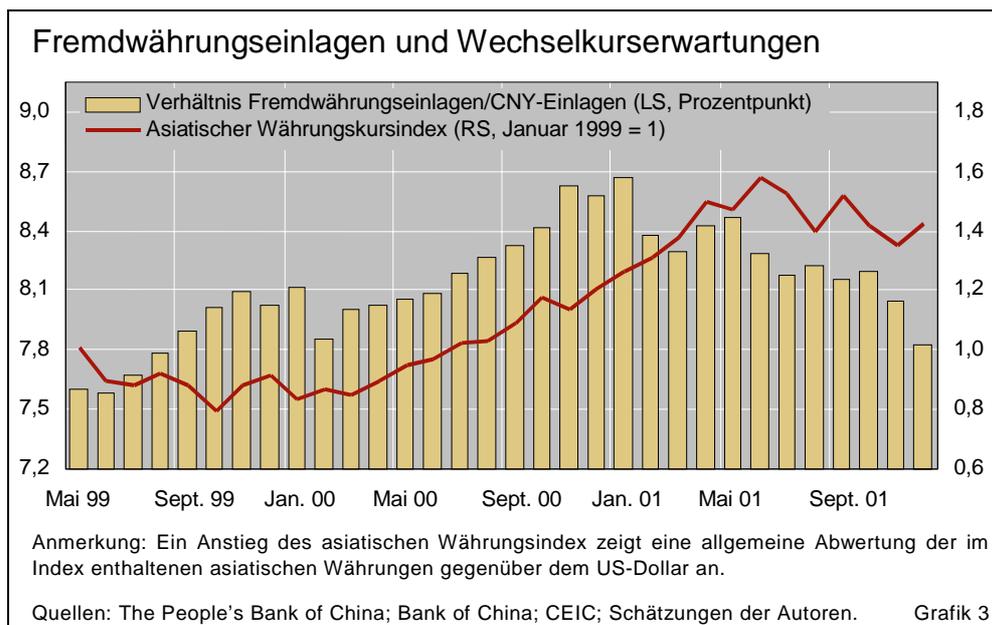
Zinsdifferenzen beeinflussen offenbar die Währungszusammensetzung der Einlagen

Die chinesischen Einleger könnten durch eine Anpassung ihrer Fremdwährungs- und Landeswährungseinlagen auf eine Änderung der Zinsdifferenzen reagieren. Angesichts von Hinweisen darauf, dass nahezu 95% der Fremdwährungseinlagen auf US-Dollar lauten, konzentriert sich dieser Beitrag auf die Differenzen zwischen dem Satz der Onshore-Dollareinlagen und dem Satz der Renminbi-Einlagen. Mitte 1999 bis Ende 2000 verbreiterte sich der Abstand zwischen den 12-Monats-Sätzen für Dollar- bzw. Renminbi-Einlagen stark und erreichte 300 Basispunkte zugunsten der Onshore-Dollareinlagen, was möglicherweise das Anwachsen der Fremdwährungseinlagen im Verhältnis zu den Renminbi-Einlagen förderte (Grafik 2). Als die Federal Reserve 2001 die US-Dollar-Zinssätze senkte, kehrte sich die Situation um, und es entstand ein deutlicher Zinsvorsprung der Renminbi-Einlagen. Die Reaktion der chinesischen Einleger bestand offensichtlich darin, das Verhältnis zwischen Dollar- und Renminbi-Einlagen sinken zu lassen.

