



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento
ex D.M. 270/2004*) in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

La riforma del sistema finanziario in Cina e scelte di portafoglio

Relatore

Ch.ma Prof.ssa Noemi Pace

Laureanda

Valentina De Biasio

Matricola 815965

Anno Accademico

2012 / 2013

INDICE

Introduzione	1
--------------------	---

Capitolo 1.

Le fasi della riforma finanziaria in Cina

1.1	Premessa.....	4
1.2	La riforma finanziaria del 1978	5
1.3	Le riforme degli anni ottanta e novanta	6
1.4	La repressione del sistema finanziario prima della riforma del 2005	7
1.5	Il grado di repressione del sistema finanziario nel tempo: alcuni indicatori.....	10
	a) Il rapporto M2/GDP	
	b) Prestiti Bancari	
	c) L'indebitamento dei privati	
	d) Tassi d'interesse	
	e) Obblighi di riserva	
	f) Capitalizzazione del mercato azionario	
	g) Lo sviluppo del mercato obbligazionario	
1.6	La riforma del 2005	14
1.7	La riforma del sistema bancario	15
	a) Prestiti in sofferenza	
	b) Redditività	
	c) Assenza di una vera concorrenza	
1.8	I metodi adottati per rafforzare il settore bancario – Riforma del 2005.....	19

1.9	Il mercato dei titoli obbligazionari	21
1.10	Il mercato azionario	23
1.10.1	La fase di rialzo del mercato azionario	23
1.10.2	Il crollo del mercato azionario	24
1.10.3	Le azioni non negoziabili.....	25

Capitolo 2.

Le determinanti che influenzano le scelte di portafoglio

2.1	La composizione del portafoglio finanziario detenuto dalle famiglie.....	28
2.2	Behavioural finance - Il comportamento degli investitori individuali.....	36

Capitolo 3.

Analisi descrittiva dei dati e modello econometrico

3.1	Premessa.....	39
3.2	Le caratteristiche del <i>dataset</i> CHARLS.....	40
3.3	Analisi delle variabili.....	45
3.3.1	Il reddito e il consumo.....	45
3.3.2	Lo stato di salute.....	48
3.3.3	Le abilità cognitive.....	50
3.4	Scelte di portafoglio: analisi empirica.....	52
3.4.1	Le variabili dipendenti.....	53
3.5	Investimento diretto e investimento indiretto.....	53
3.5.1	Analisi relativa all'investimento diretto e totale	54
3.5.2	Investimento diretto.....	55
3.5.3	Investimento totale.....	57
3.6	Osservazioni.....	59

Conclusioni.....61

Bibliografia e Sitografia.....66

ELENCO DELLE TABELLE E DELLE FIGURE

Capitolo 1.

Le fasi della riforma finanziaria in Cina

Tabelle:

- Tabella 1.1: Crediti in sofferenza delle banche commerciali..... 17
- Tabella 1.2: Adeguatezza patrimoniale..... 18
- Tabella 1.3: Adeguatezza patrimoniale nel 2009..... 21
- Tabella 1.4: La composizione del mercato azionario..... 25

Capitolo 2.

Le determinanti che influenzano le scelte di portafoglio

Figure:

- Figura 2.1: Composizione del portafoglio familiare in Cina..... 29
- Figura 2.2: Composizione del portafoglio finanziario in Cina..... 30
- Figura 2.3: Azioni e proprietà immobiliari rapportate al ricchezza netta..... 31
- Figura 2.4: Partecipanti e non partecipanti al mercato azionario nel 2010..... 32
- Figura 2.5: Portafoglio finanziario raggruppato in base allo stato di salute..... 33
- Figura 2.6: Depositi, azioni e obbligazioni..... 35

Capitolo 3.

Analisi descrittiva dei dati e modello econometrico

Figure:

- Figura 3.1: Contee e distretti in cui è stata condotta l'indagine CHARLS..... 41
- Figura 3.2: La percentuale di anziani in Cina dal 1950 al 2050..... 43
- Figura 3.3: Spesa pro-capite divisa per fasce di età e tipo di *hukou*..... 46
- Figura 3.4: Ricchezza pro-capite e percezione dello stato di salute..... 48
- Figura 3.5: Persone che necessitano di assistenza nello svolgere attività..... 49
- Figura 3.6: Abilità cognitive divise in base al sesso e fascia di età..... 51

Tabelle:

- Tabella 3.1: Il campione utilizzato dall'indagine CHARLS..... 40
- Tabella 3.2: Descrizione del campione dell'indagine CHARLS..... 42
- Tabella 3.3: Spesa, reddito e ricchezza pro-capite..... 45
- Tabella 3.4: Trasferimenti tra anziani e familiari..... 47
- Tabella 3.5: Livello d'istruzione..... 50
- Tabella 3.6: Variabili dipendenti..... 53
- Tabella 3.7: Risultati delle regressioni per la variabile investimento diretto..... 56
- Tabella 3.8: Risultati delle regressioni per la variabile investimento totale..... 58

Introduzione

Il quesito che ci si pone a livello internazionale è come la Repubblica Popolare Cinese affronterà l'esigenza di adeguare il settore finanziario alla rapida crescita economica che mette costantemente a dura prova l'intero sistema. La stabilità del mercato finanziario è globalmente riconosciuta come un punto cruciale per lo sviluppo sostenibile nel lungo termine dell'economia cinese, rendendo il suo progresso uno delle priorità stabilite dal governo. L'obiettivo, quindi, di mantenere dei tassi di crescita costantemente alti e ampliare sempre più la classe media eliminando la povertà che ancora affligge le zone rurali del Paese, non può prescindere da una trasformazione radicale del settore finanziario.

Questo elaborato esamina le riforme poste in atto in Cina a partire dal 1978 fino ad oggi, analizzando come negli anni sia stata attuata l'intenzione di ridurre gli ostacoli e le limitazioni che da sempre caratterizzano il mercato finanziario e se le soluzioni adottate abbiano avuto un effetto positivo sull'intero sistema. Vengono inoltre poste in evidenza le carenze del settore, tra le quali la bassa percentuale di cittadini che attualmente investe nel mercato azionario, obbligazionario o dei derivati.

In tale contesto si inserisce la più recente riforma finanziaria, attuata nel 2005, che permette al mercato azionario e obbligazionario di espandersi in maniera significativa e di eliminare alcuni dei pesanti ostacoli che persistevano da decenni. Le strategie implementate dallo stato includevano una forte liberalizzazione e l'apertura ai mercati esteri, dando così la possibilità a soggetti e istituzioni stranieri di investire in Cina; un esempio significativo è rappresentato dalla rimozione del divieto governativo di negoziare gran parte (quasi due terzi del totale) dei titoli azionari favorendo così una maggiore liquidità del sistema e di conseguenza una partecipazione più elevata da parte di cittadini.

Il secondo argomento sul quale verrà posta l'attenzione è focalizzato sulla composizione del portafoglio finanziario delle famiglie e sulle determinanti che ne influenzano le scelte. La sostenibilità del benessere che negli ultimi decenni si sta creando in Cina dipende fortemente da come il mercato finanziario verrà rafforzato e incentivato in modo da soddisfare le richieste degli investitori istituzionali e individuali, rimuovendo i privilegi dello Stato che per anni hanno contraddistinto il modello imposto dal comunismo cinese. La priorità assegnata dal governo a questo tema è basata sulla consapevolezza dell'impatto fortemente positivo che l'ampliamento di questi mercati e della gamma di strumenti finanziari offerti può avere sull'intero sistema e sulla solidità economica nel futuro. Ciò che si tenterà di evidenziare tramite questo lavoro sono gli effetti principali di questa graduale apertura al sistema capitalistico e si cercherà di comprendere quali sono le mosse che la Cina dovrebbe compiere nel futuro per continuare il proprio cammino di avvicinamento ai sistemi occidentali.

I dati utilizzati in questa ricerca provengono dall'indagine CHARLS (*China Health and Retirement Longitudinal Study*) che, attraverso un questionario, raccoglie dati riguardanti le condizioni socio-economiche dei cittadini cinesi che hanno più di 45 anni. La scelta è ricaduta su questo specifico *database* poiché rappresenta un'innovazione nell'ambito degli studi sulla Cina, è infatti caratterizzato da una particolare struttura che è in grado di verificare i dati forniti dai soggetti ogni due anni consentendo di valutarne l'evoluzione con il passare del tempo. Un'altra caratteristica rivoluzionaria che contraddistingue questo particolare *database* è rappresentata dalla possibilità di ottenere dati microeconomici che permettono di formulare un quadro descrittivo efficace della condizione economica e sociale delle famiglie cinesi.

Riassumendo, questa indagine accerta quali sono stati gli effetti della recente riforma finanziaria sulle quote di partecipazione al mercato degli investitori individuali e inoltre analizza gli elementi che ne condizionano le scelte quali reddito, posizione geografica, stato di salute, numero di componenti della famiglia e abilità cognitive.

L'elaborato si compone di tre capitoli che consentono di avere una panoramica piuttosto completa sull'attuale situazione del sistema finanziario in Cina. Nel primo

capitolo vengono descritte le varie fasi dei cambiamenti apportati da Deng Xiaoping, a partire dalle rivoluzionarie riforme del 1978 fino ad arrivare alla più recente riforma del 2005. Si ripercorre la storia economico-finanziaria cinese, illustrando come il governo abbia riconosciuto con crescente fervore che un mutamento nel sistema finanziario fosse fondamentale per garantire alla Cina un posto di primo livello nel panorama internazionale e una espansione stabile e sostenibile. L'elemento cruciale di questo percorso di riforme si può individuare nella progressiva liberalizzazione del mercato e nella riduzione del forte controllo esercitato dal governo che impediva la formazione di un ambiente competitivo. Particolare attenzione viene posta sull'evoluzione del mercato azionario, sottolineando la recente creazione delle borse di Shanghai, Shenzhen e Hong Kong (1991) e il ciclo *boom-bust* che si è completato a soli 10 anni dalla loro creazione. Altro elemento decisivo è l'intervento del governo sul sistema bancario che aveva l'obiettivo di ridurre drasticamente il numero di crediti in sofferenza che gravano sui bilanci delle banche.

Nel secondo capitolo viene considerata la struttura del portafoglio finanziario esaminando nel dettaglio i principali fattori che influenzano le scelte finanziarie; viene inoltre sottolineato il problema dell'ancora molto scarsa partecipazione degli investitori individuali.

Infine, nel terzo capitolo vengono descritte in modo dettagliato le variabili impiegate per l'analisi econometrica condotta sui dati CHARLS. Successivamente vengono illustrati i risultati ottenuti tramite la regressione e vengono proposte alcune considerazioni riguardanti la composizione del portafoglio finanziario delle famiglie.

CAPITOLO 1

Le fasi della riforma finanziaria in Cina

1.1 Premessa

Il 1978 rappresenta l'inizio dell'era delle riforme in Cina, e con essa una svolta decisiva per lo sviluppo politico ed economico del Paese. Deng Xiaoping che, di fatto, è il principale leader cinese fino al 1992, adotta la *open door policy* che ha l'intento di promuovere un sistema economico più aperto al mercato, anche se ancora strettamente sorvegliato dallo stato. Egli crea quello che sarà in seguito denominato "socialismo con caratteristiche cinesi", ovvero un modello di economia che si allontana da quello chiuso e rigido imposto dal comunismo russo che era stato invece seguito in precedenza dal presidente Mao. Una famosa frase utilizzata da Deng per illustrare la sua idea di comunismo è: "non importa che il gatto sia bianco o nero, ciò che importa è se acchiappa i topi" (Naughton, 1993); in altre parole il suo obiettivo era ottenere, attraverso un'apertura al sistema capitalista, un'economia socialista di mercato che permetta alla Cina di mettere in moto le trasformazioni economiche necessarie a renderla una potenza economica.

La produttività economica e il benessere pubblico diventano argomenti di primaria importanza, viene enfatizzata la necessità di aumentare il reddito pro-capite (soprattutto nelle zone rurali) e di implementare nuovi sistemi di gestione per aumentare la produttività delle imprese. Deng Xiaoping identifica nel commercio con l'estero l'elemento imprescindibile per la crescita dell'economia Cinese.

Le trasformazioni rivoluzionare adottate da Deng e dai suoi consiglieri si rivelano decisive per il Paese la cui economia, negli anni successivi, riuscì a crescere molto rapidamente raggiungendo un incredibile tasso medio del 10% annuo, realizzando il cosiddetto “miracolo cinese” (Constant, Meng, Tien e Zimmermann, 2010).

1.2 La Riforma finanziaria del 1978

La prima debole riforma del sistema finanziario avviene per volere di Deng Xiaoping nel 1978 con il chiaro intento di voler attirare investimenti esteri e porre termine alla repressione finanziaria attuata da Mao. Il sistema però necessita di una riforma molto complessa che comprensibilmente non richiede solamente un cambiamento delle strategie politiche ma anche una completa revisione delle strategie di sviluppo. Deng, durante questi primi anni di leadership, costruisce le basi per questo cambiamento economico e strutturale predisponendo un sistema d'incentivi fiscali per gli investitori esteri e la fondazione di nuove istituzioni finanziarie che sono assenti nel rigido sistema socialista seguito in precedenza. Vengono istituite delle “zone ad economia speciale” (ZES) ossia delle regioni, situate prevalentemente a sud-est, dove gli investitori stranieri hanno la possibilità di ricevere dei trattamenti particolarmente favorevoli; le zone di Shenzhen e Guangdong diventano così il cuore pulsante dell'economia Cinese.

L'obiettivo principale che il governo, guidato da Deng Xiaoping, cerca di raggiungere in questi anni è l'introduzione del libero mercato per poter rendere la Cina una potenza economica capace di competere con i paesi occidentali. Il nuovo tipo di economia creato si allontana considerevolmente dal modello rigido instaurato precedentemente da Mao e impone un'apertura notevole verso gli investimenti esteri mentre al contempo mantiene un forte controllo da parte del governo Cinese sulle amministrazioni. I risultati ottenuti sono significativi ma non certo sufficienti a rendere il sistema finanziario stabile ed efficiente nel lungo periodo.

1.3 Le riforme negli anni Ottanta e Novanta

All'inizio degli anni Ottanta le riforme apportate al sistema bancario e finanziario diventano più incisive. Nel 1983 la Banca Popolare Cinese viene trasformata ufficialmente nella banca centrale del Paese e vengono simultaneamente fondate quattro banche con una forte specializzazione settoriale, anch'esse totalmente di proprietà dello stato. I settori interessati sono: il commercio, l'industria, le costruzioni, gli scambi con l'estero e l'agricoltura. Queste nuove banche, anziché fare un costante riferimento all'autorità governativa, hanno la possibilità di erogare credito in maniera più autonoma. Tuttavia si deve tenere in considerazione come il controllo dello stato sia anche in questo caso molto forte essendo tutte le banche presenti nel sistema interamente controllate dal governo. Le quattro banche settoriali vengono trasformate in banche commerciali solo un decennio dopo, nel 1993 (Chow, 1993).

Agli inizi degli anni Novanta diventa sempre più evidente come il forte sottosviluppo del mercato finanziario sia un grande ostacolo alla crescita sostenibile dell'economia voluta dal Partito Comunista ma anche una fonte d'instabilità dell'intero sistema. Nel 1991 il governo riconosce come prioritaria la riforma del sistema finanziario: riorganizzare il sistema bancario, rafforzare il mercato obbligazionario da poco creato e migliorare e aumentare il numero di piazze finanziarie (l'unica già esistente era Hong Kong).

Nel 1991 vengono quindi fondate le tre borse valori cinesi: la Borsa di Shanghai (SSE), la borsa di Shenzhen (SZSE) e la rifondata Borsa di Hong Kong (SEHK). Quest'ultima era stata creata circa un secolo prima, nel 1891, ma richiedeva numerose modifiche a fronte della grande arretratezza in cui versava il mercato finanziario. Queste tre borse valori sono attualmente presenti in Cina e rappresentano le piazze finanziarie asiatiche con maggiore capitalizzazione assieme alla Borsa di Tokyo.

Tra il 1987 e il 1993 vengono introdotte ben 10 nuove banche commerciali che vanno ad alimentare il debole sistema finanziario cinese, riducendo la forte predominanza delle quattro banche settoriali e favorendo un ambiente più competitivo. Un'altra rilevante riforma viene attuata nel luglio del 1995, si stabilisce una maggiore autonomia della banca centrale e delle banche commerciali, le quali non

sono più tenute a finanziare direttamente lo stato e devono invece rispettare le regole imposte in ambito internazionale in materia di adeguatezza patrimoniale e rapporto tra attivo e passivo. Nonostante la libertà formalmente concessa da questa riforma, le banche rimangono saldamente legate al governo poiché in realtà sono ancora costrette a concedere finanziamenti vantaggiosi alle imprese statali.

Nel 1998 gli investimenti provenienti dall'estero raggiungono i 242,3 miliardi di dollari rendendo la Cina il paese con il maggior numero di investimenti esteri dopo gli Stati Uniti (Gao, Riedel e Jin, 2007); inoltre ben 17 milioni di cinesi trovano un impiego presso società straniere e una numerosa parte della popolazione possiede un conto corrente in dollari. Gli investimenti stranieri diventano di entità sempre più importante e sopperiscono alle mancanze del sistema finanziario interno (poca efficienza e corruzione dilagante) rendendo così possibile una crescita a un tasso molto elevato. L'economia cinese si rivela inaspettatamente performante proprio grazie alla presenza di capitali portati da investitori stranieri, allo sviluppo della tecnologia impiegata e all'introduzione di nuovi modelli di gestione volti a ridurre la corruzione e l'inefficienza. Nonostante la classe piccolo-borghese si espanda sempre più e il benessere dei cittadini cinesi raggiunga livelli impensabili nel 1978, sono evidenti le imperfezioni e la forte repressione che ancora caratterizzano il sistema finanziario in Cina.

