

## L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina<sup>1</sup>

Nel periodo 1999–2001 il sistema bancario cinese ha beneficiato di un'eccedenza netta di valuta estera pari a \$75 miliardi, dovuta in larga parte alla crescita dei depositi in dollari e, per il resto, alla contrazione dei prestiti nella stessa moneta. L'analisi del fenomeno chiarisce taluni aspetti di questa importante fonte di finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti negli ultimi anni.

Il presente studio monografico esamina le determinanti della domanda di depositi in valuta estera presso le banche cinesi. Da esso emerge che quasi la

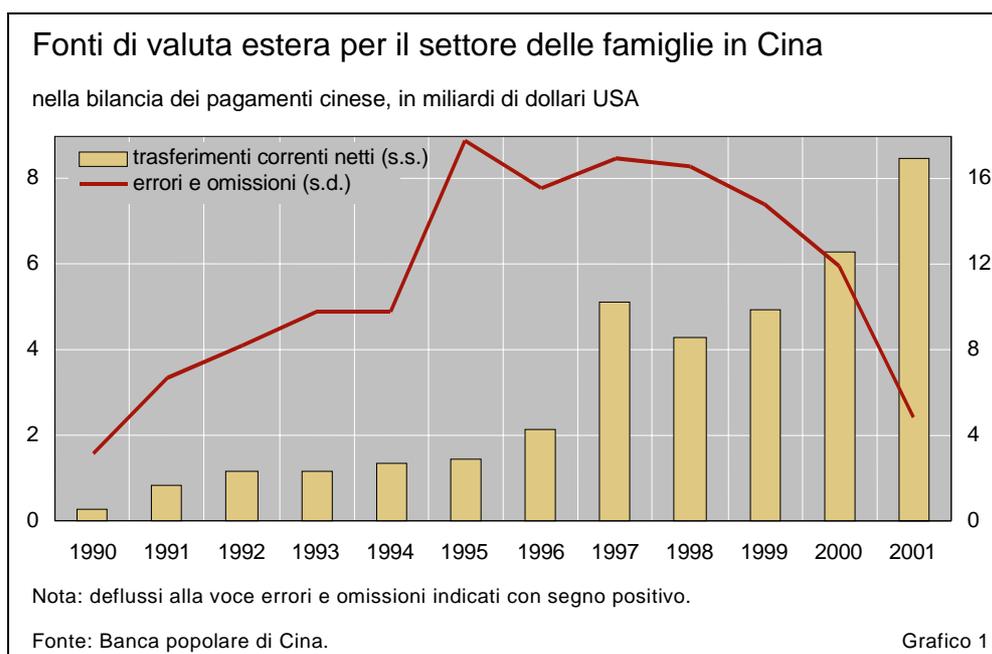
Depositi bancari in valuta estera di residenti non bancari cinesi					
dati di fine periodo, in miliardi di dollari USA					
	1992	1995	1997	2000	2001
Totale	60,7	69,7	83,5	145,6	154,5
Sull'interno	57,9	66,7 <sup>1</sup>	79,7 <sup>1</sup>	134,8	142,6
Presso banche nazionali	56,1	63,6 <sup>1</sup>	75,2 <sup>1</sup>	128,3	134,9
Privati	9,4	15,9 <sup>1</sup>	29,2 <sup>1</sup>	73,0	81,6
Imprese	26,7	29,3 <sup>1</sup>	33,7 <sup>1</sup>	46,0	45,3
Altri	20,1	18,4 <sup>1</sup>	12,3 <sup>1</sup>	9,3	8,0
Presso banche estere <sup>2</sup>	1,8	3,1	4,5	6,5	7,8
Sull'estero <sup>3</sup>	2,8	2,9	3,8	10,9	11,9
<i>Per memoria:</i>					
<i>presso banche nazionali in percentuale dei depositi totali in renminbi</i>	12,3	8,7	6,9	8,6	7,8
<i>Riserve in valuta estera</i>	19,4	73,6	140,0	165,6	212,2

<sup>1</sup> Depositi in dollari stimati utilizzando dati bancari tratti da *Almanac of China's Banking and Finance*. <sup>2</sup> I depositi presso le banche estere operanti in Cina sono stimati assumendo che tutti i depositi di queste istituzioni siano in valuta estera. <sup>3</sup> Depositi di residenti non bancari cinesi presso le banche dichiaranti alla BRI.