Wechselkurserwartungen

Wechselkurserwartungen beeinflussen die Entscheidung, Dollareinlagen zu halten

Ebenso sollten die erwarteten Gesamrenditen aus Fremdwährungseinlagen steigen, wenn mit einer Schwäche des Renminbi gerechnet wird; dies sollte das Halten von Fremdwährungseinlagen fördern. Angesichts der Stabilität des Renminbi gegenüber dem Dollar mag es merkwürdig erscheinen, von Erwartungen bezüglich dieses Wechselkurses zu sprechen. Als jedoch die Nachbarwährungen gegenüber dem Dollar schwächer wurden, wurde öffentlich über den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und die Möglichkeit diskutiert, dass der

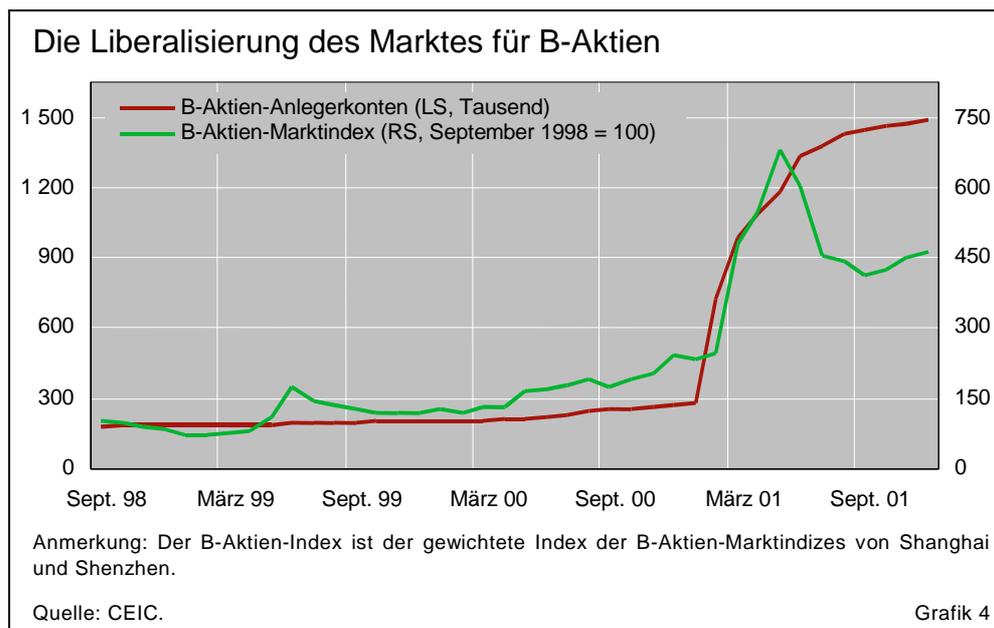


Wechselkurs des Renminbi irgendwie reagieren würde. Daher wird in diesem Beitrag ein Index des Aussenwerts der wichtigsten Währungen Ostasiens mit freien Wechselkursen als repräsentative Grösse für die Wechselkurserwartungen (oder -befürchtungen, da in der Stichprobenperiode die Erwartungen nie erfüllt wurden) verwendet (s. Anmerkung im Kasten auf S. 84). Wenn die Nachbarwahrungen nachgeben, könnte man erwarten, dass die chinesischen Einleger grössere Bestände an Fremdwährungen halten. Der Index schwächte sich in der Zeit von Mitte 1999 bis Ende 2000 gegenüber dem Dollar ab, bevor er sich dann im Jahr 2001 stabilisierte (Grafik 3). Entsprechend der Hypothese der Autoren dieses Beitrags passten die chinesischen Einleger offenbar tatsächlich die Wahrungszusammensetzung ihrer Bankeinlagen an.