1.4 La repressione del sistema finanziario prima della riforma del 2005

Il sistema finanziario in Cina ricopre un ruolo molto modesto nella mobilitazione e allocazione del risparmio evidenziando ancora una volta il sottosviluppo e la repressione del sistema. Il settore delle imprese, in particolare quelle non possedute dallo stato, dipende in larga parte da fondi propri per finanziare gli investimenti. Sia le imprese private sia le famiglie sono quindi costrette a risparmiare notevoli quantità di denaro, necessarie per soddisfare le costrizioni riguardanti i depositi in contanti richiesti per accedere al credito. I prestiti bancari rappresentano quindi una fonte importante di finanziamento solo nel caso imprese di proprietà del governo; questo avviene poiché le stesse banche sono quasi totalmente di proprietà dello stato, il quale impone un trattamento di favore nei confronti delle

proprie imprese creando una forte imparzialità nell'assegnazione del credito, avvantaggiando così le aziende meno meritevoli. Si tratta d'impresе inefficienti e poco redditizie, che gravano fortemente sul sistema bancario creando un numero elevato di crediti in sofferenza. Il motivo per il quale il governo attua una così forte repressione finanziaria è che così facendo è riuscito a raggiungere la strategia di sviluppo stabilita e allo stesso tempo a massimizzare il flusso di risorse ricevute dallo stato e dalle industrie da esso possedute.

Nonostante le forti mancanze appena evidenziate, la Cina raggiunge tassi di crescita e d'investimento molto alti. Questo risultato è fortemente dovuto alle famiglie cinesi che hanno sfruttato gli incentivi forniti dalle precedenti riforme per aumentare sempre più la fetta di risparmio del proprio reddito disponibile, riuscendo così ad ottenere i requisiti richiesti per accedere al credito bancario. Il tasso di risparmio, infatti, passa da un livello molto basso nel 1978 al 20% nel 1995. Dalla metà degli anni Novanta però questo trend s'inverte principalmente a causa del fenomeno della migrazione dalle zone rurali, dove è possibile mantenere un alto tasso di risparmio, alle zone urbane dove il tasso è molto più basso. Diventa quindi chiaro che con il ridursi del risparmio privato anche gli investimenti, nel futuro, diminuiranno sempre più rendendo necessaria un'ulteriore riforma del sistema finanziario.

Per porre fine a questa repressione è necessario che lo stato imponga, e non solo formalmente come già avvenuto in precedenza, un cambiamento dei criteri in base ai quali le banche concedono i prestiti alle imprese. Così facendo le banche avrebbero la possibilità di migliorare il proprio portafoglio di attività, intaccato dalle errate decisioni prese in passato, e iniziare a ridurre la proporzione di credito concesso alle imprese controllate dallo stato e a finanziare invece in modo sempre più consistente le più efficienti e redditizie compagnie private. Questi obiettivi vengono perseguiti con la riforma del 2005, la quale si occupa anche del potenziamento del mercato dei titoli obbligazionari ed azionari, in particolare cercando di ampliare la gamma di strumenti alternativi di risparmio per le famiglie cinesi. Diventa infatti evidente come un sistema finanziario meglio strutturato sia cruciale per ottenere uno sviluppo sostenibile che mantenga gli alti tassi di crescita ottenuti nel passato; questo

perché la struttura economica cinese era cambiata e anche se le imprese statali rimangono ancora predominanti, contribuiscono in maniera sempre più marginale alla produzione industriale, mentre il settore privato diventa la fonte principale d'industrializzazione e sviluppo. Tuttavia, come evidenziato in precedenza, l'accesso al credito per questo tipo d'imprese è molto limitato e il finanziamento degli investimenti avviene principalmente grazie alla grande percentuale di risparmio dei privati. Inoltre una percentuale sempre più alta di risparmio è destinata a proprietà immobiliari e a investimenti nei mercati finanziari esteri invece che ad andare a espandere la capacità produttiva dell'economia cinese.

La ragione principale che ha portato la Cina a un sistema finanziario così represso è legato alla volontà di mantenere il monopolio delle banche di proprietà dello stato. Tale obiettivo viene raggiunto rendendo molto difficile l'ingresso di banche private sia nazionali sia straniere, controllando i tassi d'interesse ed imponendo degli obblighi di riserva molto elevati. Inoltre il governo impedisce volutamente lo sviluppo del mercato azionario e obbligazionario imponendo numerose restrizioni e controlli ai flussi di capitale. Un mercato finanziario sottosviluppato permette di garantire la predominanza delle banche statali ed evitare lo spostamento del risparmio in direzione del settore privato. Un ulteriore elemento utilizzato per la repressione del sistema è l'imposizione di un tetto massimo alquanto basso per i tassi sui prestiti bancari permettendo in questo modo alle imprese statali, che vi hanno facile accesso, di ottenere credito ad un costo considerevolmente basso. Tale strategia consente al governo di ottenere un grande flusso di risorse finanziarie da destinare alle imprese da esso controllate. Se il sistema finanziario non è represso allora le banche controllate dallo stato non possono competere con le banche private che invece di concedere credito alle inefficienti e poco redditizie società statali hanno una maggiore libertà nel valutare il merito di credito utilizzando criteri molto più oggettivi e scegliendo quindi di finanziare le imprese gestite da soggetti privati.

Le riserve che sono imposte alle banche commerciali e che devono essere depositate presso la banca centrale rappresentano un prestito diretto al governo cinese ad un tasso di interesse pari a zero e a volte addirittura sotto lo zero. Queste

riserve, sebbene siano una precauzione importante contro le crisi finanziarie, hanno la natura di un trasferimento più che di un prestito poiché lo stato non è tenuto a restituirle. La quantità di riserve che le banche devono accantonare e depositare presso la banca centrale sono esageratamente alte e l'interesse che ne ricavano era molto basso, il governo impone quindi un onere finanziario molto importante alle banche che poi si trasmette ai depositari nella forma di tassi di interesse sui depositi molto bassi ed tassi sui crediti molto alti.

Come sottolineato in precedenza il governo ha imposto alle banche statali di concedere credito alle imprese controllate dallo stato stesso a tassi di interesse artificialmente bassi, anche nei casi in cui siano molto inefficienti e non meritevoli di credito secondo criteri oggettivi. Come conseguenza diretta numerosi crediti in sofferenza gravano sul settore bancario. Il governo cinese ha quindi utilizzato la repressione del sistema finanziario come metodo, efficace, per trasferire le perdite delle imprese statali dal bilancio del governo al settore bancario che a sua volta passa il costo di finanziare le perdite delle società controllate dallo stato ai depositanti nella forma di interessi sui depositi molto contenuti e sui soggetti che ottengono credito i quali devono pagare tassi di interesse sul prestito alquanto elevati. Nei primi anni Duemila la percentuale di crediti in sofferenza che gravano sulle banche statali è estremamente elevato e il governo, con la riforma attuata nel 2005, invece di continuare a reprimere il sistema finanziario ha deciso di abbandonare questa strategia e con essa il forte controllo esercitato sulle banche favorendo al suo posto un mercato finanziario più concorrenziale e liberalizzato.

1.5 Il grado di repressione del sistema finanziario nel tempo: alcuni indicatori

a) Il rapporto M2/GDP

Il rapporto tra M2, che è una misura dell'offerta di moneta, e il prodotto interno lordo può essere considerato una buona rappresentazione del grado di sviluppo finanziario di un paese in via di sviluppo come la Cina. Analizzando questo indice è possibile osservare come la repressione finanziaria sia diminuita rapidamente

a partire dal 1980, l'indice infatti da un valore del 32% nel 1978 raggiunge quasi il 162% nel 2005 (Mehrotra, 2010). C'è una netta crescita di liquidità nel sistema che è dovuta alla monetizzazione delle attività economiche e il rapido aumento dei depositi di risparmio. In realtà questo rapporto, come misura dello sviluppo finanziario, è alquanto ingannevole poiché valori così alti sono dovuti proprio alla repressione finanziaria che ha costretto le famiglie e le imprese non statali, che hanno limitato accesso al credito, a risparmiare molto in anticipazione di futuri possibili investimenti (Boyreau-Debray, 2010). Pertanto nel caso specifico della Cina l'indice M2/GDP non riflette unicamente il grado di sviluppo ma anche la presenza di repressione nel sistema finanziario.

b) Prestiti Bancari

Il rapporto tra il credito concesso dalle banche commerciali e il totale nel sistema (comprendendo quindi anche quello concesso dalla banca centrale) è un valore che viene usato per valutare la misura in cui il risparmio della nazione viene allocato dal mercato, cioè dalle banche commerciali, rispetto a quello allocato dalle banche controllate dal governo. Prima che il processo di riforma del sistema finanziario avesse inizio nel 1978 si registra una repressione del sistema finanziario molto forte in quanto quasi tutti i crediti venivano erogati dalla banca centrale, ossia la Banca Popolare Cinese (PBOC) rendendo il valore di questo indice pressoché nullo. Tra il 1979 e il 1985, vengono fondate le quattro maggiori banche statali cinesi e ad ognuna di queste viene assegnato un settore di specializzazione: agricoltura, industria, costruzioni e mercato valutario. Questa forte divisione però si rivela poco efficace e alla fine degli anni Ottanta questo sistema troppo rigido viene allentato permettendo alle banche di operare su tutti i settori. Nel 1985 l'indice considerato, ovvero sia il rapporto tra il credito fornito dalle banche commerciali e il totale dei crediti concessi, è del 94% e nel 2004 diventa del 98%. È evidente come la situazione sia radicalmente cambiata dal 1978, ora la quasi totalità del credito viene concesso dalle banche commerciali e non dalla banca centrale cinese, sottolineando una riduzione della repressione del sistema. È però un cambiamento quasi solo apparente poiché la

maggior parte di queste attività è posseduta da banche statali, le quali sono strettamente supervisionate e controllate dalla banca centrale.

c) L'indebitamento dei privati

La parte di credito che viene concessa al settore privato in Cina è incredibilmente bassa. Questo valore è aumentato solamente a partire dalla metà degli anni Novanta ma nonostante il miglioramento riscontrato, alle imprese controllate dallo stato continua ad essere concessa una percentuale sproporzionata di credito se comparato al loro contributo alla produttività e all'occupazione. Nel 2004 il credito concesso al settore privato è il 33% del credito totale, si tratta ancora di un valore molto inferiore a quello di altri paesi in via di sviluppo (Boyreau-Debray, 2010).

d) Tassi d'interesse

I tassi d'interesse in Cina sono fortemente controllati dal governo che ha stabilito dei tetti molto bassi in modo da garantire alle compagnie statali un accesso al credito poco oneroso. A partire dal 1978 i tassi di interesse iniziano a crescere gradualmente, pur rimanendo bassi e nel 1988 il governo decide di legare il tasso di interesse all'andamento del tasso di inflazione e così facendo il tasso d'interesse ha registrato valori positivi. Dal 1995 al 2000 però questi valori si riducono nuovamente fino a raggiungere valori anche negativi (Li, 2001). Nel 2004 il governo finalmente abolisce le restrizioni che erano state imposte liberalizzando i tassi d'interesse.

e) Obblighi di riserva

Gli obblighi riguardanti le riserve bancarie, come menzionato in precedenza, pur rappresentando una precauzione prudenziale nei confronti di una potenziale crisi finanziaria, risultano molto alti imponendo così un forte onere sul sistema finanziario. Si tratta di una tassa implicita sui depositi bancari e i prestiti, che il governo utilizza come un mezzo di finanziamento evidenziando la presenza di una forte repressione finanziaria. Nel 1998 le riserve richieste vengono quasi dimezzate e questo valore ha continuato a diminuire nel tempo riducendo significativamente l'onere sostenuto dalle

banche. Sebbene questi valori continuino a diminuire anche il tasso d'interesse pagato dalla banca centrale cinese sulle riserve delle banche commerciali si abbassa sempre di più andando così a ridurre l'effetto di alleggerimento sugli oneri finanziari.

f) Capitalizzazione del mercato azionario

Il mercato azionario è una componente chiave per lo sviluppo del sistema finanziario in quanto mobilita i risparmi, alloca gli investimenti e ricopre un ruolo importante nella governance delle società (Gao, Jin e Riedel, 2007). I mercati azionari cinesi si sono sviluppati rapidamente a partire dal 1991, anno in cui furono fondati. Si devono però tenere in considerazione le peculiarità di questo mercato: solo un terzo delle azioni emesse nel mercato può essere negoziato liberamente, gli altri due terzi sono invece posseduti dallo stato e da imprese da esso controllate e per legge non possono essere scambiati nel mercato azionario. Si tratta quindi di un mercato caratterizzato da poca liquidità poiché molti titoli non possono essere liberamente scambiati. Nonostante la sua crescita rapida, il mercato azionario non ha contribuito in maniera significativa alla mobilitazione dei risparmi e al finanziamento degli investimenti.

g) Lo sviluppo del mercato obbligazionario

A partire dal 1990 il numero di obbligazioni in circolazione è aumentato in maniera costante poiché il governo ha fatto ricorso all'emissioni di obbligazioni in modo sempre più consistente a causa dell'espandersi del deficit pubblico. Un altro tipo di obbligazione in circolazione è il *policy bond*, che viene emesso dalla *China Development Bank* (CDB) e utilizzato dallo stato per finanziare investimenti a lungo termine che riguardano le infrastrutture della Cina. Le obbligazioni societarie invece sono assoggettate a una regolamentazione molto rigida e per questo motivo sono ancora fortemente sottosviluppate. La loro emissione è consentita solo a imprese controllate dallo stato.

In conclusione, tra tutti gli indici considerati quello che è migliorato in modo più significativo dal 1978 è il rapporto tra M2/GDP, ma come evidenziato in precedenza questa crescita è dovuta in parte alla mancanza di strumenti di risparmio alternativi e alla difficoltà delle famiglie e imprese private ad accedere al credito bancario. Recentemente l'accesso al credito per questi soggetti è diventato relativamente più semplice e il mercato obbligazionario e azionario si sono sviluppati considerevolmente rispetto agli anni Novanta, tuttavia sono ancora fortemente controllati dallo stato. Considerando i valori di tutti gli indici esaminati si può dedurre che sebbene ci siano stati dei miglioramenti il sistema finanziario cinese è ancora fortemente represso e sottosviluppato.

1.6 La riforma del 2005

Il processo graduale di riforma del sistema finanziario adottato da Deng Xiaoping, sebbene innovativo, non è stato particolarmente efficace. Prima dell'era delle riforme, infatti, le risorse del Paese erano notevolmente sottoutilizzate e allocate in modo molto inefficiente; partendo da queste basi ogni piccolo miglioramento del sistema finanziario era destinato a provocare un forte impatto positivo nel breve termine. Il cosiddetto "miracolo cinese" non è quindi imputabile alla completezza e validità delle riforme ma soprattutto a una condizione di partenza molto arretrata e disorganizzata che ne ha ampliato gli effetti. La parziale liberalizzazione dei mercati finanziari e il suo conseguente sviluppo avvenuti fino ai primi anni Duemila chiaramente non sono stati sufficienti a sviluppare un sistema economico stabile ed efficiente, pertanto ulteriori riforme politiche ed economiche erano necessarie affinché la Cina potesse raggiungere l'obiettivo di una crescita economica sostenibile nel lungo termine e allo stesso tempo mantenere la stabilità a livello macroeconomico. Le soluzioni proposte nel 2005 sono volte principalmente a contrastare la corruzione dilagante e il fenomeno delle sofferenze dovuto all'eccesso di credito concesso negli ultimi decenni dalle banche statali. Tale riforma ha permesso alle banche cinesi più efficienti di espandersi maggiormente rispetto a quelle inefficienti. L'accesso al credito per le società non statali è stato notevolmente facilitato grazie ad una ancora maggiore

apertura del settore finanziario agli investitori internazionali e permettendo agli investitori domestici di investire in altri paesi. Sono state inoltre introdotte nuove importanti leggi che hanno fornito un più coerente, completo e moderno mercato in cui le compagnie possano operare. Sono stati avviati anche alcuni programmi sperimentali per innovare e modernizzare il sistema di credito rurale che in pochi anni sono stati estesi in quasi tutta la nazione. Nel mercato azionario una forte novità è rappresentata dall'eliminazione delle limitazioni imposte alla maggior parte delle azioni statali che in precedenza non erano liberamente negoziabili e che ora invece possono aiutare il governo producendo nuova liquidità. Il mercato obbligazionario invece, seppure in crescita, continua a essere molto ridotto e vi è la necessità di un ulteriore sviluppo di questo segmento per poter far fronte all'eccessivo affidamento al sistema bancario che esistere in Cina.

Un importante indicatore con il quale è possibile valutare lo sviluppo finanziario in Cina è il rapporto M2/GDP (M2 viene spesso utilizzato ad indicare l'offerta di moneta). Il valore di tale indice è cresciuto in modo esponenziale negli ultimi tre decenni: nel 1978 è del 33%, nel 2004 è del 90% e nel 2009 è del 193% (Gao, Jin e Riedel, 2007). I valori molto elevati dell'indice, sia prima che dopo la riforma del 2005, mettono in evidenza come la politica finanziaria repressiva da parte del governo si sia estesa anche e negli anni più recenti.

In conclusione, anche se con l'ultima riforma del 2005 il sistema finanziario cinese ha fatto notevoli progressi, si tratta ancora di un sistema fortemente represso che ostacola l'obiettivo, stabilito dal governo, di una crescita economica sostenibile anche nel lungo termine. Con le attuali strategie politiche, lo sviluppo del sistema è destinato a essere condizionato dalle future decisioni riguardanti l'espansione delle riforme a livello finanziario ed economico.

