

Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan

La domanda di depositi bancari denominati in valuta estera origina spesso dall'esperienza di una forte inflazione dei prezzi. Ad esempio, in Argentina, Russia e Turchia le banconote e i depositi in dollari USA e in marchi tedeschi rappresentano una quota rilevante della massa monetaria a causa di un passato di elevatissima inflazione. Nei paesi dell'Est asiatico, viceversa, alla bassa inflazione degli ultimi decenni si è accompagnata una quota generalmente modesta di depositi in valuta, non superiore nella media a quella delle economie industriali (tabella 1). Se si prescinde dai centri finanziari di Hong Kong e Singapore, i paesi con i maggiori depositi valutari sono Indonesia e Filippine, dove l'inflazione è stata in genere eccezionalmente alta per gli standard della regione.

Nondimeno, taluni andamenti osservati di recente nell'Est asiatico appaiono in contrasto con la predetta correlazione tendenzialmente positiva fra inflazione ed entità dei depositi in valuta. Ne è un esempio Taiwan, Cina (di seguito Taiwan), dove negli ultimi anni tali depositi sono cresciuti molto rapidamente nonostante la modesta inflazione¹. Il presente lavoro analizza questo fenomeno prendendo in considerazione diversi fattori esplicativi, come il rischio paese, il rischio di credito, i differenziali di tasso d'interesse e le aspettative di cambio.

La crescita dei depositi taiwanesi in valuta estera

Durante gli ultimi anni la consistenza dei depositi bancari in valuta estera è passata attraverso varie fasi di crescita. Dopo essere rimasta praticamente

I depositi valutari taiwanesi sono in crescita dal 1995 ...

¹ Un altro esempio è la Cina continentale, dove un tasso di cambio mantenuto sostanzialmente fisso per tutta la durata della crisi asiatica ha determinato deflazione e bassi tassi d'interesse. Cfr. Robert N. McCauley e Y. K. Mo, "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, agosto 2000, pagg. 36-41. Entro i limiti posti dai controlli sui capitali, la domanda di depositi in valuta estera a più alto rendimento è di fatto cresciuta assai più rapidamente di quella dei depositi in moneta nazionale. Nel 2000 i depositi valutari risultavano saliti a \$128,3 miliardi, con un tasso di crescita del 24,3%, quasi doppio rispetto a quello di M2. La liberalizzazione degli acquisiti di azioni B, in precedenza permessi ai soli residenti esteri, potrebbe però rallentare l'espansione dei depositi bancari in valuta.

Depositi in valuta estera e moneta in senso ampio in determinate economie

a fine dicembre 2000, in miliardi di dollari USA

| Residenti di | Depositi in valuta estera di residenti non bancari | | | Per memoria | |
|--|--|--------------------------|----------------|---------------------------|---|
| | Presso banche all'interno | Presso banche all'estero | Totale | Moneta ampia ¹ | Depositi valutari in % della moneta ampia |
| Area dell'euro | 112,1 | 400,9 | 513,0 | 4 725,6 | 10,9 |
| Belgio | 8,4 | 34,9 | 43,3 | 237,3 | 18,3 |
| Francia | 18,3 | 38,0 | 56,3 | 983,9 | 5,7 |
| Germania | 14,0 | 91,1 | 105,1 | 1 447,5 | 7,3 |
| Italia | 5,6 | 22,8 | 28,5 | 556,8 | 5,1 |
| Paesi Bassi | 16,5 | 119,1 | 135,6 | 319,9 | 42,4 |
| Australia | 3,8 | 8,5 ² | 12,3 | 744,0 | 1,7 |
| Canada | 28,1 | 15,1 ² | 43,3 | 472,4 | 9,2 |
| Giappone | 93,4 ³ | 14,6 | 107,9 | 5 581,5 | 1,9 |
| Nuova Zelanda | 1,4 | 2,8 ² | 4,2 | 238,7 | 1,8 |
| Regno Unito | 175,5 | 147,0 | 322,6 | 1 309,9 | 24,6 |
| Stati Uniti ⁴ | ... | 139,4 | 139,4 | 7 143,5 | 2,0 |
| Svezia | 6,1 | 5,5 ² | 11,5 | 99,7 | 11,5 |
| Svizzera | 73,3 | 54,2 | 127,4 | 289,2 | 44,1 |
| Totale area dell'euro e altri paesi industriali | 493,7 | 787,9 | 1 281,6 | 20 604,5 | 6,2 |
| Hong Kong ⁵ | 209,5 | 39,2 ² | 248,7 | 462,5 | 53,8 |
| Cina | 128,3 | 10,4 ² | 138,7 | 1 642,6 | 8,4 |
| Corea | 16,8 | 2,0 ² | 18,8 | 326,7 | 5,7 |
| Filippine | 12,3 | 3,6 ² | 15,9 | 41,3 | 38,5 |
| India | – | 5,2 ² | 5,2 | 243,6 | 2,1 |
| Indonesia | 14,9 | 3,2 ² | 18,1 | 77,3 | 23,4 |
| Macao ⁶ | 7,8 | 1,1 ² | 8,9 | 10,7 | 83,4 |
| Malaysia | 2,5 | 2,7 ² | 5,2 | 91,6 | 5,7 |
| Singapore | – | 18,9 ² | 18,9 | 98,7 | 19,1 |
| Taiwan, Cina | 34,1 | 18,6 ² | 52,7 | 571,2 | 9,2 |
| Thailandia | 1,5 | 2,8 ² | 4,3 | 119,0 | 3,7 |