Liberalisierung der B-Aktien

Im Februar 2001 gab die chinesische Regierung ihre Entscheidung bekannt, es auch chinesischen Privatleuten zu gestatten, ihre Fremdwährungseinlagen am Markt für B-Aktien, an dem der Handel in Fremdwährung erfolgt, zu investieren. Dieser Markt zeichnete sich vor der Bekanntgabe der Entscheidung durch eine Marktkapitalisierung von weniger als \$ 8 Mrd. aus (10% der Dollareinlagen der privaten Haushalte); allgemein wurde angenommen, dass bereits mehr als die Hälfte davon trotz des offiziellen Verbots von chinesischen Gebietsansässigen gehalten wurde. Da grosse Teile der Bevölkerung Fremdwährungseinlagen hielten und die Bewertungen der B-Aktien zu dieser Zeit verhältnismässig attraktiv ausfielen, nutzten die chinesischen privaten Anleger ihr neues Recht aus und griffen zu (Grafik 4). Der Politikwechsel war mit einem Rückgang der Fremdwährungseinlagen im Februar und März 2001 um \$ 2,5 Mrd. verbunden. Offenbar nahmen ausländische Anleger Gewinne mit und schieden aus dem Markt für B-Aktien aus, während chinesische Gebietsansässige Geld von ihren Dollarkonten abhoben, um ihre Käufe zu finanzieren. Mittelfristig

Einmalige Auswirkung der teilweisen Liberalisierung des Aktienmarktes



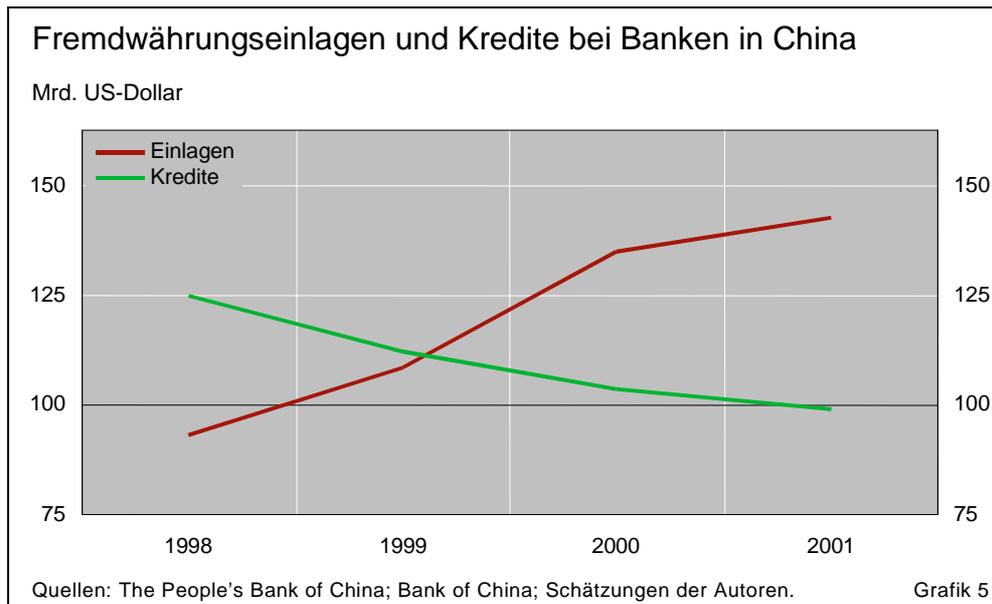
jedoch könnte diese politische Neuorientierung die chinesische Nachfrage nach solchen Einlagen steigern, falls die Anleger erwarten, dass im Zuge weiterer Liberalisierungen Fremdwährungsguthaben tendenziell mit Vorteilen verbunden sein könnten.

Wachsende Dollarliquidität der chinesischen Banken

Während die chinesischen Nichtbanken ihre Onshore-Einlagen in Fremdwährungen erhöhten, bezahlten die chinesischen Unternehmen ausserdem ihre Dollarschulden ab. Insgesamt gingen die Onshore-Dollarkredite in der Zeit von 1998-2001 um mehr als \$ 25 Mrd. zurück. Infolge dieser Entwicklung sank das Verhältnis von chinesischen Fremdwährungskrediten zu Fremdwährungseinlagen innerhalb von vier Jahren von 130% auf 70% (Grafik 5), und zwar nicht nur bei den chinesischen Banken, sondern auch bei den in China tätigen Auslandsbanken.