1.7 La riforma del sistema bancario

La Cina ha un largo, ma fundamentalmente represso, sistema finanziario, dominato da un debole e inefficiente settore bancario. Esaminando il rapporto tra i depositi e il GDP delle provincie è stato possibile osservare come in Cina esista una

grande disparità nello sviluppo del settore bancario tra le varie regioni. Inoltre, al contrario di quanto convenzionalmente ipotizzato, lo sviluppo del settore bancario non è positivamente correlato alla crescita economica delle provincie. Questi risultati alquanto singolari sono dovuti ancora una volta alla inefficiente allocazione delle risorse e alle poco produttive imprese statali alle quali le banche concedono la maggior parte dei prestiti. L'espansione del sistema bancario nelle provincie ha avuto effetti molto deboli sullo sviluppo economico delle stesse a causa delle costrizioni imposte dal governo cinese, il quale ha strettamente controllato il sistema al fine di favorire le imprese da esso controllate. Alla luce di queste considerazioni è evidente come la Cina, per mantenere il grado di sviluppo sostenibile nel lungo termine, necessiti di una liberalizzazione del mercato finanziario che incoraggi l'allocazione efficiente del credito bancario e che fornisca metodi alternativi di finanziamento attraverso lo sviluppo del mercato dei titoli azionari e obbligazionari.

Una delle caratteristiche fondamentali del sistema bancario in Cina è la sua sorprendente crescita in pochi decenni. Nel 1978 era quasi inesistente mentre negli ultimi dieci anni ha raggiunto dimensioni, relative al GDP, comparabili a quelle degli Stati Uniti. Questa rapida crescita è dovuta, come menzionato precedentemente, alle riforme strutturali iniziate alla fine degli anni Settanta da Deng Xiaoping. È importante osservare come il sistema bancario, che è controllato dal governo, domini fortemente quello finanziario creando problemi di allocazione e stabilità nel mercato. Le principali manifestazioni del problema sono le seguenti.

a) Prestiti in sofferenza

La più prominente e discussa manifestazione di debolezza del sistema bancario cinese è proprio la quantità di crediti in sofferenza detenuta dalle banche. Nel 2004 si osservava come la percentuale di sofferenze rapportata al totale dei crediti in essere fosse addirittura del 50% raggiungendo i 700 miliardi di dollari ovvero il 70% del GDP della Cina (Garcia-Herrero e Santabarbara, 2004). Si tratta di un problema di enormi dimensioni, che nel 2005 ha incoraggiato il governo ad adottare misure che favoriscano migliori pratiche nell'allocazione del credito che costringano anche le

imprese statali a migliorare la propria prestazione ed efficienza. I nuovi crediti sono di qualità superiore a quelli erogati in precedenza andando quindi a migliorare la difficile situazione legata alle sofferenze bancarie e di conseguenza anche la redditività delle stesse.

Come si può osservare dalla **Tabella 1.1**, in meno di un decennio la percentuale di crediti in sofferenza rapportato al totale dei concessi passa dal 17.4% nel 2003 al 1.8% nel 2009. Una delle misure adottate per fronteggiare le possibili perdite dovute alle sofferenze è stata aumentare le riserve a esse destinate. Da un valore di 20% nel 2003 si passa a 130% nel 2009; l'incremento si realizza in particolare successivamente alla riforma del 2005 (Herd, Hill e Pigott, 2010).

Tabella 1.1 - Crediti in sofferenza delle banche commerciali

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009H1
Outstanding balance of non-performing loans (CNY Billion)							
Commercial banks	2 230	1 847	1 314	1 254	1 268	560	519
Major commercial banks	2 104	1 718	1 220	1 170	1 201	487	444
State-owned banks	1 590	1 575	1 072	1 053	1 115	421	376
Joint stock banks	154	143	147	117	86	66	67
City commercial banks	116	119	84	65	51	48	49
Rural commercial banks	n.a.	n.a.	6	15	13	19	19
Foreign banks	n.a.	n.a.	4	4	3	6	7
Non-performing loans share of total loans (%)							
Commercial banks	17.4	13.1	8.6	7.1	6.2	2.4	1.8
Major commercial banks	17.9	13.2	8.9	7.5	6.7	2.4	1.7
State-owned banks	16.9	15.6	10.5	9.2	8.1	2.8	2.0
Joint stock banks	6.5	5.0	4.2	2.8	2.2	1.3	1.0
City commercial banks	15.0	14.1	7.7	4.8	3.0	2.3	1.9
Rural commercial banks	n.a.	n.a.	6.0	5.9	4.0	3.9	3.2
Foreign banks	n.a.	n.a.	1.1	0.8	0.5	0.8	1.0

Fonte: China Banking Regulatory Commission, 2009

Tabella 1.2 - Adeguatezza patrimoniale

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Number of banks meeting minimum capital adequacy requirement ¹	8	30	53	100	161	204
Share of total banking system assets (per cent)	0.6	47.5	75.1	77.4	79.0	99.9

Fonte: China Banking Regulatory Commission, 2009

Il crollo nel numero dei crediti in sofferenza è stato accompagnato da considerevole miglioramento nei parametri di adeguatezza patrimoniale delle banche. Alla fine del 2003 solo otto banche, nessuna delle quali di proprietà dello stato, hanno raggiunto il coefficiente di adeguatezza patrimoniale dell'8% stabilito dalle autorità cinesi; nel 2008 tale valore sale drasticamente poiché ben 204 banche soddisfano i criteri stabiliti dalle autorità (**Tabella 1.2**). Tuttavia, in risposta alla crisi globale e all'aumento di prestiti concessi dalle banche, la Commissione di Regolamentazione Bancaria (CBRC) ha deciso di aumentare ulteriormente il valore richiesto in relazione all'adeguatezza patrimoniale riducendo nuovamente il numero di banche che soddisfano il criterio di adeguatezza.

b) Redditività

Sebbene gli argomenti appena esposti suggeriscano una forte crisi finanziaria in Cina prima della riforma del 2005, questa non si è verificata poiché nonostante il settore bancario sia insolvente non è illiquido. Ovvero le banche, anche con un'alta percentuale di prestiti in sofferenza, hanno mantenuto un surplus operativo. Il governo ha fissato un tetto massimo molto basso per il tasso d'interesse sui depositi e invece un tasso minimo alto sui prestiti erogati. Pertanto anche se le banche statali ricevono i pagamenti degli interessi solo sul 75% dei prestiti concessi, tale cifra è sufficiente a coprire il 100% degli interessi sui depositi. Inoltre, benché i costi operativi in Cina siano molti elevati i proventi netti dei tassi di interesse hanno mantenuto il sistema bancario fortemente liquido ed evitando così una crisi finanziaria.

c) Assenza di una vera concorrenza

Un'altra fonte di protezione per l'insolvente sistema bancario cinese è la posizione di monopolio che lo stato ricopre nel sistema con la presenza di numerose banche da esso controllate. Per tutelare tale posizione il governo ha inibito sia la concorrenza domestica che estera nel mercato finanziario oltre a forti limitazioni nell'emissioni di azioni e obbligazioni societarie e nel flusso di capitali dall'estero.

1.8 I metodi adottati per rafforzare il settore bancario – Riforma del 2005

Il punto sul quale la Cina ha avuto maggiore necessità di intervenire è la sofferenza dei crediti che rende il settore bancario insolvente. Tale problema per essere risolto richiede un cambiamento radicale nella gestione nelle banche statali. A partire dal 2005 sono stati creati degli incentivi che favoriscono una valutazione del merito di credito delle imprese basato su criteri più oggettivi e dei sistemi più selettivi nella scelta dei manager. Allo scopo di far funzionare più efficientemente il mercato del credito, il governo ha iniziato a consentire una maggiore competizione al suo interno e inoltre ha permesso una maggiore liberalizzazione dei tassi d'interesse. Tutti questi cambiamenti sono necessari per la Cina in un'ottica di sostenibilità della crescita economica nel lungo termine.

La Repubblica Popolare Cinese al fine di ottenere un mercato finanziario più efficiente e competitivo, a partire dal 2005, ha iniziato a privatizzare alcune banche statali e a ridurre significativamente le barriere in entrata poste per le banche estere e le restrizioni per le banche domestiche. Un altro modo per aumentare la competizione è espandere altri segmenti del sistema finanziario, quali il fortemente sottosviluppato mercato dei titoli obbligazionari e azionari. Altro importante elemento è la riduzione del grande controllo esercitato dal governo anche nei confronti delle banche non statali che precedentemente non si potevano considerare indipendenti. Come conseguenza della riforma avvenuta nel 2005, che ha permesso alle banche estere di competere con le banche domestiche secondo regole comuni ad entrambe, il numero delle filiali di banche straniere è aumentato ma non in modo significativo come il governo si attendeva. Le principali banche internazionali hanno preferito insediarsi

solamente nelle principali città e provincie cinesi quali Shanghai, Pechino e Shenzhen e Hong Kong e non hanno manifestato alcuna intenzione di espandere ulteriormente la loro rete di filiali nel territorio cinese. Le banche estere, oltre ad aprire nuove sedi nel territorio cinese, hanno aumentato la loro presenza acquisendo azioni in numerose banche domestiche al quale però il governo ha posto il limite del 25% superato il quale la banca viene considerata come estera. Con l'abbattimento di molte delle limitazioni alla libera concorrenza è stato permesso alle banche estere non solo di espandere la propria presenza sul territorio nazionale ma anche di aumentare la gamma di prodotti finanziari da poter offrire ai clienti cinesi. Tali banche hanno iniziato a concedere prestiti non solo alle imprese ma anche ai cittadini cinesi, anche se spesso si tratta di una clientela di alto profilo.

Le conseguenze della liberalizzazione del mercato e dell'accresciuta competitività sono state perlopiù positive perché ha forzato le banche cinesi a migliorare la propria efficienza non solo nell'allocazione del credito ma anche di migliorare il proprio management selezionando del personale più qualificato e adottando un'analisi e gestione del rischio più efficace. Le banche investono sempre più risorse nel perfezionare l'elaborazione dei dati raccolti e altri servizi che possano migliorare l'efficienza delle operazioni in modo da rimanere competitive in un mercato che diventa sempre più concorrenziale. I costi operativi hanno raggiunto livelli molto bassi non solo in confronto ad altri paesi in via di sviluppo quali India e Corea ma anche rispetto ai paesi sviluppati (McKinsey Global Institute, 2006). La redditività delle banche cinesi ha certamente giovato di questi cambiamenti come anche l'economia in generale.

Successivamente alla riforma del 2005, le banche si trovavano in una condizione decisamente più salutare che nel passato anche a causa della conversione della Banca Agricola Cinese e della Banca dello Sviluppo Cinese in banche commerciali che ha favorito l'aumentare dell'efficienza nell'allocazione del credito anche nelle zone rurali (Herd, Hill e Pigott, 2010).

1.9 Il mercato dei titoli obbligazionari

Il sistema finanziario cinese è caratterizzato da un mercato obbligazionario malfunzionante e sottosviluppato. Il governo cinese nel 2005 ha iniziato a rimuovere gli impedimenti che ne ostacolano l'espansione. Un mercato obbligazionario ben sviluppato è essenziale per il finanziamento degli investimenti a lungo termine. In Cina, invece, è il settore bancario a sopperire a questa funzione nonostante le banche siano proprio le meno adatte a svolgere questa funzione poiché le loro passività (principalmente depositi) sono a breve termine. Il crescente disallineamento delle scadenze delle attività e delle passività delle banche rappresenta una fonte di rischio sistematico nel sistema bancario della Cina. Un ulteriore sviluppo del mercato dei titoli obbligazionari con l'ampliamento della gamma delle maturità e dei fattori di rischio darebbe la possibilità al settore bancario di concentrarsi sui servizi finanziari nei quali ha un vantaggio comparativo.

I titoli di stato per essere performanti richiedono la presenza di un mercato secondario (introdotto solo nel 1988) ben sviluppato dove si possono negoziare in maniera trasparente e con una base diversificata di investitori. Il mercato obbligazionario è anche un importante strumento di politica monetaria per la banca centrale ma più il mercato è debole più diventa difficile utilizzarlo efficacemente. In Cina tale mercato è stato creato nel 1980 e anche se si è sviluppando abbastanza rapidamente, nel complesso gioca ancora un ruolo modesto, è solo una piccola parte del sistema finanziario ed è quasi completamente dominato dal governo.

Tabella 1.3 - Adeguatezza patrimoniale nel 2009

	Value (CNY Billion)	Share of GDP (per cent)
Treasury bonds	5 222	16.1
Central bank bonds	4 008	12.4
Policy bank bonds	3 953	12.2
Corporate bonds	352	1.1
Commercial paper	891	2.7
Total	14 427	44.5

Fonte: OECD, 2009

Alla fine del 2004, prima della riforma, i titoli di stato erano il 97% delle obbligazioni circolanti, il 3% rimanente rappresentava obbligazioni d'impresе statali e delle banche commerciali. I titoli di stato in Cina sono principalmente emessi per finanziare il deficit del governo oppure sono *policy bonds*, obbligazioni emesse per finanziare progetti infrastrutturali. Nel 2009, alcuni anni dopo l'importante riforma del 2005, la situazione è considerevolmente cambiata, i titoli di stato rappresentano solamente il 16.1% del totale delle obbligazioni circolanti e vengono finalmente introdotti, seppure in modo inconsistente, i titoli societari (1.1%). Quest'ultima sezione del mercato obbligazionario è ancora la meno sviluppata, molto più ridotta che in qualsiasi altro paese in via di sviluppo; tutto ciò è dovuto alle forti restrizioni e dal controllo imposti dallo stato.

A partire dal 1980 le obbligazioni dello stato sono state allocate alle province in base alle loro entrate. A loro volta le province le allocavano alle imprese statali sotto la loro autorità. Le imprese le trasferivano in seguito ai loro dipendenti al posto di una percentuale del loro stipendio. È per questo motivo che fino al 1995 il 75% delle obbligazioni statali erano possedute da singoli individui, da privati. In seguito la Cina ha abbandonato questa strategia, così facendo si è creata una base d'investitori molto più diversificata, con l'aumentare della quota di investitori istituzionali che vi partecipano. Le banche commerciali sono ora le principali detentrici dei titoli di stato perché nonostante il tasso di rendimento sia significativamente inferiore a quello dei prestiti bancari il rischio dei titoli di stato è molto inferiore e inoltre gli interessi guadagnati sono deducibili dalle tasse.

Con la riforma del 2005 la supervisione dei titoli obbligazionari societari è responsabilità della *National Development Reform Commission* (NDRC) e correntemente la maggior parte delle obbligazioni circolanti è detenuta dalle compagnie di assicurazione e dai fondi d'investimento. Nonostante le riforme effettuate negli anni, il mercato obbligazionario è incapace di fornire gli adeguati strumenti finanziari che la banca centrale necessita e rappresenta quindi un ostacolo per la crescita economica cinese nel lungo periodo. La funzione del mercato delle obbligazioni che la Cina deve sviluppare con maggiore urgenza è il finanziamento a

lungo termine delle imprese con l'espansione delle obbligazioni societarie che rappresentano solo il 2% del totale delle obbligazioni in totale ed emesse quasi esclusivamente da imprese statali.

1.10 Il mercato azionario

Con la fondazione della borsa di Shanghai e Shenzhen e la rifondazione della borsa di Hong Kong nel 1991 il mercato azionario ha attirato molta attenzione e in soli quindici anni di attività ha già completato un intero ciclo *boom-bust*. Per i primi dieci anni la capitalizzazione del mercato è cresciuta fino ad arrivare al 54% del GDP nel 2000 per poi scendere drasticamente fino al 26% nei successivi cinque anni (Gao, Jin e Riedel, 2007). È importante però evidenziare che il motivo principale di questa espansione è dovuto in gran parte all'aumentare del prezzo delle azioni e non alla crescita del numero di azioni quotate.

1.10.1 La fase di rialzo del mercato azionario

Sin dalla sua fondazione il mercato azionario è stato fonte di finanziamento per un numero crescente di società. Il numero di titoli negoziati nel 2001 è più di tre volte il numero raggiunto soli cinque anni prima, da 300 a oltre 1000 titoli. È importante però sottolineare come la maggior parte delle compagnie quotate in questo periodo, circa l'80%, sia controllata dal governo o lo fosse in precedenza, cioè compagnie privatizzate ove lo stato è l'azionista principale. Uno dei principali motivi è che la quotazione delle azioni è soggetta all'approvazione della *China Securities and Regulatory Commission* (CSRC) che ha il compito di favorire le compagnie statali. Dato che queste imprese hanno un accesso preferenziale al credito bancario e all'emissione di obbligazioni, la rapida espansione del mercato azionario ha fatto ben poco per attenuare l'effetto della repressione del sistema finanziario in Cina.

La risposta entusiasta degli investitori all'emergente mercato azionario, nonostante la forte presenza dello stato, è una chiara indicazione di come fosse forte la richiesta di strumenti di finanziamento non bancari. Il numero d'investitori

individuali aumenta molto rapidamente, il nuovo mercato azionario offre, infatti, un'opportunità anche alle persone "ordinarie" di beneficiare del benessere generato dall'economia fortemente in espansione della Cina (Gao, Jin e Riedel, 2007). Aumentano rapidamente anche il numero d'investitori istituzionali, le banche commerciali infatti hanno un ruolo predominante nel guidare il mercato ad una così estesa espansione. Il mercato azionario è una nuova fonte di profitto e il volume di banche che vi operano diventa così elevato che nel 1995 il governo decide di porre dei limiti all'accesso al mercato.