Fonti: Banca popolare di Cina; *Almanac of China's Banking and Finance*; stime degli autori; BRI.

Tabella 1

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.



metà della loro variazione è attribuibile congiuntamente ai differenziali di interesse, alle aspettative di cambio e all'effetto una tantum della parziale liberalizzazione del mercato azionario cinese. Viene inoltre analizzata la recente tendenza calante dei prestiti in dollari erogati dalle banche situate in Cina e il suo contributo al rafforzamento della posizione di liquidità in valuta estera del sistema bancario.

### Crescita dei depositi in valuta dei residenti non bancari cinesi

Negli ultimi anni i depositi in valuta estera dei residenti non bancari cinesi hanno fatto registrare una rapidissima crescita, che ha rivaleggiato con quella, più che cospicua, delle riserve valutarie ufficiali (tabella 1). Tali depositi sono stati costituiti principalmente presso le banche di nazionalità cinese situate nel territorio continentale, ma anche presso quelle in centri offshore (fra cui le affiliate di banche cinesi a Hong Kong SAR e altrove), nonché presso banche estere operanti nella Cina stessa, che fino ad epoca recente potevano offrire i propri servizi solo a clienti stranieri. La componente più dinamica sono stati i depositi di privati.

È difficile individuare la provenienza di tutti i depositi. Una delle fonti è costituita dalle rimesse di cinesi residenti all'estero, che trovano riflesso nei trasferimenti correnti netti per oltre \$8 miliardi registrati nel 2001 (grafico 1). Grazie all'allentamento delle restrizioni poste all'espatrio per turismo, lo scorso anno risultano essersi recati all'estero 12 milioni di cinesi, ciascuno dei quali poteva convertire renminbi in valuta estera per il controvalore di \$2 000. Le lacune nei controlli valutarie possono in parte spiegare i consistenti deflussi che comporta la voce errori e omissioni della bilancia dei pagamenti cinese, alimentando i depositi in valuta estera. Inoltre, i tassi d'interesse relativamente

I depositi in dollari possono originare da varie fonti

attraenti sui depositi interni in dollari hanno agito nel senso di contenere quella che avrebbe altrimenti potuto essere una fuga di capitali<sup>2</sup>.

## Spiegazioni

Quattro possibili ragioni della crescita dei depositi valutari

Sulla falsariga dell'analisi dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan, Cina (Fung e McCauley, 2001), vengono considerati quattro fattori per spiegare la variazione mensile dei depositi valutari presso le banche cinesi situate nel territorio continentale. In sintesi, risultano non accettabili come spiegazioni il rischio paese e il rischio di credito, mentre mostrano di svolgere un ruolo importante i differenziali di tasso d'interesse e le aspettative di cambio. Inoltre, la liberalizzazione del cosiddetto mercato azionario B, in precedenza riservato agli investitori non residenti, spiega il calo dei depositi osservato nel primo trimestre 2001. Questi risultati concordano in modo rimarchevole con quelli di precedenti lavori su Cina (Ma, 1999) e Taiwan (Fung e McCauley, 2001).

### *Rischio paese*

Il rischio paese è escluso ...

Se i depositanti cinesi acquisissero dollari per evitare il rischio paese, essi tenderebbero logicamente a collocarli all'estero, sottraendoli così al controllo delle autorità nazionali. Tuttavia, i dati disponibili non indicano una preferenza per i depositi esteri rispetto a quelli interni. Anche se i primi sono cresciuti a un ritmo leggermente superiore (tabella 1), i depositi valutari totali continuano a essere collocati per oltre il 90% presso banche operanti nel territorio continentale, e sottostanno quindi alla legislazione e alla regolamentazione cinese. Di conseguenza, il rischio paese non può essere una determinante significativa della crescita dei depositi in valuta estera.