¹ Dati non stagionalizzati. Per Belgio, Francia, Germania, Italia e Paesi Bassi, fine dicembre 1998. ² Stima dei depositi con denominazione valutaria identificata, da considerare come valore minimo. ³ Stima BRI. ⁴ Gli Stati Uniti non dichiarano i depositi in valuta estera presso le banche interne; la loro entità è ritenuta modesta. ⁵ Depositi in valuta estera di soggetti non bancari sia residenti sia non residenti. ⁶ Dati di fine giugno 2000.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

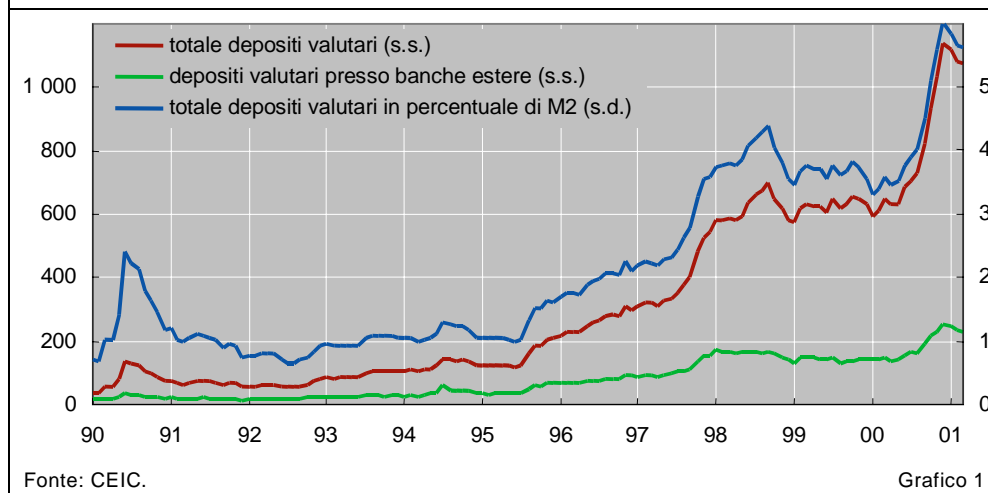
Tabella 1

... e si sono quasi raddoppiati nel secondo semestre 2000

costante al livello dell'1% circa di M2, ossia TWD 150 miliardi (circa \$5 miliardi) fino a metà 1995, essa ha quindi assunto un trend ascendente. L'espansione si è accelerata durante la crisi asiatica, e nel settembre 1998 la sua quota su M2 risultava quadruplicata (grafico 1). Dopo una flessione durata quattro mesi, i depositi in valuta sono rimasti piuttosto stabili fino a metà 2000, per poi risalire fortemente. A fine anno essi risultavano quasi raddoppiati, totalizzando il 6% di M2, ossia TWD 1,1 trilioni (circa \$34 miliardi). Nella prima parte del 2001 sono quindi nuovamente calati.