1.10.2 Il crollo del mercato azionario

Nel luglio del 2001 il livello della capitalizzazione del mercato crolla assieme al prezzo delle azioni. Il collasso del mercato non ha connessioni con la situazione finanziaria delle società quotate in borsa ma con una perdita di fiducia nel mercato da parte degli investitori. Una possibile ragione è stata identificata nel collasso del mercato azionario del 2001 (avvenuto negli Stati Uniti e in altri Paesi) che ha "contagiato" la Cina. Tuttavia la ripresa negli Stati Uniti avvenne tra il 2002 e il 2003 mentre in Cina il mercato azionario continua a declinare. Tutto ciò ci porta a concludere che sebbene il "contagio" abbia avuto un ruolo di rilievo ci siano altri fattori che hanno portato al crollo.

Uno degli elementi determinanti è stato lo scandalo che emerge proprio nel 2001 che porta alla luce numerose attività illegali volte alla manipolazione dei prezzi delle azioni, quali la falsificazione dei libri contabili, dei conti correnti e violazioni delle normative statali (Naughton, 2002). Altro motivo è la decisione presa nel giugno del 2001 di vendere azioni detenute dallo stato, in precedenza non negoziabili, di compagnie quotate in borsa. La necessità di liquidità dello stato è causata dal rapido aumentare delle passività nei fondi pensionistici. Il mercato reagisce immediatamente all'annuncio della strategia con un forte declino per i successivi tre mesi. Il governo cinese decide quindi di abbandonare l'idea di liquidare le azioni da esso possedute provocando un rialzo, anche se debole, del mercato.

Il mercato azionario fallisce nel fornire un canale alternativo per il finanziamento a lungo termine, motivo per il quale era stato fondato nel 1991. Inoltre, dato che la maggior parte delle azioni societarie sono ancora di proprietà dello stato, il mercato ha fallito anche nel costringere le società ad adottare una governance più efficiente. Il governo deve cambiare in modo radicale la propria strategia affinché il mercato azionario occupi un posto di rilievo nel sistema finanziario.

1.10.3 Le azioni non negoziabili

Nell'aprile del 2005 il governo cinese annuncia una svolta importante per lo sviluppo del mercato azionario, ossia l'intenzione di eliminare i vincoli precedentemente imposti alla negoziazione delle azioni possedute dallo stato. Anche in questo caso l'annuncio ha un effetto negativo sul prezzo delle azioni che raggiungono alcuni dei livelli più bassi dalla fondazione del mercato azionario nel 1991. Al fine di risollevarne la fiducia nel mercato, il governo decide di formulare un apposito piano di compensazione per la conversione di questa categoria di azioni. Differentemente dal 2001, il governo riesce ad attuare questa nuova strategia e alla fine del 2007 ben il 98% delle compagnie quotate in borsa ha completato il piano di conversione (Herd, Hill e Pigott, 2010). Sebbene l'iniziale influenza sul mercato azionario sia stata negativa, a partire dal 2006 si iniziano a registrare cambiamenti decisamente positivi nell'andamento del mercato .

Tabella 1.4 - La composizione del mercato azionario

Number of listed companies	2000	2005	2006	2007	2008	2009H1
Total domestic (A- and B-share)	1 086	1 378	1 421	1 530	1 604	1 603
B-share listings	113	109	109	109	109	109
H-share listings	52	122	143	148	153	153
Listings on Shanghai Exchange	572	834	842	860	864	864
Listings on Shenzhen Exchange	514	544	579	670	740	739
Shanghai Stock Exchange :						
Total market capitalisation (CNY billion)	2 693	2 310	7 161	26 984	9 725	15 911
Tradable share market capitalisation (CNY billion)	848	675	1 643	6 453	3 231	6 524
Tradable share market capitalisation (% GDP)	8.5	3.7	7.8	25.1	10.7	21.1

Fonte: Shanghai Stock Exchange, 2009

La riforma per la libera negoziazione delle azioni e la riforma riguardante i criteri di accesso al processo di quotazione per le compagnie (per favorire l'accesso alle piccole-medio imprese), rappresentano un passo in avanti verso lo sviluppo di un mercato azionario più maturo e rappresentativo (OECD, 2005).

Il miglioramento della qualità delle società quotate è diventato un obiettivo politico fondamentale come anche il raggiungimento di una maggiore diversificazione in termini di distribuzione regionale e industriale, le dimensioni e soprattutto la proprietà. Infatti, come evidenziato dalla **Tabella 1.4**, ben 183 nuove compagnie entrano nel mercato tra il 2006 e il 2008. L'espansione riguarda le azioni di tipo A, che appartengono a società costituite in Cina le cui azioni possono essere negoziate solo da altre compagnie cinesi o da un ridotto numero d'investitori stranieri esplicitamente autorizzati dallo stato, ma anche le azioni di tipo H, ossia azioni di società costituite in Cina e negoziabili nella borsa di Hong Kong e in altre piazze internazionali.

Il *China Financial Futures Exchange*, ossia il mercato dei derivati cinese, viene fondato nel 2006 dimostrando come lo Stato abbia finalmente riconosciuto l'importanza di un'efficace strategia di gestione del rischio per gli investitori sia istituzionali che non. La gamma di prodotti derivati offerta dal mercato però è ancora relativamente piccola ed è composta principalmente da *commodity futures*. Successivamente alla fondazione del mercato dei derivati, nonostante loro influenza sulla stabilità ed efficienza del sistema, lo stato non ha implementato alcuna nuova riforma volta al suo miglioramento ed espansione.

In Conclusione, dal 2005 la Cina ha registrato grandi risultati nel ripristinare la solvibilità del sistema finanziario, stabilendo una base più solida per lo sviluppo del mercato di capitali e migliorando il quadro giuridico e normativo oltre alle capacità delle autorità di regolamentazione. Molti miglioramenti sono stati apportati anche nella gestione dei crediti in sofferenza, tuttavia sarà necessario implementare nuove norme prudenziali che si allineino in modo più consistente a quelle in essere nei paesi sviluppati. La priorità dovrebbe però essere data all'espansione e perfezionamento del mercato azionario che richiede non solo un netto miglioramento nella qualità delle

società quotate ma anche di una maggiore diversificazione al suo interno. Nel mercato obbligazionario sarà invece di fondamentale importanza l'eliminazione delle norme che impediscono, di fatto, lo sviluppo dell'importante segmento delle obbligazioni societarie. Inoltre consentire a imprese con forti investimenti provenienti dall'estero di emettere titoli nei mercati obbligazionari e azionari permetterebbe di promuovere lo sviluppo del mercato in modo molto rapido ed efficace (Herd, Hill e Pigott, 2010).

CAPITOLO 2

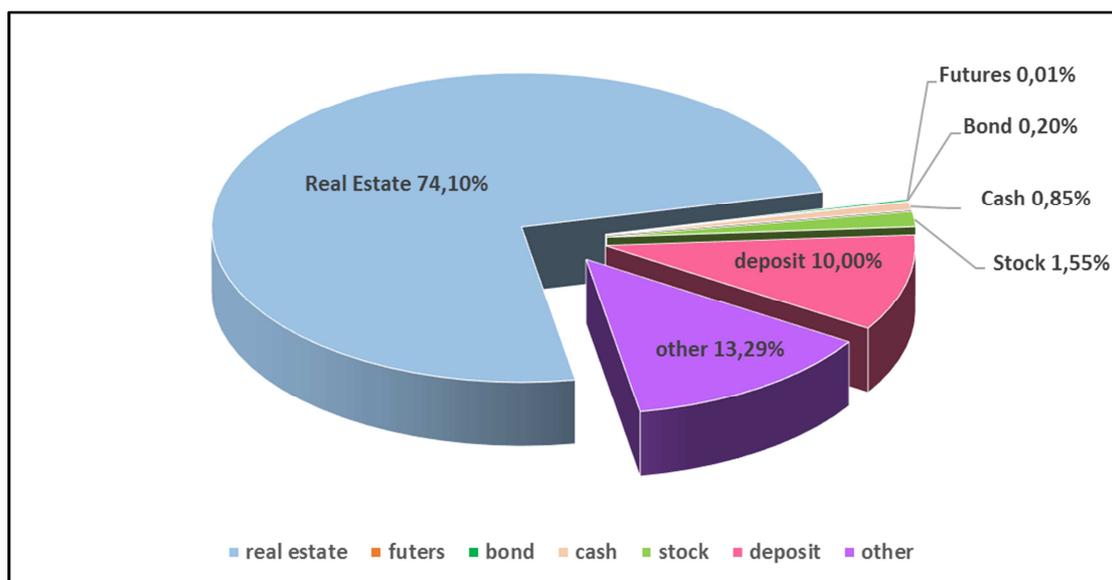
Le determinanti che influenzano le scelte di portafoglio

2.1 La composizione del portafoglio finanziario detenuto dalle famiglie

I continui miglioramenti nella struttura e performance del mercato finanziario cinese hanno provocato, negli ultimi dieci anni, un aumento significativo degli investitori individuali. Nel 2002 ne esistevano 68 milioni, ossia solo il 5.36% del totale della popolazione che ammontava a 1.28 miliardi di persone. L'anno successivo tale numero cresce fino a raggiungere i 70 milioni mentre nel 2007 si contano più di 80 milioni di investitori individuali (Qi e Wu, 2007). L'analisi della composizione del portafoglio delle famiglie evidenzia come il 74.10% sia destinato a investimenti in proprietà immobiliari, il 10% sia destinato ai depositi bancari e solo l'1.55% sia investito in azioni. Percentuali quasi irrilevanti invece riguardano gli investimenti in obbligazioni e futures, lo 0.20% e 0.01% rispettivamente (**Figura 2.1**). Si può facilmente dedurre come il mercato azionario e obbligazionario non rappresentino la principale scelta d'investimento nella Repubblica Popolare Cinese, la scelta dei cittadini, infatti, ricade quasi unicamente sul settore immobiliare. Il mercato finanziario in Cina è ancora relativamente recente, la partecipazione degli investitori individuali è ancora molto debole se confrontato ai paesi occidentali. Come verificheremo in seguito, i principali

elementi che influiscono sulle scelte di portafoglio dei cittadini cinesi possono essere molteplici: la ricchezza individuale, l'età, lo stato di salute, il livello di educazione, il genere, lo stato matrimoniale, la posizione geografica e, molto importante, i beni immobiliari posseduti.

Figura 2.1 - Composizione del portafoglio familiare in Cina



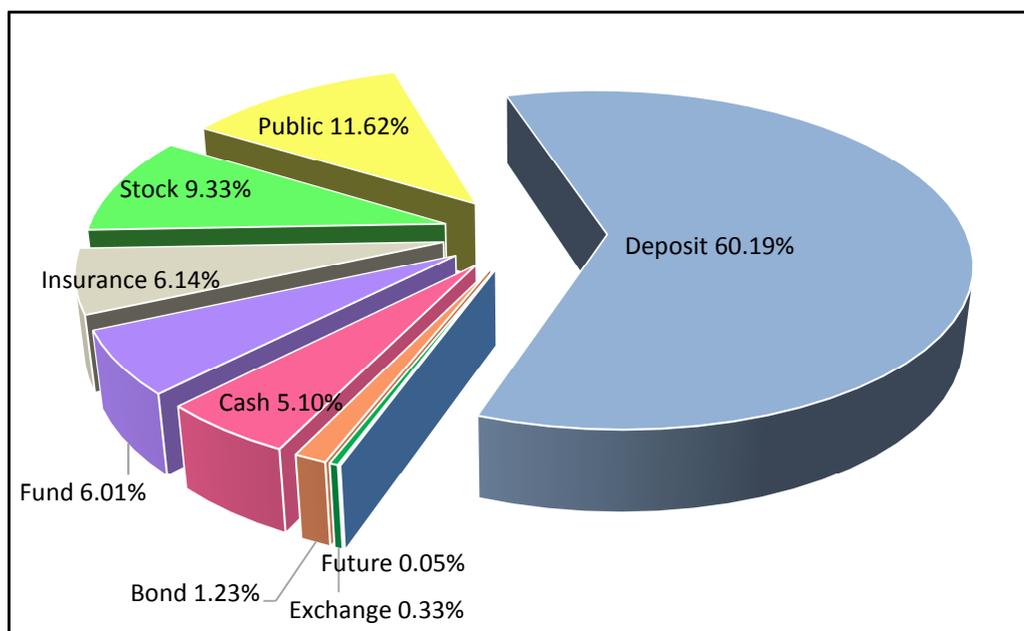
Fonte: Wu, "Households portfolio composition in China", 2009

Un indice interessante da considerare in questa analisi è il rapporto tra azioni possedute e attività finanziarie, quest'ultime includono depositi bancari, contante, valuta estera, azioni, obbligazioni, futures e beni immobiliari. Tale indice influisce negativamente sulla partecipazione dei cittadini al mercato azionario, infatti all'aumentare di un punto percentuale degli investimenti in proprietà immobiliari porta alla riduzione di 0.4 punti percentuali della quota di attività destinata agli investimenti in azioni (Qi e Wu, 2007). Sebbene le proprietà immobiliari siano illiquide e, in generale, difficili da vendere, la cultura cinese influisce nelle scelte d'investimento degli individui che preferiscono l'acquisto di un immobile alla partecipazione al mercato azionario. L'investimento in attività poco liquide quali quelle immobiliari, e il conseguente aumento dei prezzi che avviene costantemente ogni anno, ha avuto un effetto significativo sulla partecipazione al mercato finanziario, le famiglie infatti

saranno sempre meno propense ad investire in una ulteriore attività rischiosa come le azioni. Si riduce sempre di più la parte di risparmio che la popolazione più giovane e più povera può destinare a investimenti nel mercato finanziario.

Analizzando nello specifico la composizione del portafoglio finanziario delle famiglie in Cina, è evidente come i cittadini preferiscano evitare investimenti nel mercato azionario e obbligazionario, il 9.33% e 1.23% rispettivamente, e preferiscano la sicurezza del deposito bancario; una delle ragioni di tale preferenza risiede nella necessità, come evidenziato nel primo capitolo, di un livello elevato di denaro per accedere al credito (**Figura 2.2**).

Figura 2.2 - Composizione del portafoglio finanziario in Cina

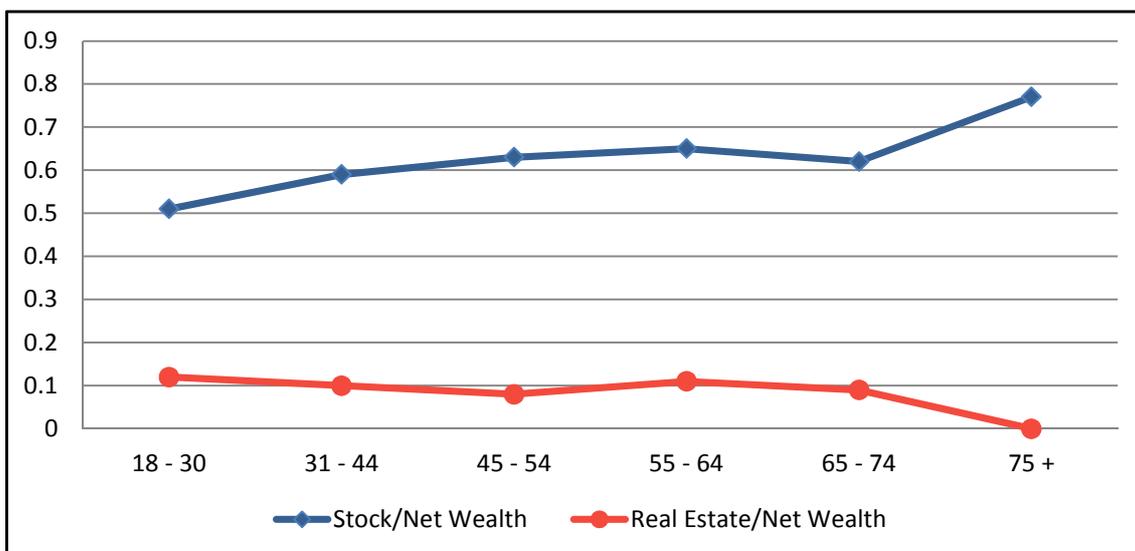


Fonte: Wu, "Household financial asset composition in China", 2009

Esaminando l'età degli investitori è possibile osservare come la più alta percentuale di partecipazione al mercato azionario si riscontri nella fascia di età tra i 45 e i 75 anni. Questo perché sotto a tale età gli individui sono meno indipendenti e spesso fanno ancora affidamento, a livello finanziario, alla famiglia di origine. Pertanto, a causa delle maggiori restrizioni imposte alla popolazione più giovane è meno probabile che individui al di sotto dei 45 anni investano in modo consistente nel mercato azionario. I giovani investitori cinesi non hanno le necessarie conoscenze

finanziarie per effettuare decisioni razionali sull'impiego delle proprie entrate, sono meno capaci di sfruttare appieno i vantaggi che il mercato offre. È importante che le future strategie politiche includano investimenti nell'educazione finanziaria della fascia più giovane di cittadini.