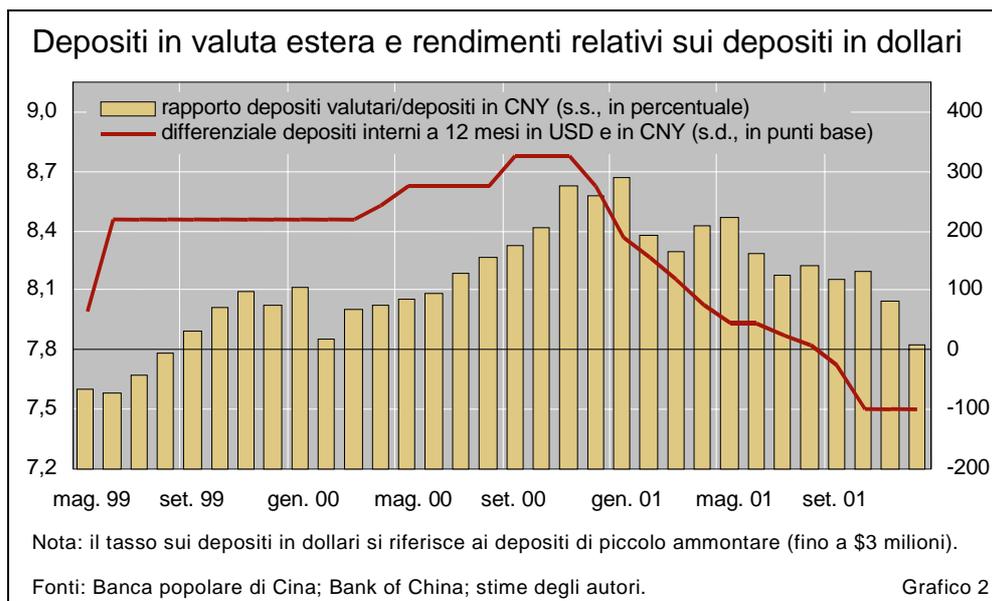
### *Rischio di credito*

... così come il rischio di credito

Dato il perdurante dibattito sull'elevato livello delle sofferenze nei bilanci delle banche cinesi, sarebbe stato plausibile che i depositanti reagissero al maggiore rischio potenziale investendo le proprie disponibilità presso le banche estere con migliore rating sotto forma di depositi valutari. Anche se le condizioni per l'ingresso della Cina nell'Organizzazione Mondiale per il Commercio (OMC) prevedono che le banche estere siano abilitate a ricevere depositi dalle famiglie in Cina, tali istituzioni non hanno finora generalmente beneficiato di questa facoltà, cosicché i loro depositi rimangono modesti. Di fatto, la reattività al rischio di credito dei depositanti cinesi resta ancora da verificare appieno. Questo fattore non è pertanto in grado di spiegare l'aumento dei depositi in valuta estera dei residenti non bancari in Cina.

---

<sup>2</sup> Cfr. McCauley e Mo (2000).