Depositi in valuta estera

in miliardi di nuovi dollari di Taiwan (s.s.) e in percentuale (s.d.)



La disaggregazione dei depositi valutari presso le banche interne fra conti a vista e conti a scadenza mostra che la crescita è dovuta soprattutto a questi ultimi, detenuti tipicamente con finalità di investimento piuttosto che per scopi transattivi.

La risposta delle autorità

In risposta all'aumento dei depositi in valuta estera, lo scorso anno le autorità di Taiwan sono passate da una politica che di fatto favoriva tali depositi a un regime penalizzante. Prima del dicembre 2000 non era prescritto alcun obbligo di riserva a fronte dei conti valutari, allorché quelli in moneta nazionale sottostavano a coefficienti compresi fra il 5 e il 13,5%. Nel corso di tale mese le autorità hanno portato al 5% e quindi al 10% la riserva obbligatoria sulla nuova raccolta in valuta, cosicché ai depositi a scadenza in dollari USA è venuto ad applicarsi un coefficiente di riserva superiore a quello del 6,25% previsto per la stessa tipologia di depositi in nuovi dollari di Taiwan.

Imposizione di una riserva obbligatoria ...

Era prevedibile che il costo dei nuovi obblighi di riserva sui depositi valutari sarebbe in certa misura ricaduto sui depositanti, sotto forma di minori rendimenti. Con un tasso sul dollaro superiore al 5%, una piena traslazione di tali costi avrebbe comportato una riduzione di circa 50 punti base (0,5%) dei rendimenti sui nuovi depositi². Di fatto, in seguito all'incremento dei coefficienti di riserva i tassi sui depositi in dollari USA a un mese e a tre mesi presso le banche interne sono diminuiti di circa 60 punti base (tenuto conto dei movimenti del Libor).

... con conseguente riduzione degli interessi sui depositi valutari

Pertanto, l'obbligo di riserva ha ridotto il vantaggio di tasso d'interesse rispetto ai conti in moneta nazionale. La manovra ha inoltre accresciuto

² Sulle riserve a fronte dei depositi in valuta non è corrisposto alcun interesse.

l'incentivo a collocare le disponibilità in valuta presso banche operanti in centri non soggetti a tali obblighi, come Hong Kong e Stati Uniti.

Spiegazioni

Quattro potenziali spiegazioni della crescita dei depositi valutari

I dati disponibili consentono di scartare due possibili spiegazioni dell'aumento dei depositi in valuta a Taiwan nel corso degli ultimi anni, di accettarne in parte una terza e di ritenere pienamente valida una quarta. Se i depositanti taiwanesi avessero acquisito dollari per evitare il rischio paese, essi avrebbero logicamente scelto di collocare tali disponibilità all'estero. Di fatto, però, non si osserva una preferenza per i depositi offshore rispetto a quelli interni. Qualora la motivazione fosse stata la protezione dal rischio di credito, i fondi avrebbero dovuto affluire soprattutto alle istituzioni con rating più elevato, mentre non risulta siano state favorite le banche di emanazione estera, più quotate rispetto alle concorrenti locali. Se l'acquisizione di valuta estera fosse stata indotta dai più elevati rendimenti, la crescita dei depositi valutari dovrebbe essere correlata con il differenziale di tasso d'interesse in favore del dollaro USA³, fatto solo parzialmente confermato dai dati. Infine, se i depositanti taiwanesi avessero investito in dollari nell'aspettativa di un apprezzamento sulla moneta nazionale, allora i depositi avrebbero dovuto aumentare o calare in linea con la forza del dollaro (almeno nell'ipotesi di aspettative adattive). E così è stato.