Figura 2.3 - Azioni e proprietà immobiliari in relazione alla ricchezza netta



Fonte: Li e Wu, "Real estate and household portfolio choice in China", 2010

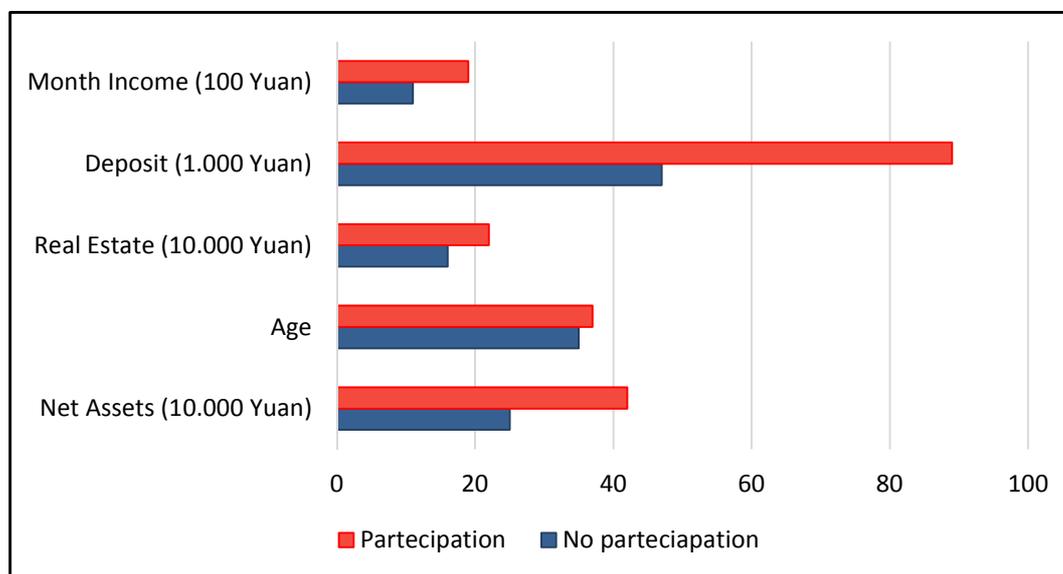
Nella fascia centrale di età, invece, gli individui hanno accumulato una percentuale di patrimonio sufficiente a considerare investimenti in azioni e obbligazioni. I cittadini cinesi, dopo i 75 anni, ritirano i propri investimenti dal mercato in quanto aumentano notevolmente le preoccupazioni per la salute e le spese ad essa collegate. È interessante notare come durante il ciclo di vita dei cittadini il rapporto tra azioni possedute e ricchezza netta sia quasi costantemente speculare a quello tra proprietà immobiliari e ricchezza netta; l'unica eccezione è rappresentata dalla fascia di età compresa tra i 45 e 65, ove gli individui per i primi 10 anni incrementano sia l'investimento in azioni che immobili, mentre nei successivi 10 riducono entrambi i valori.

Gli individui di sesso maschile, coniugati e con un numero di familiari relativamente elevato sono più probabilmente inclini ad investire nel mercato

azionario in quanto la situazione personale li porta ad avere una sensazione di sicurezza sufficiente a effettuare scelte di investimento più ardite. È evidente come una situazione finanziaria più stabile influisca in maniera determinante sugli investimenti e la composizione del portafoglio, incrementando la possibilità che gli individui partecipino al mercato finanziario e la proporzione di ricchezza destinata ad investimenti rischiosi (Qi e Wu, 2007).

Nella **Figura 2.4** vengono confrontate le caratteristiche dei cittadini cinesi che partecipano al mercato finanziario con coloro che non vi partecipano. È facile notare come il reddito di chi investe nel mercato finanziario sia in media più elevato come anche il livello di depositi bancari, di immobili posseduti e di patrimonio netto. Il miglioramento della ricchezza del soggetto, quindi, aumenta la probabilità di una partecipazione al mercato azionario e la proporzione investita in attività rischiose. La quota di partecipazione in investimenti privi di rischio, infatti, presenta una curva convessa, inizialmente aumenta e poi diminuisce all'aumentare del livello di ricchezza.

Figura 2.4 - Partecipanti e non partecipanti al mercato azionario nel 2010

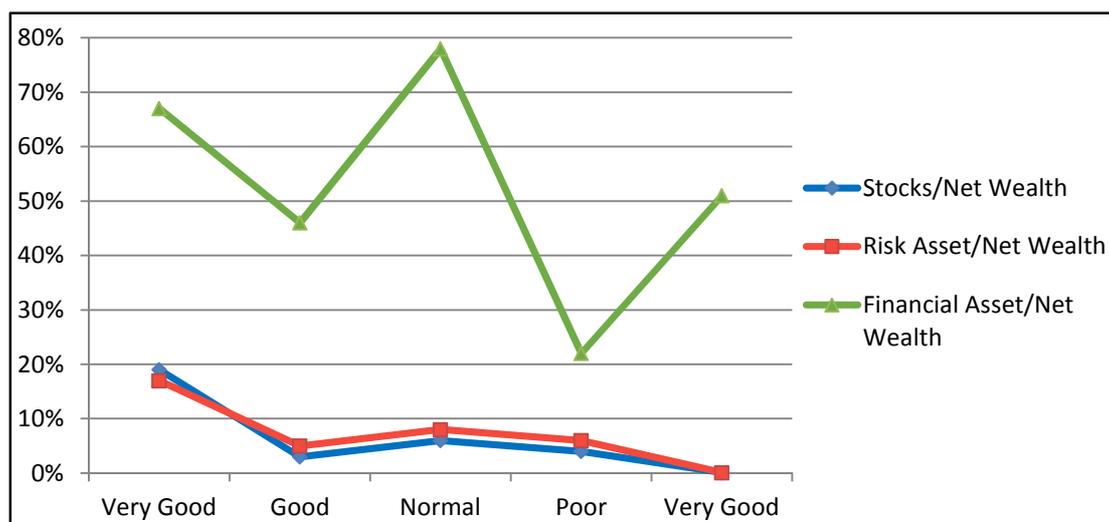


Fonte: Qian e Wu, "Wealth and household portfolio choice in China", 2010

Le zone a est della Cina, quali Shanghai, Haikou e Zhuhai, sono le più attive nel mercato finanziario, seguite dalle zone più centrali di Nanning, Chengdu e Lanzhou. Se comparato al mercato azionario europeo e americano, quello presente nella

Repubblica Popolare Cinese è ancora un fenomeno emergente, dove è relativamente difficile per i cittadini delle regioni più remote reperire le informazioni necessarie. La posizione geografica di appartenenza è particolarmente importante in quanto è stato dimostrato che gli investitori cinesi costruiscono il proprio portafoglio finanziario utilizzando principalmente azioni di compagnie locali, con sede o filiali nella regione di appartenenza. Questo fenomeno è stato definito *home bias*, ossia una scelta d'investimento irrazionale, basata quasi unicamente sulla locazione della compagnia quotata. Questo fattore si estende anche al CEO delle aziende, l'affinità culturale e linguistica con tale soggetto porta i cittadini a scegliere le azioni della società da egli gestita. L'ubicazione della borsa valori nella quale la società è quotata influisce in modo determinante sulle scelte di investimento dei soggetti. Quest'ultimo aspetto dell' *home bias* si rivela predominante, ha un effetto circa 2.3 volte più forte sulle scelte di portafoglio rispetto alla locazione della società e ben 10 volte più forte dell'affinità culturale con il CEO (Seasholes, Tai e Yang, 2011). Gli investitori cinesi tendono quindi a scegliere azioni di società con le quali sono familiari a causa della vicinanza a livello geografico ma delle quali molto spesso non hanno alcuna informazione rilevate.

Figura 2.5 - Portafoglio finanziario raggruppato in base allo stato di salute



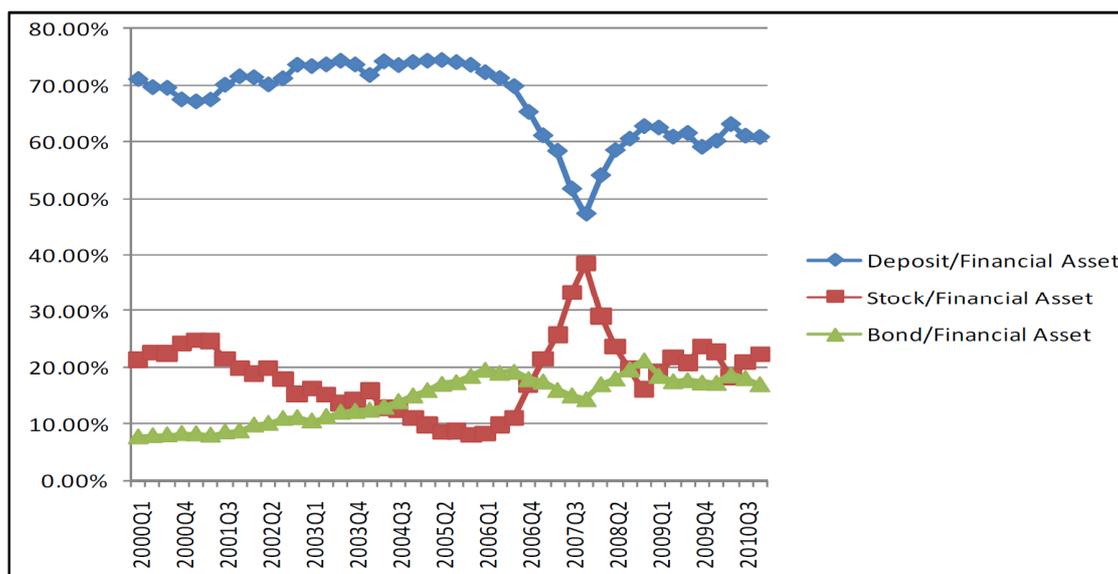
Fonte: Rong e Wu, "Health status and household portfolio choice in China", 2010

Lo stato di salute degli individui influenza fortemente le scelte di portafoglio, più le condizioni peggiorano e meno verrà investito in azioni o altre attività rischiose. I cambiamenti dello stato di salute di un soggetto, come la diagnosi di una malattia, provocano un effetto indiretto sulla composizione del portafoglio finanziario da esso posseduto (Berkowitz e Qiu, 2005). Tale cambiamento delle condizioni di salute riduce il patrimonio totale del soggetto il quale deve riconsiderare la struttura dei propri investimenti in attività finanziarie. Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati in modo molto più ridotto rispetto a quelli azionari, questo perché si tratta di una attività meno rischiosa. Nella **Figura 2.5** si può inoltre osservare che i valori diventano minimi quando le condizioni sono pessime, la percentuale di azioni e attività rischiose rapportata alla ricchezza netta è inferiore al 5%; lo stato di salute non influenza la scelta di partecipare al mercato finanziario ma solo la quantità che il soggetto vi investe.

Le abilità cognitive e la conoscenza del mercato dei singoli individui hanno un ruolo importante nelle scelte effettuate dai nuclei familiari. Se gli individui hanno la sensazione di essere molto competenti, ben informati in materia, è probabile che scommetteranno sull'esattezza delle proprie valutazioni del mercato piuttosto che in una probabilità dell'evento calcolata scientificamente. Nel caso in cui non si ritengano competenti preferiranno scommettere su eventi privi di ambiguità, ovvero su attività prive di rischio (Heath e Tversky, 1991). Gli elementi che influenzano il grado di competenza percepito dagli individui sono il livello di educazione, lo stato di salute e la ricchezza. L'investitore cinese è spesso *overconfident*, ossia troppo ottimista circa le proprie previsioni e l'andamento del mercato, conseguentemente effettua scelte poco razionali, risultando più propenso a vendere attività che nel passato si sono rivelate vincenti rispetto a quelle perdenti. L'eccessiva, e spesso immotivata, fiducia nelle proprie conoscenze porta l'investitore individuale a sottovalutare il rischio delle attività e quindi a detenere portafogli di attività finanziarie più rischiose rispetto ad un investitore razionale. Un'altra comune conseguenza è l'eccessiva negoziazione all'interno del mercato azionario causando una variazione del livello dei prezzi.

L'informazione è un elemento chiave, soprattutto nel caso della Cina, ove a causa dei limiti imposti dal governo le attività sono più illiquide che in altri Paesi. Essendo illiquide, gli investitori incontrano un maggiore rischio e perciò l'informazione diviene un fattore ancora più prezioso. La decisione di comprare e vendere azioni è fortemente correlata all'area di appartenenza del soggetto, esiste infatti una forte eterogeneità di informazione all'interno del territorio cinese. La carenza di informazioni e di educazione in materia finanziaria è una delle possibili spiegazioni per una partecipazione ancora limitata al mercato finanziario (Christelis, Jappelli e Padula, 2009). Il costo della raccolta e elaborazione delle informazioni disponibili è molto più basso per le persone qualificate, educate in materia finanziaria. Il costo dell'informazione è quindi una barriera all'entrata del mercato finanziario. Non tutte le attività richiedono un livello così alto d'istruzione. Le obbligazioni, che hanno un rendimento e un rischio più bassi, richiedono un grado di abilità nel processare e analizzare dati economici e finanziari considerevolmente inferiore a quello richiesto per le azioni. Nonostante ciò, a causa del sottosviluppo che caratterizza il mercato obbligazionario in Cina, la percentuale d'investimento destinata a questi strumenti finanziari è decisamente più bassa rispetto alla media dei paesi occidentali.

Figura 2.6 - Depositi, azioni e obbligazioni



Fonte: Lu, Wang e Wu, "Financial development and household portfolio choice in China", 2010

Il mercato finanziario cinese è ancora relativamente nuovo, richiede lo sviluppo di ulteriori strumenti finanziari (per 15 anni sono state negoziate solo azioni comuni) e l'abbandono del forte controllo del governo potrà favorire una più ampia partecipazione degli individui al mercato. Una maggiore sofisticazione dei prodotti e servizi finanziari si sta realizzando negli ultimi 10 anni. Un'innovazione importante riguarda certamente l'espansione dei prodotti derivati che permette un'allocatione più efficiente dei capitali e un incremento della liquidità del mercato. La Cina sta affrontando un periodo di transizione da economia emergente a sviluppata. È evidente come la crisi finanziaria del 2007 abbia influito fortemente sulla partecipazione al mercato finanziario e, nonostante la ripresa all'inizio del 2008, i valori non si sono più avvicinati ai picchi dell'anno precedente raggiunti grazie all'effetto della graduale liberalizzazione, effettuata dal governo nel 2005, delle azioni che precedentemente non erano negoziabili. Il mercato obbligazionario, invece, è cresciuto a un ritmo piuttosto costante, anche se abbastanza basso. Nella **Figura 2.6** è interessante osservare che esiste una relazione negativa tra la partecipazione al mercato azionario e i depositi, mentre questi ultimi e il mercato obbligazionario si muovono nella stessa direzione.

2.2 Behavioural finance - Il comportamento degli investitori individuali

L'*herding behavior* è un comportamento spesso riscontrato nel settore finanziario, consiste nell'imitare le decisioni, razionali o irrazionali, di altri investitori o di un gruppo di essi. Spesso gli individui seguono questi trend sebbene le informazioni in loro possesso e il loro parere sia contrario, questo avviene poiché tra i soggetti con un basso livello di conoscenza e esperienza è opinione comune che se un elevato numero di soggetti segue un certo trend, non è possibile che così tanti individui siano in errore (Li, Ghon Rhee e Shuye Wang, 2009). L'*herding behavior* genera una forte variazione dei prezzi e un'eccessiva volatilità nel mercato. Esistono due principali tipi di *herding* osservati nella letteratura: nei confronti del mercato o di particolari azioni. Nel primo caso gli investitori si muovono nella stessa direzione seguita, in generale, dal mercato (Christie e Huang, 1995). Nel secondo caso, al contrario, si verifica quando un

gruppo di investitori si concentrano su un particolare gruppo di azioni trascurando quasi completamente altri tipi di titoli con caratteristiche esogene simili. Gli investitori individuali sono meno informati e vulnerabili a essere influenzati nelle loro opinioni e decisioni, al sentimento del mercato e a eventi che hanno particolare risonanza a livello mediatico come shock del mercato (Barber e Odean, 2008). Gli investitori meno esperti tendono quindi a seguire l'andamento dei prezzi, a essere più sensibili a variazioni dei rendimenti nel mercato.

I soggetti che rappresentano la porzione più attiva nel mercato finanziario cinese, non sono gli investitori individuali bensì quelli istituzionali. Questi ultimi possiedono quantità d'informazioni più elevate e abilità di analisi decisamente superiori a quelle dei singoli cittadini. L'*herding behavior* dei singoli individui è il risultato di un comportamento irrazionale, una risposta sistematica ai maggiori trend o al sentimento del mercato. Gli investitori istituzionali, invece, seguono questo tipo di comportamento come risultato di problemi di agenzia, delle caratteristiche dei titoli, dei trend o del modo con il quale le informazioni sono inserite nel mercato (Li, Ghon Rhee e Shuye Wang, 2009). I soggetti istituzionali, sebbene posseggano abilità cognitive superiori e informazioni più complete, esibiscono un *herding behavior* molto più inteso in quanto tendono a negoziare le azioni in modo più selettivo mentre i meno qualificati investitori individuali tendono ad allocare i loro investimenti in modo più uniforme tra le azioni. Lo scopo per il quale i soggetti istituzionali si concentrano su specifiche azioni, o particolari categorie di queste è legato allo sfruttamento del vantaggio dato dalle informazioni in loro possesso che sono più precise di quelle accessibili dagli investitori comuni. Questi ultimi, invece, reagiscono alle variazioni dei prezzi e del volume delle negoziazioni come se questi cambiamenti riflettessero tutte le informazioni rilevanti (Campbell, Grossman e Wang, 1993). Per aumentare la partecipazione degli investitori individuali, il governo cinese dovrebbe provvedere a ampliare la conoscenza finanziaria dei giovani e fortificare la regolamentazione e la trasparenza del mercato, oltre alla soglia necessaria per parteciparvi (Qi e Wu, 2007).