### *Differenziali di tasso d'interesse*

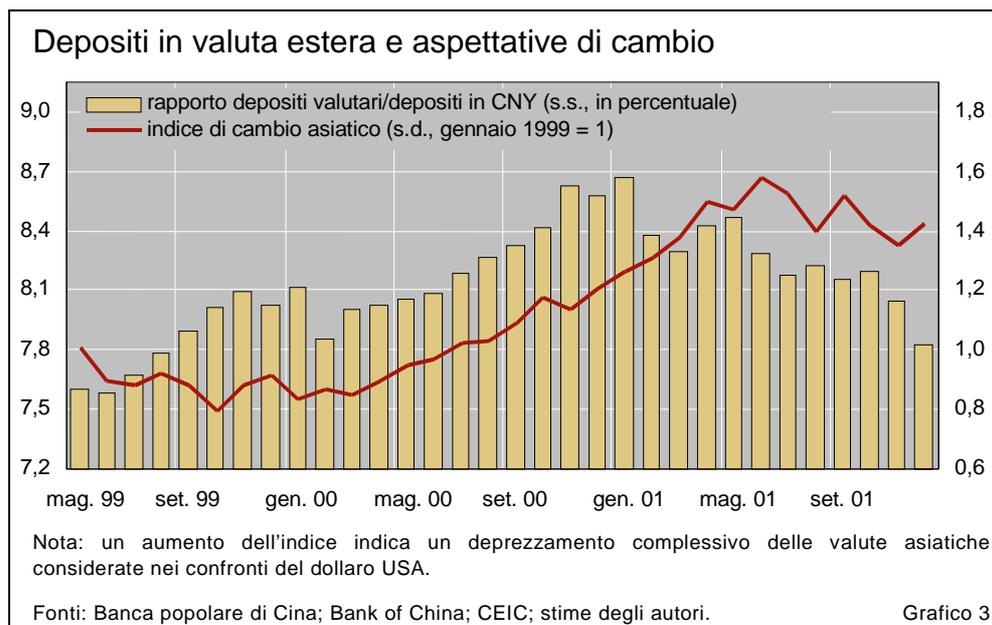
I depositanti cinesi potrebbero modificare l'incidenza relativa dei depositi in valuta estera e in moneta nazionale in risposta all'andamento dei differenziali di interesse. Poiché secondo le indicazioni disponibili quasi il 95% dei depositi valutari è in dollari USA, l'analisi si incentra sul differenziale di rendimento fra i depositi interni in dollari a 12 mesi e quelli in renminbi. Fra la metà del 1999 e la fine del 2000 tale differenziale si è ampliato fino a 300 punti base in favore dei depositi in dollari, e ciò potrebbe aver stimolato la crescita di questi ultimi a scapito delle disponibilità in moneta nazionale (grafico 2). Nel 2001, in seguito all'allentamento monetario attuato dalla Federal Reserve, la situazione si è capovolta, e il differenziale di tasso fra dollaro e renminbi ha decisamente favorito i depositi in quest'ultima valuta. I depositanti cinesi hanno mostrato di reagire a tale circostanza riducendo la quota relativa dei depositi in dollari.

I differenziali di interesse potrebbero influenzare la composizione valutaria dei depositi

### *Aspettative di cambio*

Parallelamente, il rendimento atteso complessivo sui depositi in valuta estera aumenterebbe in previsione di un deprezzamento del renminbi, e ciò dovrebbe incoraggiare la detenzione di tali depositi. Data la stabilità della moneta cinese nei confronti del dollaro, può sembrare fuori luogo parlare di aspettative di questo genere. Tuttavia, allorché le monete dei paesi limitrofi si sono indebolite rispetto al dollaro, si è dibattuto sulla conseguente perdita di competitività dell'economia cinese e sulla possibilità di una risposta del tasso di cambio. Pertanto, è stato assunto come proxy delle aspettative di cambio (o meglio, dei timori, giacché le aspettative non si sono mai materializzate nel periodo campione) un indice ponderato per l'interscambio delle principali valute fluttuanti dell'Est asiatico (cfr. nota nel riquadro a pag. 78). Ci si potrebbe attendere che in presenza di un deprezzamento delle valute dei paesi

Le aspettative di cambio paiono aver influito sulla decisione di detenere depositi in dollari