Rischio paese

Il rischio paese è scartato poiché i depositi sono rimasti per lo più all'interno

Sarebbe ragionevole ipotizzare che i depositanti taiwanesi abbiano reagito alle incertezze politiche seguite all'elezione presidenziale agli inizi del 2000 cercando di espatriare fondi. I dati disponibili mostrano tuttavia che di fatto essi hanno in misura preponderante preferito i depositi in valuta presso le banche situate a *Taiwan*. Infatti, mentre questi sono aumentati nel 2000 di circa \$15 miliardi, i fondi collocati da residenti non bancari taiwanesi presso le banche dell'area dichiarante BRI sono saliti nel corso dell'anno di soli \$3,7 miliardi, passando da \$14,9 a 18,6 miliardi.

Più in generale, le cifre sembrano indicare che i depositi in valuta non sono particolarmente sensibili all'incertezza politica. I depositi offshore erano persino cresciuti a un ritmo leggermente più rapido nel 1999, anno in cui le tensioni politiche erano minori. In occasione del precedente importante episodio di frizione fra le due sponde dello Stretto, all'epoca delle elezioni presidenziali del 1996, si era avuto soltanto un modesto aumento dei depositi dei residenti non bancari taiwanesi presso le banche dichiaranti alla BRI.

Rischio di credito

È altresì plausibile che i depositanti taiwanesi abbiano risposto alla percezione di un accresciuto rischio di credito nel sistema bancario spostando fondi verso conti in valuta presso istituzioni di emanazione estera. In effetti, lo scorso anno

³ I depositi in valuta sono per oltre il 90% in dollari USA.

si è intensificato il dibattito pubblico sulle conseguenze della decennale tendenza al ribasso dei prezzi delle attività e del declino delle industrie tradizionali, come il tessile e le calzature, sulla solidità delle banche di Taiwan. E si potrebbe pensare che il cambiamento di denominazione valutaria sia un effetto secondario dello spostamento di depositi verso banche estere operanti a Taiwan, che vantano un rating superiore di un intero grado a quello delle concorrenti taiwanesi.

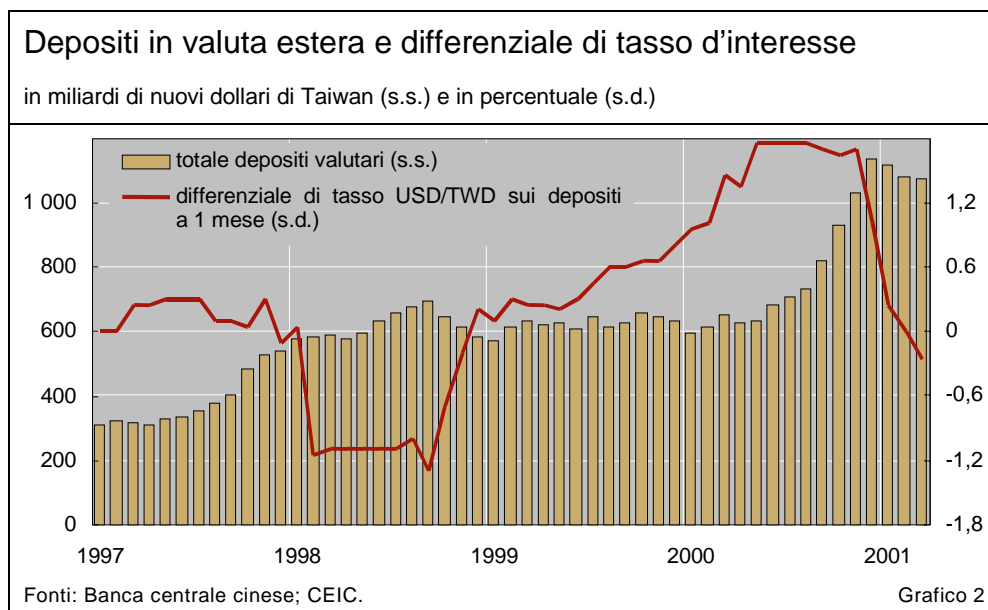
Il rischio di credito è scartato poiché gran parte dei depositi è affluita alle banche interne

Ma anche l'ipotesi che i depositi in valuta estera siano aumentati a causa del timore per il rischio di credito non trova conferma nei dati. Infatti, le famiglie e le imprese hanno piazzato la maggior parte dei nuovi depositi valutari presso banche nazionali (grafico 1). La quota di queste ultime sul totale della raccolta in valuta, che era stata pari a due terzi fra il 1990 e la metà del 1998, è salita a oltre i tre quarti nel 2000. Lungi dal minimizzare il rischio di credito, i depositanti hanno decisamente preferito accrescere le disponibilità in valuta presso le banche nazionali, in quanto attratti da un premio di rendimento di almeno 50 punti base.