Die chinesischen Unternehmen scheinen die Dollarkredite aus den gleichen Gründen getilgt zu haben, aus denen die Privathaushalte und Unternehmen ihre Bestände an Dollareinlagen erhöhten. Die im Verhältnis zu den Dollarsätzen sinkenden Renminbi-Kreditzinssätze veranlassten die chinesischen Unternehmen, auf Kredite in lokaler Währung umzustellen. Phasen erhöhter Sensibilität für das Währungsrisiko, die diesen Anreiz noch verstärkten, dürften für die Unternehmen ein weiterer Grund gewesen sein, ihre Dollarverbindlichkeiten zu reduzieren. Befürchtungen einer Abschwächung des Renminbi veranlassten offenbar auch die in China tätigen Töchter ausländischer Unternehmen, ihre Geschäftstätigkeit in Landeswährung zu finanzieren. Seit Ende 2000 haben sich die ausstehenden Dollarkredite anscheinend stabilisiert, was zur weiter oben erörterten Veränderung der Zinsdifferenzen, die das Wachstum der Dollareinlagen bremste, passt.

Tilgung von Dollarkrediten wegen niedrigerer Zinssätze in Landeswährung



Die wachsenden Dollareinlagen und der Rückgang der Dollarkredite haben in den vergangenen drei Jahren bei den Festlandbanken einen Fremdwährungsüberschuss von \$ 75 Mrd. geschaffen; dieser ist höher als der Zuwachs der offiziellen Devisenreserven Chinas von \$ 67 Mrd. Zusammengekommen lassen der Anstieg der Fremdwährungsliquidität im chinesischen Bankensystem und die höheren Devisenreserven darauf schliessen, dass die Geschäftsleitung chinesischer Banken und die für die Währungsreserven Verantwortlichen in dieser Zeit Verwendungsmöglichkeiten für mehr als \$ 140 Mrd. finden mussten. Diese Summe floss grösstenteils zu den an die BIZ berichtenden Banken und in die US-Schuldtitelmärkte (Ma und McCauley 2002).

Zusammenfassung

Die privaten Haushalte und Unternehmen Chinas haben in den letzten zehn Jahren beträchtliche Bestände an Fremdwährungseinlagen bei chinesischen Banken aufgebaut. Unabhängig von der Quelle dieser Finanzmittel hat die Regierung beschlossen, Onshore-Einlagen in Fremdwährung anzuziehen, zum Teil durch eine Anpassung der Sätze für die Onshore-Dollareinlagen an die Bedingungen der ausländischen Märkte. Dass diese Politik eine wichtige Rolle spielte, wird durch das Ergebnis der vorliegenden Untersuchung nahegelegt: demnach haben die Zinsdifferenzen offenbar eine Auswirkung auf die monatliche Schwankung im Anteil der Fremdwährungseinlagen bei den Banken. Überraschender in diesem Zusammenhang ist vielleicht, dass die in diesem Feature verwendete repräsentative Grösse für Wechselkurserwartungen ebenfalls hilft, die Zuwächse beim Anteil der Fremdwährungseinlagen zu erklären, ungeachtet der Stabilität des Renminbi. Die offizielle Kopplung der Öffnung des Marktes für B-Aktien und der Fremdwährungseinlagen führte sofort zum Abfluss einiger Einlagen, doch mittelfristig kann dies bedeuten, dass den Inhabern dieser Konten weitere Male ein Vorsprung gewährt wird, sodass die Nachfrage nach den Fremdwährungseinlagen steigen dürfte. Die gleiche Triebkraft, die hinter den zunehmenden Dollareinlagen steht, hat wohl

auch zu einem Rückgang der Dollarkredite geführt. Die Dollarüberschüsse der chinesischen Banken kamen zu wachsenden Währungsreserven hinzu, und beide flossen den an die BIZ berichtenden Banken und den US-Schuldtitelmärkten zu.