In conclusione, sebbene il mercato finanziario cinese sia uno degli attori emergenti nel panorama internazionale, in particolare dopo il 2005 con l'attuazione di strategie politiche ed economiche meno restrittive, è evidente come ci siano ancora numerosi ostacoli che ne impediscono uno sviluppo completo. Le scelte di portafoglio effettuate dai cittadini cinesi sono legate a molti elementi, in particolare alla posizione geografica che condiziona il livello di informazione al quale i soggetti hanno accesso e la scelta della società sulla quale investire, ma anche il livello di educazione che spesso non è sufficiente a permettere delle decisioni razionali, basate sul rischio oggettivo invece che su quello percepito dal singolo individuo. Il fattore, però, che incide più pesantemente sulle scelte di portafoglio dei cittadini è la propensione, profondamente radicata a livello culturale, a investire in beni immobiliari che influisce negativamente sulla percentuale di risparmio destinata a investimenti nel mercato finanziario. Il comportamento degli investitori, sia individuali che istituzionali, è fortemente condizionato dai trend presenti nel mercato o dalle scelte di un grande gruppo di investitori che viene irrazionalmente seguito dalla maggior parte dei soggetti.

Il mercato obbligazionario, invece, è ancora molto sottosviluppato, deve essere innovato attraverso l'inserimento di una più ampia gamma di funzionalità, di maturità, e di garanzie che possano attirare un numero sempre maggiore di cittadini e istituzioni.

Nonostante i passi da gigante compiuti dalla Repubblica popolare Cinese per lo sviluppo del neonato settore finanziario, la partecipazione della popolazione è ancora molto bassa. A pesare maggiormente è, con buona probabilità, la "giovane età" di questo settore entrato in funzione per la prima volta nel 1991 e che fatica ancora a esprimere appieno le proprie potenzialità.

CAPITOLO 3

Analisi descrittiva dei dati e modello econometrico

3.1 Premessa

In questa sezione verranno esaminate le caratteristiche del *dataset* CHARLS (*China Health and Retirement Longitudinal Study*) e le variabili scelte per la specificazione del modello econometrico utilizzato nell'analisi empirica. Quest'ultima ha l'obiettivo di verificare quali sono i fattori che maggiormente influiscono nella composizione del portafoglio finanziario degli investitori individuali cinesi. I dati provenienti dall'indagine CHARLS riguardano individui di età superiore ai 45 anni, tale *dataset* è stato selezionato poiché propone delle importanti innovazioni per quanto riguarda i dati disponibili sulla popolazione cinese.

Conclusa l'analisi del *dataset* utilizzato si fornirà una descrizione dettagliata delle variabili considerate, ponendo l'accento sulle peculiarità di ognuna. Infine verrà presentato il modello econometrico creato e verranno analizzati i risultati ottenuti per determinare quali tra le variabili esaminate, spiegano in modo più significativo le scelte effettuate dai cittadini in materia di portafoglio finanziario e proponendo alcuni possibili miglioramenti che il governo dovrebbe apportare per poter potenziare questo settore che è stato a lungo trascurato.

Come illustrato nei precedenti capitoli, la Repubblica Popolare Cinese è uno dei Paesi con il più alto tasso di crescita registrato negli ultimi decenni. Per adeguare il sistema finanziario agli standard internazionali, necessari per sostenere e favorire un'ulteriore espansione, nel 2005 il governo ha adottato delle misure specificatamente volte ad aumentare la competitività e liquidità del sistema, e conseguentemente la sua efficacia e attrattività per gli investitori individuali. In seguito a questi cambiamenti è cresciuta la consapevolezza dei cittadini della necessità d'implementare ulteriormente il settore e ampliare la quota di reddito destinata alla partecipazione nel mercato finanziario. Di seguito analizzeremo nel dettaglio le variabili coinvolte in queste decisioni.

3.2 Le caratteristiche del *dataset* CHARLS

I dati utilizzati in questa sezione dell'elaborato provengono dal *dataset* CHARLS (*China Health and Retirement Longitudinal Study*) che fornisce un set di dati di alta qualità che permette di focalizzarsi sulla parte più anziana della popolazione cinese. CHARLS è stato costruito seguendo la struttura già utilizzata da SHARE (*Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe*), un *dataset* che coinvolge diversi Paesi Europei e raccoglie dati sulla salute, sulla condizione socio-economica e sulle relazioni sociali e famigliari di più di 55 mila ultracinquantenni provenienti da 20 Paesi diversi. Il tasso di risposta al questionario CHARLS è, in media, più dell'80%, nello specifico 94% nelle zone rurali e 69% in quelle urbane.

Tabella 3.1 – Il campione utilizzato dall'indagine CHARLS

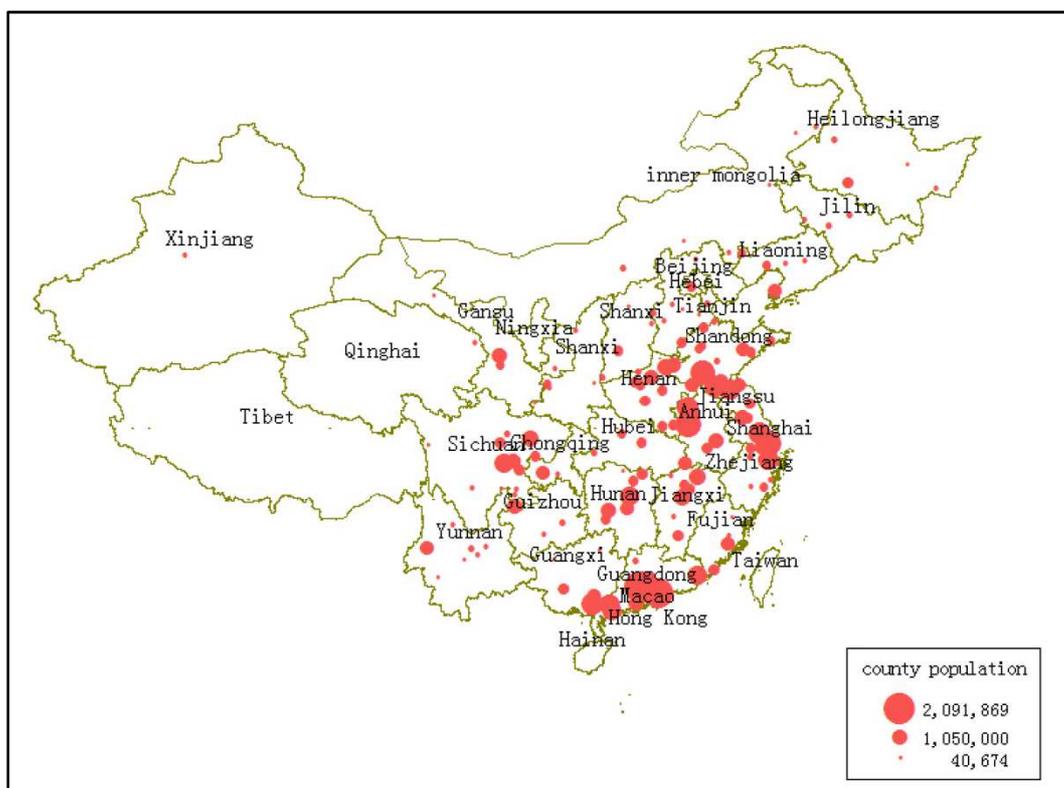
Individuals	17,708
Households	10,257
Villages/communities	450
Counties/districts	150
Provinces	28

Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

Il CHARLS è internazionalmente riconosciuto come uno dei *database* più attendibili riguardanti la Cina, ne viene riconosciuta la grande valenza scientifica; questo è in larga parte dovuto alla facilità di confronto con l'Europa, vista la somiglianza con SHARE, e all'utilizzo degli stessi consulenti impiegati per gli studi europei. Questi due *database*, quindi, sono tra i più importanti e influenti al mondo.

Il questionario è stato condotto nel biennio 2011-2012 e vi hanno partecipato più di 17,000 soggetti, ossia più di 10,000 famiglie (**Tabella 3.1**). L'indagine è stata estesa su tutto il territorio nazionale, includendo 150 contee e 28 province, riuscendo ad inserire nello studio anche le remote zone rurali includendo nell'intervista ben 450 residenti dei villaggi (**Figura 3.1**). Il campione precedentemente intervistato nel 2008, invece, era molto più limitato in quanto comprendeva unicamente soggetti provenienti da due regioni: Gansu, la più povera, e Zhejiang, la più ricca.

Figura 3.1 – Contee e distretti in cui è stata condotta l'indagine CHARLS



Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

La scelta, quindi, è ricaduta su questo specifico *database* poiché rappresenta un'innovazione nell'ambito degli studi sulla Cina, è infatti possibile ottenere dati microeconomici che permettono di formulare un quadro descrittivo efficace della condizione economica e sociale delle famiglie cinesi. Un'altra caratteristica rivoluzionaria che contraddistingue questo particolare *database* è la particolare struttura, che è in grado di aggiornare i dati forniti dai soggetti ogni due anni consentendo di valutarne l'evoluzione con il passare del tempo. È l'unica banca dati micro che permette di analizzare i cittadini con età superiore ai 45 anni, consentendo uno studio sull'invecchiamento, argomento particolarmente sensibile in Cina visto che registra il più alto numero di cittadini anziani tra tutti i paesi in via di sviluppo. Nella **Tabella 3.2** vengono brevemente riassunte le caratteristiche che contraddistinguono il campione selezionato, distinguendo i gruppi in base all'età, sesso, *hukou* posseduto (particolare sistema di registrazione) e alla zona in cui risiedono.

Tabella 3.2 – Descrizione del campione dell'indagine CHARLS

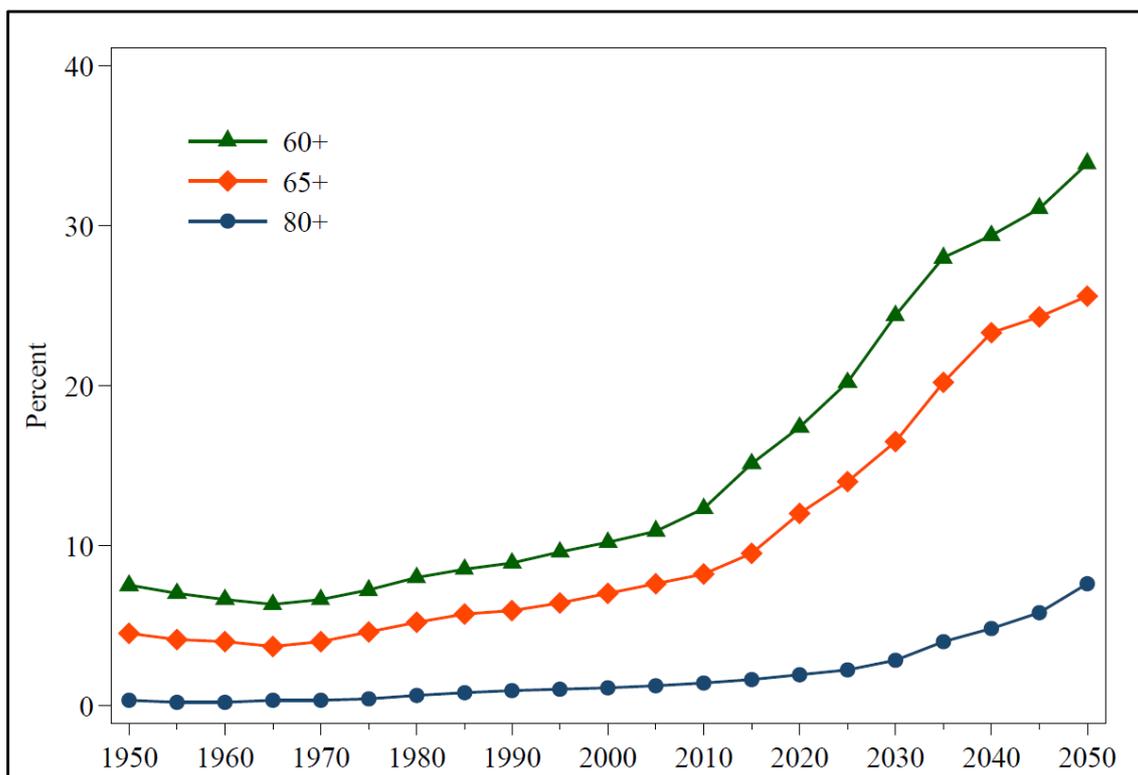
Age Group	Total	Gender		Hukou		Residence	
		Male	Female	Urban	Rural	Urban	Rural
-49	23.3	21.1	25.2	21.8	23.9	24.6	21.9
50-54	14.5	14.5	14.5	12.8	15.1	14.5	14.5
55-59	19.2	19.9	18.6	19.3	19.1	19.2	19.2
60-64	15.0	15.6	14.4	14.3	15.2	14.2	15.8
65-69	9.7	10.5	9.0	9.9	9.7	8.7	10.7
70-74	7.9	8.5	7.3	9.9	7.1	8.1	7.6
75-79	5.5	5.6	5.3	6.7	4.9	5.6	5.3
80+	5.1	4.4	5.8	5.3	5.0	5.0	5.2
All	100.0	47.6	52.4	28.7	71.3	50.1	49.9

Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

Osservando la tabella, è facile notare che ben il 43% del campione è rappresentato da individui di età superiore ai 60 anni, di cui il 43.2% sono uomini e il 56.8% donne. Questo riflette il rapido aumento della parte di popolazione anziana, ossia che supera i 60 anni. A partire dagli anni Novanta l'aspettativa di vita degli individui è aumentata in

modo vertiginoso portando in primo piano i problemi relativi all'invecchiamento della popolazione, ossia la crescente parte di risorse finanziarie da destinare al sostegno di questa parte della nazione (**Figura 3.2**).

Figura 3.2 - La percentuale di anziani in Cina dal 1950 al 2050



Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

Altro elemento da tenere in considerazione è la suddivisione omogenea degli intervistati in relazione all'area di provenienza, il 50% vive nelle zone urbane e il restante 50% nelle zone rurali. La migrazione dei cittadini dalle zone più remote della Cina a quelle più sviluppate è confermato dai dati *hukou*, che evidenziano come, tra i residenti urbani, solo il 27.8% possiede l'*hukou* urbano; più del 70% della popolazione che vive nelle città cinesi proviene dalle zone rurali e non cambia il tipo di registrazione, restando così esclusa da tutti i privilegi pensionistici e sanitari.

La percentuale di donne intervistate in questo campione supera, anche se di poco, il numero di uomini. Si tratta di un risultato interessante vista l'attuale dominanza, a livello numerico, del sesso maschile dovuta alla politica del figlio unico attuata in Cina nel 1979 da Deng Xiaoping. Questo tipo di risultato è facilmente interpretabile, il campione considerato infatti si riferisce a soggetti nati precedentemente alla realizzazione di questa politica.

Infine, è possibile affermare che il *database* dell'indagine CHARLS assolve numerose funzioni: permette di esaminare il fenomeno della migrazione dalle zone rurali a quelle urbane, la struttura familiare, lo stato di salute fisica e mentale, le abilità cognitive, la copertura sanitaria posseduta e la condizione economica di ogni individuo che ha partecipato all'intervista.

3.3 Analisi delle variabili

In questa sezione verranno esaminate le variabili scelte per la successiva analisi empirica. Le variabili elementari, dalle quali non si può prescindere, per la valutazione della partecipazione al mercato finanziario in Cina sono indubbiamente età, sesso, e luogo di residenza degli individui; tutti elementi che verranno tenuti in considerazione nei successivi paragrafi.

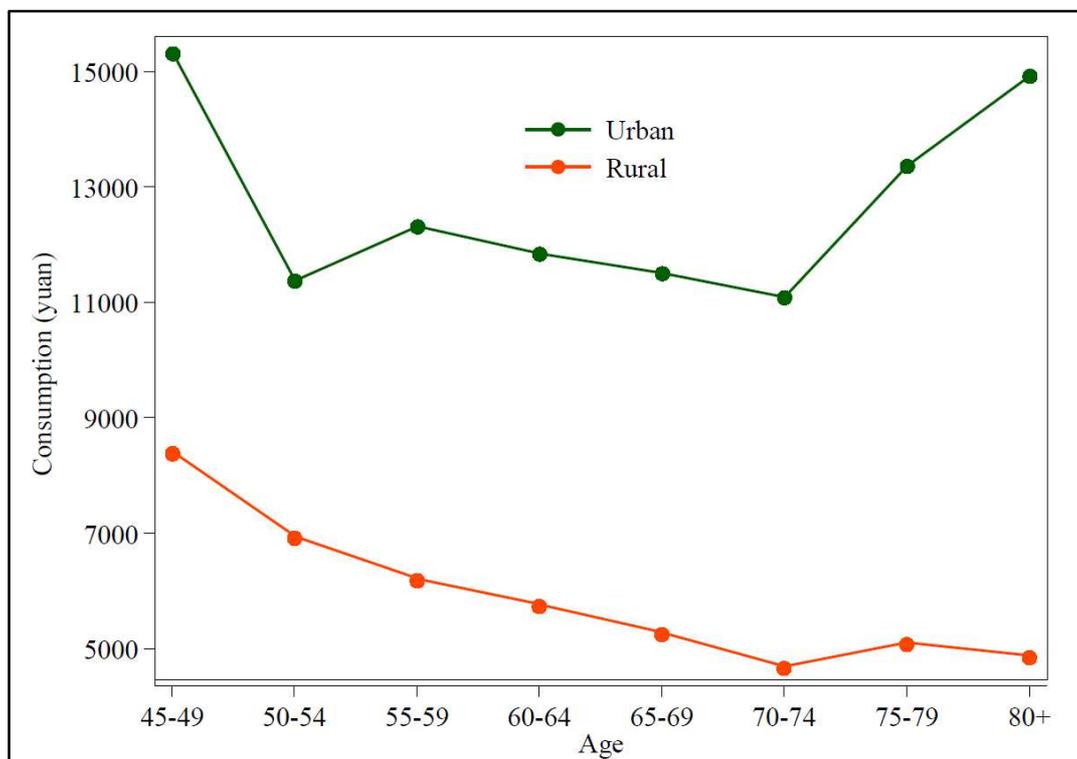
3.3.1 Il reddito e il consumo

I dati relativi al benessere della popolazione in Cina vengono riassunti nella **Tabella 3.3**, ove viene realizzata una suddivisione per fascia di età e tipo di *hukou* posseduto, rurale od urbano. È subito evidente come il reddito pro-capite di chi possiede un *hukou* urbano è due volte, o più, il reddito di chi invece ha un *hukou* rurale. Questo risultato è valido sia nella fascia di età che va dai 44 ai 59 anni sia per coloro che superano i 60 anni. Se consideriamo la ricchezza pro-capite, il confronto diventa ancora più significativo, i valori per chi possiede un *hukou* urbano sono di quasi quattro volte superiori a quelli dell'*hukou* rurale, ponendo in evidenza la forte disparità tra queste due categorie di individui. Tale disuguaglianza viene leggermente controbilanciata dalle spese pro-capite, che sono in media due volte superiori nelle zone urbane.