Differenziali di tasso d'interesse

Fino ad epoca alquanto recente, la crescita dei depositi in valuta estera non appariva motivata dal differenziale di tasso d'interesse in favore del dollaro USA (grafico 2). Durante la crisi asiatica tali depositi erano aumentati benché il differenziale (misurato dallo scarto fra i rendimenti a un mese sul dollaro USA e sul nuovo dollaro di Taiwan)⁴ fosse divenuto negativo. In seguito, a partire dal 1999, il differenziale è salito da circa 0,25 a oltre 0,75 punti percentuali in favore del dollaro USA, ma i depositi valutari sono rimasti alquanto stabili. Essi hanno cominciato ad aumentare fortemente soltanto quando il premio di

I differenziali di tasso spiegano solo il forte aumento recente



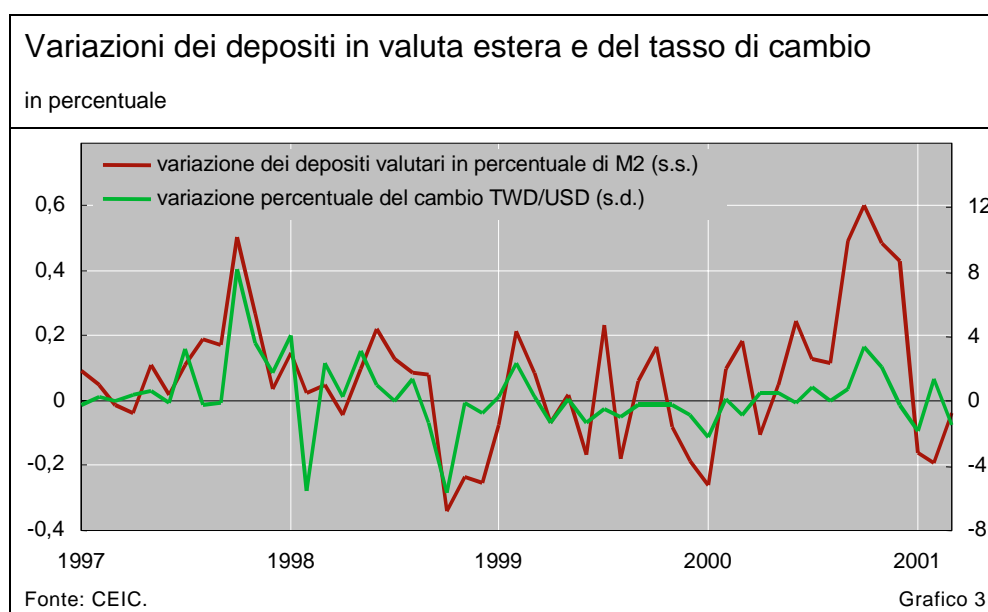
⁴ Tassi sui depositi a un mese presso la First Commercial Bank.

rendimento ha raggiunto i 175 punti base, nel maggio 2000. Nei primi mesi di quest'anno il differenziale si è annullato, e i depositi sono calati.

Aspettative di cambio

Le aspettative di cambio spiegano bene l'andamento dei depositi valutari ...