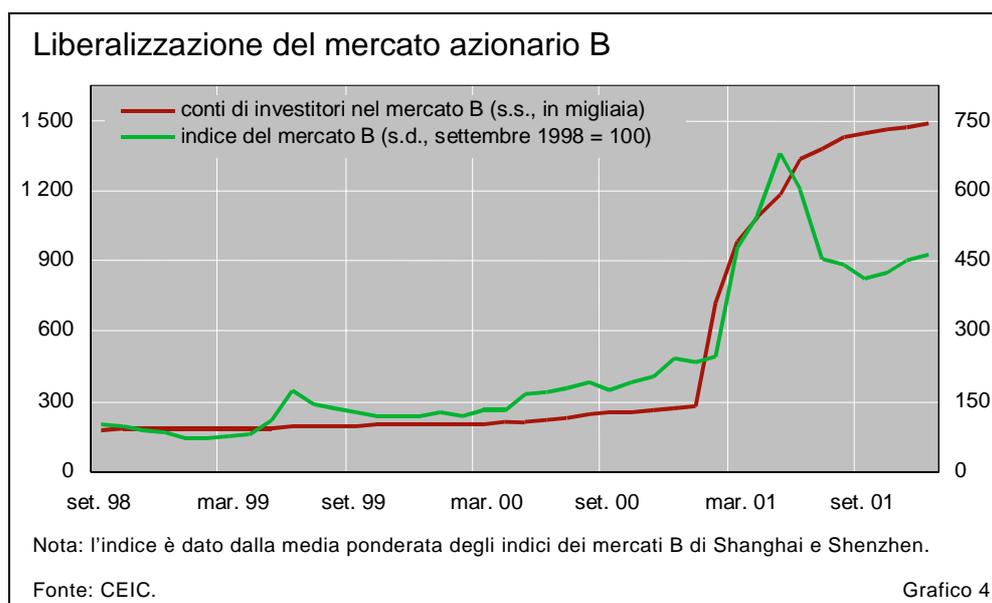


dell'area i depositanti cinesi incrementino i propri depositi in valuta estera. L'indice suddetto si è indebolito rispetto al dollaro da metà 1999 a fine 2000, per poi stabilizzarsi nel corso del 2001 (grafico 3). In linea con la nostra ipotesi, i depositanti cinesi paiono effettivamente avere aggiustato la composizione valutaria dei propri depositi bancari.

#### *Liberalizzazione del mercato azionario B*

Nel febbraio 2001 il governo cinese ha annunciato che avrebbe permesso ai residenti cinesi di investire le loro disponibilità valutarie nel mercato azionario B, dove le contrattazioni si svolgono in valuta estera. Prima dell'annuncio il mercato aveva una capitalizzazione di meno di \$8 miliardi (pari al 10% dei