Tabella 3.3 – Spesa, reddito e ricchezza pro-capite (al 25°, 50° e 75° percentile)

	45-59						60+					
	Rural hukou			Urban hukou			Rural hukou			Urban hukou		
	25%	50%	75%	25%	50%	75%	25%	50%	75%	25%	50%	75%
Expenditure per capita	3,204	5,317	8,750	5,868	9,930	16,603	2,374	4,005	6,428	5,467	8,690	13,493
Income per capita	2,780	7,975	16,100	8,843	16,773	27,753	1,379	4,400	9,935	9,600	16,320	27,160
Wealth per capita	11,510	30,379	64,359	34,407	82,500	211,350	7,314	18,395	41,617	26,050	70,760	156,650

Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

Figura 3.3 – Spesa pro-capite divisa per fascia di età e tipo di *hukou*

Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

In generale, i valori medi di ricchezza e reddito sono superiori nella fascia dai 45 ai 59 anni, sottolineando le complicazioni che insorgono con l'invecchiare degli individui, che con il ridursi delle risorse a loro disposizione tenderanno ad investire in modo meno consistente nel mercato finanziario. La **Figura 3.3** evidenzia come le spese sostenute dagli individui dopo i 70 anni, subiscano un aumento significativo in particolare nel caso dei possessori di un *hukou* urbano, mentre nel caso rurale l'incremento è più limitato e tende a scendere dopo i 79 anni.

Elemento di forte interesse, per entrambe le fasce di età, è il 25° percentile ossia la parte di popolazione più povera. Unicamente nella parte riguardante la popolazione rurale le spese superano abbondantemente il reddito pro-capite. Una situazione di forte sofferenza è evidentemente il caso degli individui con più di 60 e che vivono in una zona agricola, ove le spese sono quasi il doppio (**Tabella 3.3**). Nel

caso degli altri percentili la situazione risulta molto più ottimistica, gli individui infatti riescono ad avere un reddito sufficiente a far fronte alle spese sostenute.

Le principali fonti di ricchezza della popolazione anziana in Cina, sono le proprietà immobiliari (soprattutto per chi vive nelle città), le proprietà terriere, i beni di consumo durevoli e le liquidità. Inoltre, per gli individui che superano i 60 anni, sono molto importanti i trasferimenti effettuati da privati, nella maggior parte dei casi da membri più giovani della famiglia; questo sostegno finanziario, assieme alla condivisione della casa, sono elementi che caratterizzano il particolare modo gli abitanti delle zone rurali.

Tabella 3.4 – Trasferimenti tra anziani e familiari

Percent receiving transfers from non-coresident children	46.9
Percent giving transfers to non-coresident children	19.0
Percent receiving transfers from children if not living with children and have children	53.3
Median positive net transfers received by those who receive positive net transfers from non-coresident children (yuan)	1,700
Median net transfers received as share of elderly household expenditures (for those receiving positive net transfers) (%)	37.3

Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

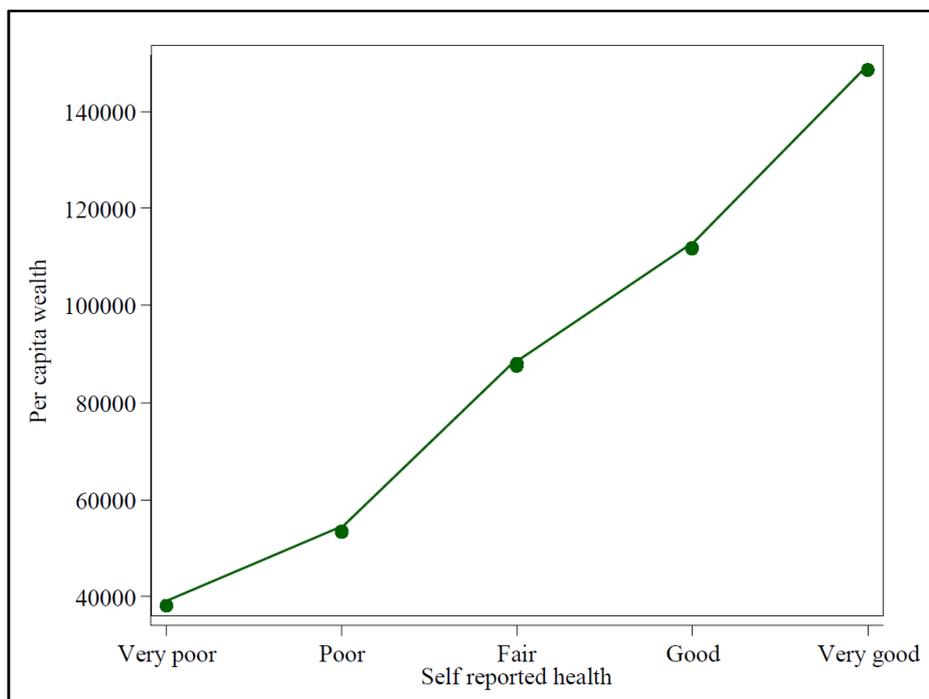
Secondo l'indagine CHARLS, la percentuale di povertà riscontrata nelle zone rurali scende dal 65% al 45% nel caso di trasferimenti ricevuti dai parenti. Si tratta di un elemento caratteristico di questo Paese, nel mondo occidentale infatti il sostegno finanziario proviene dai genitori che lo indirizzano verso i figli, ossia le risorse fluiscono in modo opposto a quanto avviene in Cina.

La rapidità con la quale l'economia cinese è cresciuta negli ultimi decenni (il cosiddetto "miracolo cinese") ha favorito la fascia più giovane della popolazione, la quale ha la possibilità di accumulare quantità di denaro impensabili per la fascia più anziana, rendendo la partecipazione al mercato finanziario degli individui di età inferiore ai 60 anni più probabile rispetto ai cittadini che superano tale soglia di età.

3.3.2 Lo stato di salute

Lo stato di salute influisce fortemente sulla partecipazione al mercato azionario e obbligazionario, nell'indagine CHARLS viene considerato il SPHUS (*Self Perceived Health Status*) ovvero la percezione che l'intervistato ha del livello della propria salute mentale e fisica. La domanda presente nel questionario CHARLS è la seguente " in base alla tua età, come valuteresti il tuo stato di salute: ottimale, molto buono, buono, discreto o misero? L'autovalutazione dei soggetti evidenzia come la salute sia fortemente correlata alla ricchezza pro-capite; si tratta di una relazione pressoché lineare e crescente, ossia all'aumentare di una percezione positiva in relazione alla salute aumenta anche la ricchezza. Una condizione fisica o mentale carente è molto comune tra coloro che sono economicamente svantaggiati. La percentuale di cittadini anziani che necessitano di assistenza è quindi più elevata tra coloro che possiedono un reddito basso (**Figura 3.4**).

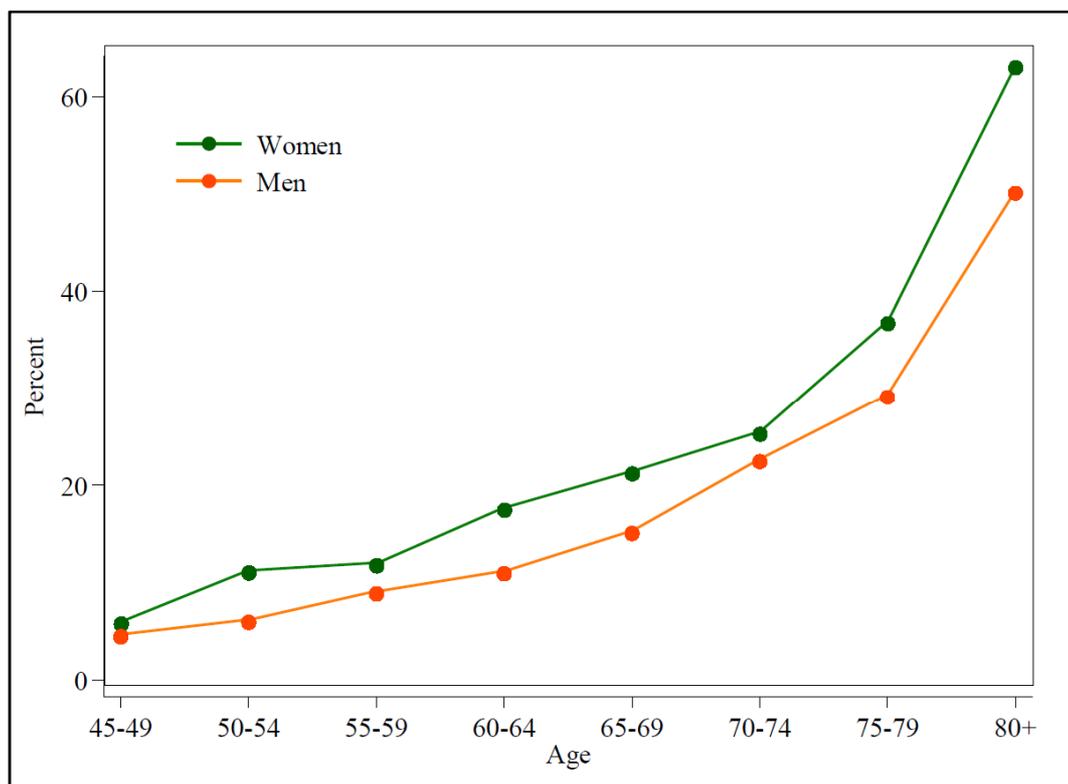
Figura 3.4 – Ricchezza pro-capite e percezione dello stato di salute



Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

Il bisogno degli individui di assistenza nello svolgere le attività quotidiane, come prevedibile, aumenta rapidamente con il crescere dell'età del soggetto. Le capacità che vengono considerate dall'indagine CHARLS sono, ad esempio, l'abilità di camminare per un percorso minimo di 100 metri, tagliare e mangiare gli alimenti, alzarsi e sedersi in modo autonomo e andare in bagno senza l'aiuto di altre persone. Nella **Figura 3.5** vengono riprodotti i risultati ottenuti nell'inchiesta svolta tra il 2011 e il 2012. La curva che rappresenta gli individui di sesso maschile che presentano delle limitazioni è situata sempre sotto la curva che indica la percentuale di donne che presentano ADL.

Figura 3.5 – Persone che necessitano di assistenza nello svolgere attività



Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

3.3.3 Le abilità cognitive

Il livello d'istruzione della popolazione cinese, nel complesso, non ha ancora raggiunto livelli che permettano di investire nel mercato finanziario in maniera oculata ed efficace.

Tabella 3.5 – Livello d'istruzione

Educational level	Age		Gender		Hukou	
	45-59	60+	Male	Female	Urban	Rural
No schooling	17.9	36.5	11.8	39.1	9.4	32.8
Did not finish primary	15.0	18.8	17.0	16.3	9.6	19.6
Finished primary	19.2	23.3	25.0	17.3	17.6	22.4
Finished middle school	28.0	12.0	26.3	16.1	25.6	19.2
Finished high school	15.9	6.8	15.4	8.8	26.8	5.8
Finished college and above	4.0	2.6	4.5	2.4	11.0	0.2

Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

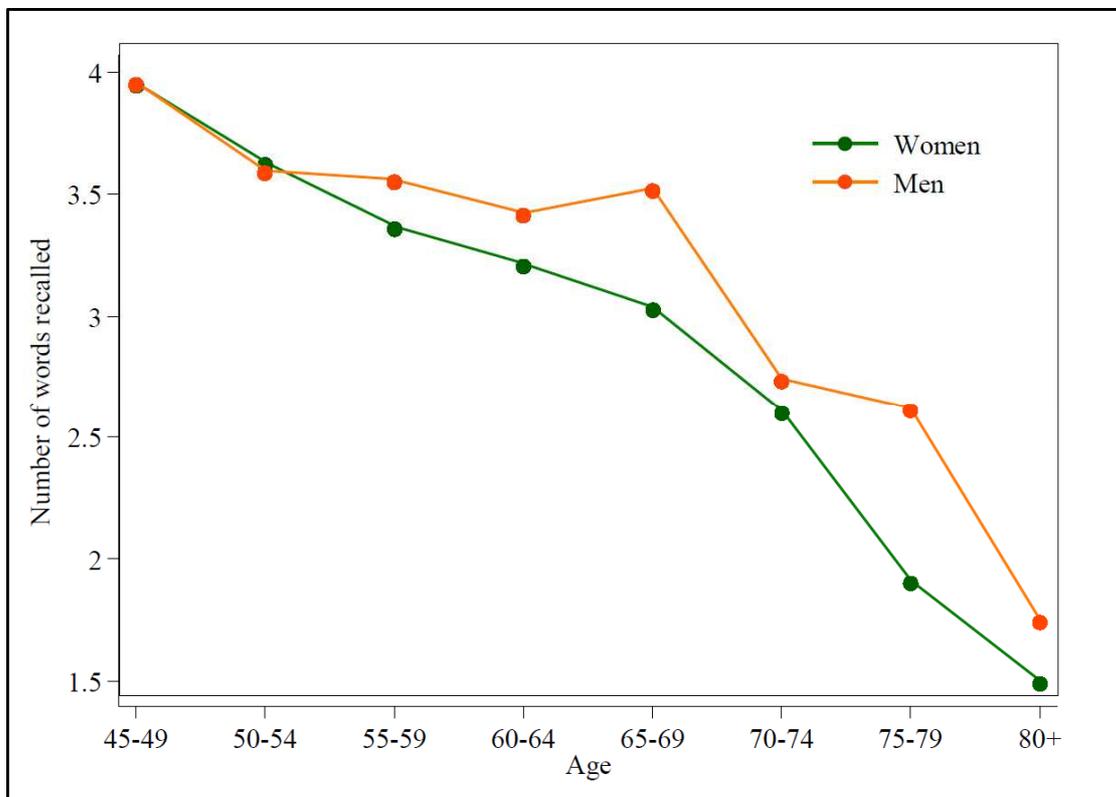
Gli individui che superano i 60 anni hanno ricevuto un'educazione abbastanza limitata, solo il 23.3% ha completato la scuola di primo livello, mentre quella di secondo livello solo dal 6.8%. I dati migliorano, anche se di poco, nella fascia di età tra i 45 e i 59 anni. È interessante notare l'ulteriore divisione effettuata con questa indagine, in base al sesso dell'individuo che ha risposto è possibile rilevare la grande disparità che esiste tra uomini e donne, quest'ultime infatti per ben il 39.1% non hanno ricevuto alcun tipo di istruzione.

Inoltre, osservando la **Tabella 3.5**, l'educazione universitaria della popolazione cinese sembra essere una prerogativa, o quasi, dei soggetti che sono in possesso di un *hukou* urbano che registrano un percentuale di laureati del 11%.

La carenza delle abilità cognitive tra la popolazione più anziana è coerente con le scarse percentuali di completamento degli step educativi. Nella **Figura 3.6** viene

illustrata la capacità dei soggetti di ricordare dieci parole. Questo semplice esercizio mnemonico ha evidenziato le grandi mancanze della popolazione, già all'età di 45 anni le parole ricordate sono solo quattro e precipitano a meno di due all'età di 80 anni. L'importanza di questo aspetto è fondamentale per gestire in modo efficiente la vita lavorativa, mantenere relazioni sociali e partecipare attivamente al mercato finanziario.

Figura 3.6 – Abilità cognitive divise in base al sesso e fascia di età



Fonte: Challenges of Population Aging in China: Evidence from the National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS)

3.4 Scelte di portafoglio: analisi empirica

Per studiare le scelte di portafoglio abbiamo eseguito due diverse analisi, una prima che si occupa di evidenziare gli investimenti diretti, che riguardano azioni e obbligazioni, e di come questi siano influenzati dall'età, dal livello d'istruzione e dal sistema di registrazione *hukou*¹. La seconda analisi replica le specificazioni utilizzate in precedenza ma in riferimento all'investimento totale, ossia la somma di investimento diretto e indiretto che include oltre ad azioni e obbligazioni anche depositi e fondi d'investimento. Queste scelte sono influenzate da numerosi fattori, ad esempio variabili socio-demografiche ed economiche. La scelta finanziaria dipendono anche dal livello di abilità cognitive possedute dal soggetto che condizionano la capacità dell'individuo nel ricercare le informazioni utili per l'investimento ed elaborarle in modo corretto. Il modello costruito è stato specificato in tre modalità: la prima considera unicamente le variabili demografiche come età, stato civile e registrazione *hukou*; la seconda, in aggiunta a quanto già elencato, utilizza anche variabili relative al livello di istruzione, lo stato di salute e la variabile *recall* che identifica la capacità di memorizzazione dei soggetti (abilità cognitive). L'ultima specificazione prende in considerazione anche il reddito e lo stato occupazionale degli intervistati.

In base agli studi precedenti a questo elaborato ci aspettiamo che il modello restituisca un'elevata significatività dell'indice rappresentativo delle abilità cognitive, del livello d'istruzione, dell'età e della tipologia di *hukou*, che fornisce un'indicazione sull'area di provenienza dei cittadini cinesi.