I movimenti del tasso di cambio appaiono strettamente correlati alla dinamica dei depositi in valuta estera fin dal 1997 (grafico 3). Nel periodo in cui il nuovo dollaro di Taiwan si è deprezzato rispetto al dollaro USA, da metà 1997 all'autunno 1998, i depositi valutari sono saliti notevolmente, da circa TWD 300 miliardi (\$12 miliardi) a quasi TWD 700 miliardi (\$20 miliardi). Durante la successiva fase di rafforzamento della moneta locale, fino al primo semestre 2000, i depositi in valuta sono rimasti piuttosto stazionari, per poi crescere ancora fortemente allorché essa ha ripreso a deprezzarsi a metà anno. Con il recupero del dollaro di Taiwan nei primi mesi di quest'anno i depositi valutari si sono nuovamente ridotti.



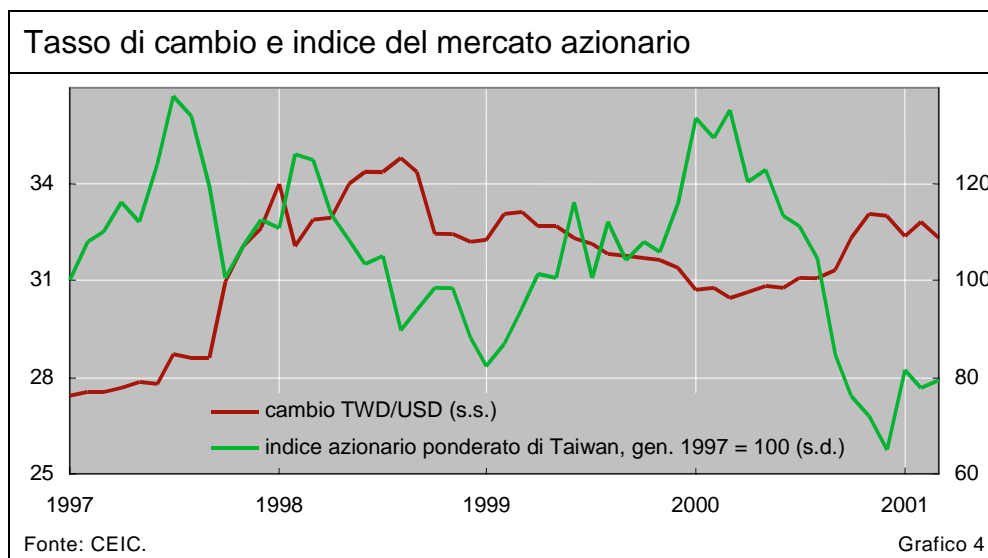
... specie se i rendimenti sono in favore della valuta estera

Il confronto fra i due episodi di deprezzamento, quello all'epoca della crisi asiatica e quello dell'anno scorso, sembra indicare che è aumentata la reattività delle famiglie e delle imprese taiwanesi alle variazioni di cambio. In particolare, lo spostamento di fondi verso i depositi valutari in rapporto all'entità del deprezzamento appare molto più pronunciato durante l'ultimo episodio. Ciò può essere dovuto a un'interazione fra le aspettative di cambio (basate sui movimenti recenti) e i differenziali di interesse. Infatti, in presenza di rendimenti sul dollaro USA superiori a quelli sulla moneta locale, i depositanti paiono reagire più fortemente a date aspettative di guadagni valutari. Ponendo la questione in altri termini, mentre all'epoca della crisi asiatica le attese estroapolative di plusvalenze di cambio sulle disponibilità in valuta estera avevano dovuto essere assai solide per prevalere sulle perdite certe in termini di rendimento, nell'episodio più recente aspettative analoghe hanno dischiuso

opportunità di guadagno in aggiunta al sicuro premio offerto dai tassi d'interesse sui conti in dollari USA.

Una spiegazione alternativa è che l'incremento dei depositi in valuta estera rispecchi l'andamento del mercato azionario di Taiwan (grafico 4). Secondo questo punto di vista, i conti in valuta danno luogo a guadagni e perdite di capitale nella moneta locale e possono così apparire come un tipo di attività abbastanza rischioso che, sebbene meno volatile, è per certi versi analogo all'investimento azionario. In effetti, la crescita dei depositi valutari durante la crisi asiatica è intervenuta sullo sfondo di corsi azionari deboli, e quella del 2000 ha coinciso con le forti perdite di borsa sulla scia del calo dell'indice Nasdaq. Analogamente, la ripresa del Nasdaq, del mercato azionario taiwanese, del nuovo dollaro di Taiwan e degli afflussi di capitali nel paese sono tutti andamenti in linea con il declino dei depositi in valuta estera nei primi mesi del 2001. Tuttavia, poiché la moneta locale ha teso a deprezzarsi quando gli investitori non residenti hanno ritirato fondi dal mercato azionario in ribasso, sia nel 1997-98 che nel 2000, in pratica questa spiegazione alternativa è difficilmente distinguibile da quella basata sul tasso di cambio.