Effetto una tantum della parziale liberalizzazione dei mercati azionari



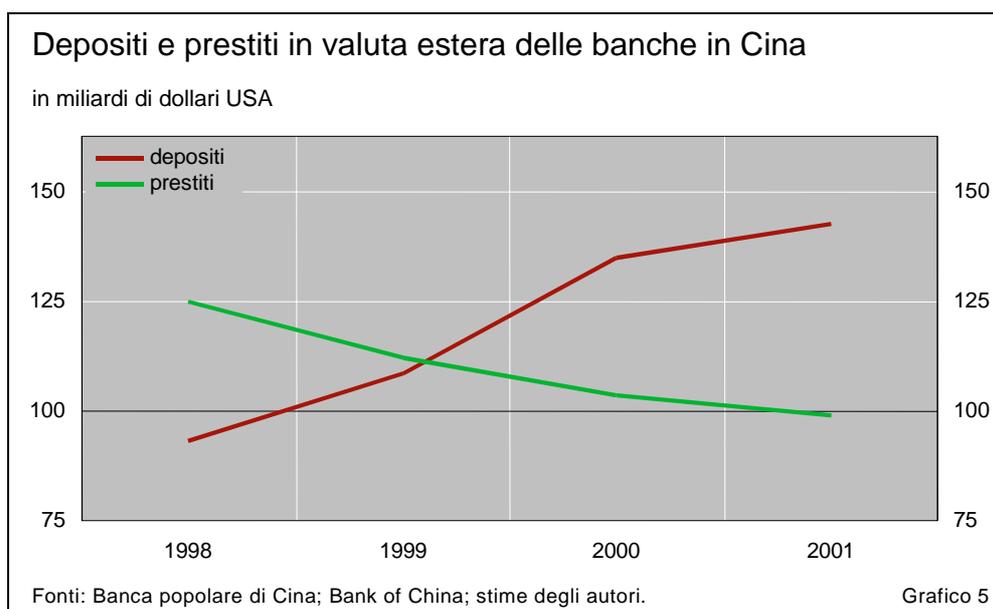
depositi in dollari delle famiglie cinesi), di cui più della metà si riteneva fosse già nelle mani di residenti, nonostante il divieto ufficiale. Data la diffusa disponibilità di depositi in valuta e le quotazioni allora relativamente favorevoli delle azioni B, gli investitori privati cinesi si sono avvalsi massicciamente della nuova facoltà (grafico 4). La parziale liberalizzazione si è accompagnata a una diminuzione di \$2,5 miliardi dei depositi in valuta estera nel febbraio e marzo 2001. Pare che gli investitori stranieri abbiano realizzato le plusvalenze uscendo dal mercato in questione e che i residenti cinesi abbiano attinto ai propri conti in dollari per finanziare gli acquisti di titoli. Tuttavia, a medio termine la nuova regolamentazione potrebbe aumentare la domanda di tali depositi qualora gli investitori prevedano che le disponibilità in valuta saranno avvantaggiate nel contesto di un'ulteriore liberalizzazione.

### Crescente liquidità in dollari delle banche cinesi

Mentre i residenti non bancari cinesi hanno incrementato i propri depositi interni in valuta estera, le imprese cinesi hanno rimborsato passività denominate in dollari. Nel periodo 1998–2001 queste sono complessivamente diminuite di oltre \$25 miliardi. Di conseguenza, nei quattro anni il rapporto fra prestiti e depositi in valuta estera è sceso dal 130 al 70% (grafico 5). Va detto che la diminuzione ha riguardato non soltanto le banche di nazionalità cinese ma anche le banche estere operanti in Cina.

Le ragioni che hanno indotto le imprese cinesi a rimborsare passività in dollari paiono essere le stesse che spiegano l'aumento dei depositi. Il calo dei tassi d'interesse sul renminbi in relazione ai tassi sul dollaro ha incentivato le aziende cinesi a rifinanziarsi in moneta locale. La tendenza a ridurre l'esposizione debitoria in dollari può inoltre essere stata accentuata da taluni episodi di più acuta percezione del rischio di cambio. Analogamente, il timore

Il calo dei tassi d'interesse sul renminbi ha favorito il rimborso dei debiti in dollari



di un deprezzamento del renminbi avrebbe spinto le affiliate di società estere operanti in Cina a finanziare la propria attività con moneta locale. A partire dalla fine del 2000 la consistenza dei prestiti in dollari sembra essersi stabilizzata, in linea con la variazione dei differenziali d'interesse che ha frenato la crescita dei depositi in dollari, come si è detto in precedenza.

Negli ultimi tre anni l'aumento dei depositi, unitamente al rimborso di prestiti, ha generato presso le banche in Cina un'eccedenza di valuta estera di \$75 miliardi, superiore al contestuale incremento delle riserve ufficiali, pari a \$67 miliardi. Complessivamente, il sistema bancario e i gestori delle riserve ufficiali hanno pertanto dovuto collocare oltre \$140 miliardi di fondi in valuta durante questo periodo. Tali disponibilità sono affluite principalmente alle banche dichiaranti alla BRI e sul mercato dei titoli di debito USA (Ma e McCauley, 2002).