Eine spätere Rückkehr zu höheren Dollarzinsätzen könnte wieder zu einem Wachstum der Fremdwährungseinlagen in China führen. Ein etwaiger Wechsel hin zu einem flexibleren Wechselkurssystem würde ein neues Element in der Herausbildung von Wechselkurserwartungen darstellen. Wie stark auch immer solchen Einlagen gefragt sind – sie erfüllen die Funktion eines frühen Experiments im Rahmen der Liberalisierung der Zinssätze in China. Darüber hinaus werden die chinesischen und ausländischen Banken gemäss den Bedingungen für einen Eintritt Chinas in die WTO zuerst bei den Fremdwährungseinlagen konkurrieren, bevor sie im Renminbi-Geschäft direkt miteinander im Wettbewerb stehen.

Bibliografie

Fung, B.S.C. und R.N. McCauley (2001): „Analyse des Wachstums der Fremdwährungseinlagen in Taiwan“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 55-63.

Ma, G. (1999): „Implications of rising personal foreign currency deposits in China“, *Merrill Lynch China Economics Research*, 16. Dezember.

Ma, G. und R.N. McCauley (2002): „Die Fremdwährungsliquidität der chinesischen Banken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 21-23.

McCauley, R.N. und Y.K. Mo (2000): „Fremdwährungseinlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Banken in China“, *BIZ-Quartalsbericht*, August, S. 38-43.

Bestimmungsfaktoren für das Wachstum der Fremdwährungseinlagen in China: ökonometrische Daten

Für die Erklärung der monatlichen Veränderung des Verhältnisses der Onshore-Fremdwährungseinlagen zu den Renminbi-Einlagen wird eine Regressionsanalyse für eine sehr begrenzte Stichprobe von Juni 1999 bis Dezember 2001 verwendet. Es werden drei in der Analyse aufgestellte Hypothesen geprüft. Die erste lautet, dass die Verhältniszahl steigt, wenn sich das Zinsgefälle zwischen Onshore-Dollareinlagen und Einlagen in Landeswährung ausweitert. Nach der zweiten steigt die Verhältniszahl, wenn mit einer Aufwertung des Dollars gegenüber dem Renminbi gerechnet wird. Gemäss der dritten schliesslich führt die kürzlich erfolgte Liberalisierung des Marktes für B-Aktien bei ihrem Wirksamwerden zu einem Abfluss von Fremdwährungseinlagen aus dem Bankensystem. Die unten stehenden geschätzten Koeffizienten weisen das richtige Vorzeichen auf und sind statistisch signifikant. Die empirischen Daten stützen die wichtigsten Thesen der Analyse.

$$1) F_t = -0,065 + 0,041R_t + 0,382E_{t-1}$$

(-1,96) (2,59) (1,13)

$$\bar{R}^2 = 0,190; DW = 2,175; LLF = 25,14$$

$$2) F_t = -0,042 + 0,083R_t + 0,558E_{t-1} - 0,002B_t$$

(-1,46) (2,83) (1,93) (-3,54)

$$\bar{R}^2 = 0,426; DW = 2,203; LLF = 31,04$$

Dabei ist

F_t = Änderung des Verhältnisses der Onshore-Fremdwährungseinlagen zu den Renminbi-Einlagen

R_t = Zinsdifferenz (12-Monats-Satz: Onshore-USD abzüglich CNY)

E_{t-1} = nachlaufende Veränderungen im asiatischen Währungsindex in Prozent

B_t = Veränderung der Anzahl B-Aktien-Anlegerkonten in Prozent.

Anmerkung: Der „asiatische Währungsindex“ ist der handelsgewichtete Index der bilateralen US-Dollar-Wechselkurse gegenüber sieben asiatischen Währungen mit freiem Wechselkurs: indonesische Rupiah, Yen, koreanischer Won, philippinischer Peso, Singapur-Dollar, Neuer Taiwan-Dollar und thailändischer Baht. Die Handelsgewichtung ist der gesamte Handelswert von 1999 in Dollar.