Anche la caduta delle azioni può avere svolto un ruolo



Conclusioni

I depositi in valuta estera di Taiwan sono aumentati durante la crisi asiatica e nuovamente nel 2000. Non vi sono indicazioni che il rischio paese o il rischio di credito abbiano avuto un ruolo significativo nel recente incremento. Il fenomeno appare dovuto principalmente alle aspettative di cambio interagenti con i differenziali di rendimento fra i depositi in valuta e quelli in moneta nazionale. Sulla base di questa constatazione, il deciso calo dei tassi d'interesse sul dollaro USA, unitamente agli effetti prodotti dagli obblighi di riserva sui rendimenti dei depositi in valuta detenuti a Taiwan, potrebbe diminuire l'attrattiva di questi ultimi. In particolare, nel prossimo futuro lo

In assenza di un premio di rendimento i depositi sono meno reattivi al cambio

spostamento verso i conti denominati in valuta in risposta a una data aspettativa di deprezzamento della moneta locale potrebbe essere meno marcato che nel 2000. Al tempo stesso, tuttavia, è presumibile che tali aspettative di cambio rispecchino gli andamenti dei mercati azionari e dei connessi flussi di capitali a livello globale.

Determinanti della crescita dei depositi in valuta estera di Taiwan: alcune evidenze empiriche

Mediante regressioni si è verificato se i dati empirici confermano l'assunto che i depositi in valuta dei residenti taiwanesi aumentano in presenza di aspettative di deprezzamento del nuovo dollaro di Taiwan, di un premio di rendimento sui depositi in dollari USA rispetto a quelli in moneta locale, e di un calo del mercato azionario. I coefficienti di regressione sotto indicati sono di segno giusto e significativi, e forniscono quindi supporto empirico all'analisi.

Campione 1991/01-2001/03

$$F_t = 0,041 + 0,034 e_{t-1} + 0,212RD_t - 0,004S_t$$

(3,7) (5,6) (2,4) (- 3,4)

$$R^2 = 0,29 \quad DW = 1,65$$

dove:

- F_t = Variazione, a cambi costanti, della quota dei depositi valutari su M2
 e_{t-1} = Variazione percentuale differita del cambio TWD/USD
 RD_t = Differenziale di tasso d'interesse (USD meno TWD a un mese)
 S_t = Variazione percentuale dell'indice azionario ponderato di Taiwan

Nota: valori t in parentesi

È stata inoltre verificata l'ipotesi che la crescita dei depositi valutari sia più reattiva a un dato deprezzamento del cambio quando il differenziale d'interesse è in favore del dollaro USA introducendo una variabile dummy d_t , uguale a 1 allorché il tasso sul dollaro USA eccede quello sul nuovo dollaro di Taiwan e uguale a 0 in caso diverso, ed esaminando singolarmente le regressioni integrate con i seguenti termini addizionali: d_t , $d_t(e_{t-1})$, $d_t(e_{t-1}RD_t)$.

$$F_t = 0,036 + 0,026 e_{t-1} + 0,169RD_t - 0,003S_t + 0,49 d_t(e_{t-1}RD_t)$$

(3,3) (4,0) (1,9) (- 3,3) (2,6)

$$R^2 = 0,33 \quad DW = 1,83$$

Le stime puntuali indicano che un differenziale di rendimento in favore dei depositi in valuta estera ne accelera la crescita o li rende più reattivi ai movimenti di cambio recenti. Tali stime sono però significative soltanto nel caso di $d_t(e_{t-1}RD_t)$.