## Conclusioni

Nel corso dell'ultimo decennio le famiglie e le società cinesi hanno costituito ingenti depositi in valuta estera presso le banche interne. Quale che sia l'origine dei fondi, il governo ha deciso di promuovere la raccolta in valuta sull'interno, mantenendo tra l'altro i rendimenti di tali depositi sostanzialmente in linea con quelli offerti sui mercati esteri. L'importanza di questa politica è confermata dal fatto che i differenziali di tasso d'interesse paiono influenzare la variazione mensile della quota relativa dei depositi valutari. Un risultato forse più sorprendente è che all'aumento di tale quota hanno parimenti contribuito le aspettative di cambio, nonostante la stabilità di fatto del renminbi. Sebbene la facoltà ufficialmente riconosciuta di accedere al mercato azionario B e detenere depositi in valuta estera abbia prodotto nell'immediato un calo di questi ultimi, in un orizzonte di medio termine ciò induce a ritenere che i titolari di tali conti possano godere di ulteriori vantaggi, il che tenderebbe ad accrescerne la domanda. I fattori all'origine dell'aumento dei depositi in dollari sono presumibilmente gli stessi che hanno provocato una diminuzione dei prestiti denominati nella moneta americana. Le eccedenze in dollari del sistema bancario cinese sono in gran parte affluite, unitamente alle maggiori riserve ufficiali, alle banche dichiaranti alla BRI e sul mercato dei titoli di debito USA.

In prospettiva, un ritorno a tassi d'interesse più elevati sul dollaro potrebbe ridare slancio alla crescita dei depositi valutari in Cina. L'eventuale adozione di un regime di cambio più flessibile introdurrebbe un nuovo elemento nella formazione delle aspettative di cambio. A prescindere dalla loro domanda, tali depositi svolgono comunque un ruolo sperimentale nel processo di liberalizzazione dei tassi d'interesse in Cina. Inoltre, le condizioni per l'ingresso della Cina nell'OMC prevedono che le banche cinesi ed estere competano inizialmente sul mercato dei depositi in valuta estera, e soltanto in una fase successiva sul mercato del renminbi.

## Riferimenti bibliografici

Fung, B.S.C. e R.N. McCauley (2001): "Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 52–29.

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

Ma, G. e R.N. McCauley (2002): "Liquidità in valuta estera delle banche cinesi", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 19–20.

McCauley, R.N. e Y.K. Mo (2000): "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, agosto, pagg. 36–41.

### Determinanti della crescita dei depositi in valuta estera in Cina: alcune evidenze econometriche

È impiegata un'analisi di regressione per spiegare la variazione mensile del rapporto fra i depositi interni in valuta estera e i depositi in renminbi durante il breve periodo campione dal giugno 1999 al dicembre 2001. Sono verificati tre assunti base. Primo, il rapporto aumenterebbe in risposta a un ampliamento del differenziale positivo fra il tasso sui depositi interni in dollari e il tasso sui depositi in renminbi. Secondo, il rapporto aumenterebbe in previsione di un apprezzamento del dollaro rispetto al renminbi. Terzo, la recente liberalizzazione del mercato azionario B avrebbe come effetto iniziale quello di sottrarre depositi in valuta estera dal sistema bancario. I coefficienti stimati di correlazione sotto indicati sono di segno giusto e statisticamente significativi. L'evidenza empirica conforta le principali argomentazioni della nostra analisi.

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

(-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)

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

dove

$F_t$  = variazione del rapporto fra depositi interni in valuta e depositi in renminbi

$R_t$  = differenziale d'interesse (tasso a 12 mesi su depositi USD interni meno tasso su CNY)

$E_{t-1}$  = variazione percentuale differita dell'indice di cambio asiatico

$B_t$  = variazione percentuale del numero di conti degli investitori sul mercato B.

Nota: l'indice di cambio asiatico è l'indice, ponderato per l'interscambio, dei tassi di cambio bilaterali con il dollaro di sette monete asiatiche fluttuanti: won coreano, peso filippino, yen giapponese, rupia indonesiana, dollaro di Singapore, nuovo dollaro di Taiwan e baht thailandese. I pesi sono dati dal valore dell'interscambio totale nel 1999 in termini di dollari.