In questo capitolo descriveremo i risultati ottenuti soffermandoci in modo particolare sulla prima e sulla terza regressione con l'intento di evidenziare gli effetti delle componenti demografiche sulle decisioni di investimento e per comprendere se la partecipazione al portafoglio finanziario degli investitori individuali cinesi può essere

¹ Sistema *hukou*: si tratta di un documento che identifica una persona come residente di una specifica area. L'*hukou* urbano permette di accedere a servizi che garantiscono una tutela a livello sanitario, pensionistico, di tassazione, di istruzione, etc. Ai possessori di un *hukou* rurale, invece, non è permesso beneficiare di questo tipo di privilegi.

attribuito in maniera significativa alle variabili considerate o se sono necessari ulteriori approfondimenti.

3.4.1 Le variabili dipendenti

Come indicato in precedenza, l'analisi svolta in questo elaborato tiene in considerazione le due variabili dipendenti illustrate nella tabella sottostante.

Tabella 3.6 – Variabili dipendenti

VARIABILE DIPENDENTE	MODALITA' DI CALCOLO
Investimento diretto	Azioni e obbligazioni
Investimento totale	Azioni, obbligazioni, depositi e fondi d'investimento

Queste due variabili hanno la caratteristica di essere dicotomiche, ciò significa che possono assumere solamente due valori, uno viene assegnato nel caso in cui il soggetto abbia investito nel mercato finanziario, l'altro invece riflette la decisione da parte delle famiglie di non investire. Di seguito riportiamo l'analisi delle due variabili.

3.5 Investimento diretto e investimento totale

Al fine di studiare la composizione del portafoglio finanziario degli investitori individuali cinesi e individuare quali variabili condizionano tale decisione, le variabili che vengono considerate sono le seguenti:

- *age* : età dell'individuo;
- *age2_1000* : età dell'individuo elevata al quadrato, viene utilizzata per includere anche gli effetti non lineari dell'età sulle variabili dipendenti;
- *d_married* : stato maritale, indica se l'intervistato vive da solo o se convive;

- *urban_hukou* : tipologia di sistema di registrazione *hukou*;
- *primary*: livello di istruzione primario;
- *secondary*: livello di istruzione secondario;
- *tertiary*: livello di istruzione terziario;
- *recall*: indicatore delle abilità cognitive;
- *sphus*: il livello di salute percepito dall'individuo (*Self Perceived Health Status*);
- *d_retirement*: stato occupazionale;
- *income_1000*: reddito percepito;

3.5.1 Analisi relativa all'investimento diretto e totale

Per entrambe le variabili dipendenti sono state stimate tre diverse specificazioni. Sia nel caso dell'investimento diretto che nel caso totale è stata usata la seguente struttura:

- **Prima specificazione:** *age*, *age2_1000*, *d_married*, *urban_hukou*;
- **Seconda specificazione:** *age*, *age2_1000*, *d_married*, *urban_hukou*, *primary*, *secondary*, *tertiary*, *recall*, *sphus*;
- **Terza specificazione:** *age*, *age2_1000*, *d_married*, *urban_hukou*, *primary*, *secondary*, *tertiary*, *recall*, *sphus*, *d_retirement*, *income_1000*;

Nelle tabelle riportate nei paragrafi successivi, per ogni regressore viene evidenziato l'effetto marginale e viene inoltre specificato lo *standard error*. La presenza di un asterisco indica la significatività della variabile al 10%, due asterischi una significatività al 5% e tre asterischi, invece, all'1%. Il valore Pseudo R^2 indica la proporzione tra la variabilità dei dati e la correttezza del modello impiegato.

3.5.2 Investimento diretto

Osservando i dati della colonna A della **Tabella 3.7** che riporta i risultati della prima regressione, notiamo che la variabile che rappresenta la registrazione *hukou* è significativa all'1%. Questa evidenza è in linea con le nostre aspettative in base alle quali i soggetti residenti nelle aree urbane sono quelli che investono in maniera predominante nel mercato azionario e obbligazionario. Le altre variabili utilizzate in questa specificazione non sono significative, ossia non influiscono in modo determinante sulla composizione del portafoglio finanziario.

La terza regressione, riportata nella colonna C della stessa tabella, evidenzia come l'*hukou* rimanga ancora significativo all'1% e le altre variabili precedentemente analizzate continuano a non avere un significato statistico. In questa specificazione è stato inserito il livello di istruzione e dal coefficiente dell'effetto marginale si può concludere che un'educazione più elevata influisce positivamente sulle scelte di portafoglio dei cittadini cinesi. È interessante sottolineare come il livello di istruzione primaria non abbia alcun peso nelle decisioni di investimento, questo può essere spiegato dall'assenza di competenze in materia finanziaria che comporta un'incapacità di valutare in maniera efficiente il rapporto rendimento/rischio insito nei azionari e obbligazionari.

Lo stato di salute valutato attraverso l'indicatore SPHUS risulta non significativo, tuttavia il coefficiente dell'effetto marginale è negativo, ciò significa che al peggioramento dello stato di salute corrisponde un minore investimento in strumenti finanziari. Infine la variabile *income* risulta significativa al 10%, ossia all'aumentare del reddito disponibile l'individuo sarà più propenso a partecipare attivamente al mercato.

Riassumendo, i fattori che più influenzano la composizione del portafoglio sono l'istruzione secondaria e terziaria che sono significativi all'1%, nonché l'indicatore delle abilità cognitive e il possesso di un *hukou* urbano, sempre all'1%. Meno influente è il reddito familiare che ha solamente una significatività del 10%.

Tabella 3.7 – Risultati delle regressioni per la variabile investimento diretto

	INVESTIMENTO DIRETTO		
	(A)	(B)	(C)
Età	0,0004 (0,0005)	0,0005 (0,0005)	0,0005 (0,0006)
Età al quadrato / 1000	- 0,0051 (0,0039)	- 0,0043 (0,0041)	- 0,0046 (0,0046)
Stato maritale	0.0016 (0,0013)	0,0004 (0,0014)	0,0001 (0,0016)
Hukou urbano	0.0372*** (0,0032)	0,0183*** (0,0027)	0,0139*** (0,0029)
Istruzione - 1° livello	-	0,0021* (0,0012)	0,0012 (0,0013)
Istruzione - 2° livello	-	0,0118*** (0,0034)	0,0094*** (0,0033)
Istruzione - 3° livello	-	0,0293*** (0,0091)	0,0216*** (0,0088)
Abilità cognitive	-	0,0012*** (0,0003)	0,0011*** (0,0002521)
Stato di salute percepito	-	-0,0001 (0,0004)	- 0,0001 (0,0005)
Occupazione	no	no	si
Reddito / 1000	-	-	0,0001* (0,0001)
Pseudo R ²	0.1578	0.2106	0.2152
Osservazioni	17325	14270	12315

Nota: *** significativo all'1%, **significativo al 5%, * significativo al 10%

3.5.3 Investimento totale

Come per l'investimento diretto, la **Tabella 3.8**, riporta nella colonna A la prima specificazione in base alla quale si può osservare che il sistema di registrazione *hukou* di tipo urbano si mantiene estremamente significativo, e inoltre acquisisce importanza lo stato civile dell'intervistato, entrambi infatti hanno un livello di significatività all'1% e presentano un coefficiente marginale positivo.

La terza regressione conferma l'influenza esercitata da questi due fattori nella prima specificazione, anche se il livello di significatività si riduce: il sistema *hukou* passa al 10% e lo stato maritale al 5%. L'età, anche in questa regressione, non è significativa ma presenta un coefficiente dell'effetto marginale negativo ossia ad investire saranno i soggetti più giovani e non la parte più anziana della popolazione.

In questo caso l'aggiunta di ulteriori variabili è particolarmente efficace, l'educazione infatti è significativa all'1% sia nel caso di istruzione primaria che secondaria e terziaria. Lo stato di salute, rispetto al caso diretto, guadagna di significatività e lo stesso avviene per il reddito. In particolare, lo stato di salute percepito, oltre ad essere determinante per le decisioni di investimento, presenta un effetto marginale negativo che corrisponde a una diminuzione della partecipazione al portafoglio finanziario all'aumentare dei problemi psicofisici.

Possiamo concludere questo paragrafo osservando che le variabili maggiormente influenti sulle decisioni di portafoglio sono rappresentate dal sistema *hukou* (che dà un riferimento geografico), dall'istruzione, dal reddito e dallo stato di salute e in particolar modo sono fondamentali per questo tipo di decisioni le abilità cognitive che mantengono un'alta significatività in tutte le specificazioni studiate.

Tabella 3.8 – Risultati delle regressioni per la variabile investimento totale

	INVESTIMENTO TOTALE		
	(A)	(B)	(C)
Età	0,0033 (0,0028)	0,0047 (0,0033)	- 0,0001 (0,0035)
Età al quadrato / 1000	- 0,0379* (0,0224)	- 0,0257 (0,0270)	0,0049 (0,0289)
Stato maritale	0,0396*** (0,0083)	0,0264** (0,0097)	0,0249** (0,0103)
Hukou urbano	0,1689*** (0,007)	0,0836*** (0,0088)	0,0185* (0,0107)
Istruzione - 1° livello	-	0,0765*** (0,0076)	0,0577*** (0,0080)
Istruzione - 2° livello	-	0,0159*** (0,0152)	0,1069*** (0,0158)
Istruzione - 3° livello	-	0,2949*** (0,0299)	0,1557*** (0,0330)
Abilità cognitive	-	0,0159*** (0,0020)	0,0160*** (0,0021)
Stato di salute percepito	-	- 0,0290*** (0,0031)	- 0,0026*** (0,0033)
Occupazione	no	no	si
Reddito / 1000	-	-	0,0036*** (0,0005)
Pseudo R ²	0,0387	0,0766	0,0978
Osservazioni	17325	14270	12315

Nota: *** significativo all'1%, **significativo al 5%, * significativo al 10%

3.6 Osservazioni

I risultati forniti dalle nostre analisi confermano nella quasi totalità le premesse illustrate in precedenza: l'educazione, le abilità cognitive, la tipologia di hukou e il reddito sono tutti significativi sia per quanto riguarda gli investimenti diretti che totali.

La variabile che rappresenta il sistema di registrazione *hukou* urbano risulta sempre significativa, in particolar modo nell'analisi degli investimenti diretti. L'*hukou*, infatti, permette d'identificare la provenienza degli intervistati, per questo motivo notiamo che i cittadini che maggiormente investono in strumenti finanziari sono proprio quelli residenti nelle città. Questo perché l'*hukou* urbano permette agli individui di accedere a servizi e informazioni precluse agli abitanti delle zone rurali che di conseguenza vengono esclusi quasi totalmente da investimenti in azioni o obbligazioni. Nel caso degli investimenti totali la significatività dell'*hukou* urbano diminuisce, dall'1% al 10%, poiché questa variabile prende in considerazione anche i depositi, ai quali hanno accesso anche coloro che sono registrati secondo l'*hukou* rurale.

A colpirci è stato il comportamento della significatività dello stato di salute che per gli investimenti diretti non è significativo, mentre per i totali lo diventa (1%). Questo risultato può essere spiegato con l'introduzione dei depositi nella variabile degli investimenti totali poiché hanno una correlazione diretta con il peggioramento dello stato di salute. Un effetto simile si riscontra nella variabile rappresentativa dello stato civile degli intervistati, che è significativo (al 5%) solo nel caso degli investimenti totali.

Contrariamente a quanto ipotizzato in precedenza, l'età non influenza la partecipazione al mercato finanziario, infatti nell'analisi fatta per entrambe le variabili, questa non risulta significativa. Questo fenomeno può essere imputato alla struttura del database CHARLS che è specifico per la parte più anziana della popolazione cinese, ossia individui che superano i 45 anni che non permette di far emergere eventuali differenze comportamentali nelle decisioni di investimento.

Infine, come evidente in tutte le regressioni, il livello d'istruzione e le abilità cognitive sono i principali strumenti per sviluppare la capacità di reperire e analizzare le informazioni necessarie per operare nel mercato finanziario. Per questo motivo la Cina dovrebbe muoversi nella direzione di fornire ai propri cittadini le conoscenze indispensabili per poter sfruttare appieno le grandi potenzialità che il settore azionario e obbligazionario possono offrire ai fine dell'espansione, sostenibile nel lungo periodo, dell'economia cinese.

Conclusioni

Come precedentemente illustrato, l'obiettivo di questo lavoro è quello di fornire le informazioni necessarie a comprendere nel dettaglio la situazione del mercato finanziario in Cina, e nello specifico le determinanti della partecipazione degli investitori individuali. La scelta è ricaduta su questo argomento poiché, per la Cina, si tratta di un elemento fondamentale per lo sviluppo economico sostenibile anche nel lungo periodo.

In particolare sono state analizzate le riforme finanziarie attuate in Cina a partire dal 1978, che hanno avuto come obiettivo la rimozione degli ostacoli e delle limitazioni che ne impedivano l'espansione. Il primo passo in questa direzione è rappresentato dalle "zone ad economia speciale" istituite per la prima volta nel 1979, ossia zone sperimentali ove gli investitori stranieri avevano la possibilità di operare con maggiore autonomia e di ricevere un trattamento particolarmente favorevole a livello fiscale. L'introduzione di queste zone è un chiaro segnale di apertura verso il mercato estero, fortemente voluta dal leader del Partito Comunista Deng Xiaoping. Negli anni Ottanta e Novanta, invece, vengono realizzati dei cambiamenti più incisivi: la Banca Popolare Cinese viene trasformata nella banca centrale del Paese e vengono simultaneamente fondate quattro banche di settore (commercio, industria, costruzioni, agricoltura e negoziazioni con l'estero). Tuttavia si deve tenere in considerazione che tali istituzioni erano quasi completamente controllate dal governo, rendendo questa riforma poco efficace.

L'introduzione, nel 1991, delle borse di Shanghai, Shenzhen e Hong Kong e la creazione di 10 ulteriori banche permette di ridurre la predominanza dello stato e favorire un ambiente più competitivo che possa attrarre investitori nazionali e internazionali. Le risorse del Paese, però, sono ancora fortemente sottoutilizzate e

allocate in modo inefficiente, la parziale liberalizzazione del mercato finanziario non è stata quindi sufficiente a sviluppare un sistema comparabile a quelli implementati dagli stati occidentali. L'enorme crescita sperimentata in questi anni dalla Cina, infatti, non era imputabile alla completezza e validità delle riforme ma a una condizione di partenza alquanto arretrata che ha portato ogni minimo avanzamento del mercato finanziario ad avere un forte impatto a livello economico.

Nel 2005 il governo cinese decide finalmente di attuare una riforma del mercato finanziario più completa e incisiva. Il primo problema sul quale viene posta l'attenzione è la riduzione del forte controllo esercitato dallo stato sulle banche che ha portato le inefficienti compagnie statali ad accedere al credito in modo molto agevole e, invece, le efficienti società private a non ottenere i finanziamenti necessari ad espandersi. Con una maggiore autonomia, le banche, hanno potuto utilizzare criteri decisamente più obiettivi nella valutazione del merito di credito, tutto ciò ha portato ad una riduzione dei prestiti in sofferenza che gravavano fortemente sul loro bilancio. L'ulteriore liberalizzazione del mercato appena descritta ha portato finalmente ad una maggiore competitività all'interno del sistema che ha favorito l'ingresso di ulteriori banche internazionali all'interno del territorio cinese. L'effetto dell'ingresso di queste grandi banche straniere è stato un po' attenuato dal fatto che si sono insediate solamente nelle principali città del Paese, escludendo dai benefici di questa innovazione le zone rurali.

Con la fondazione delle tre borse cinesi avvenuta nel 1991, il mercato azionario ha avuto un periodo di grande espansione seguito però da una forte crisi avvenuta nel 2001, in parte attribuita al contagio del crollo dei mercati occidentali e in parte a fattori domestici come ad esempio lo scandalo legato alla forte corruzione e manipolazione dei prezzi azionari. Tale crisi è stata affrontata proprio dalla riforma del 2005 che ha arginato questi fenomeni cercando di ristabilire la fiducia degli investitori nel mercato.

La trasformazione cruciale introdotta dall'ultima riforma, però, è l'eliminazione dei vincoli di negoziazione precedentemente imposti a due terzi delle azioni possedute dallo stato, rendendo il settore molto più liquido. Un adeguato piano di

compensazione per la conversione di questa categoria di azioni ha permesso al governo di attuare questa strategia senza provocare una reazione negativa del mercato, come invece era avvenuto nel 2001 quando era stato fatto un primo tentativo di conversione.

Il mercato delle obbligazioni, al contrario di quello azionario, non ha mai avuto grande successo in Cina. Si tratta di un settore malfunzionante e sottosviluppato, a cui difficilmente gli individui ricorrono per investimenti a lungo termine; è il settore bancario che sopperisce a questa funzione sebbene le banche non siano le più adatte a svolgere questo tipo di compito vista la struttura a breve termine delle passività e il conseguente disallineamento delle scadenze.

Come ampiamente discusso, nonostante l'importante riforma del 2005 volta ad aumentare la competitività e liquidità del sistema, il mercato finanziario cinese risulta ancora fortemente sottosviluppato e carente sotto numerosi punti di vista. Tutto ciò ha indubbiamente influenzato la partecipazione al mercato dei cittadini cinese che, seppure incrementato nell'ultimo decennio, non raggiunge certo i livelli registrati nei paesi occidentali.

Tenendo presente i risultati ottenuti da studi precedenti a questo elaborato, sono stati individuati dei fattori che influenzano le decisioni d'investimento e inoltre è stato verificato il grado d'influenza che questi effettivamente esercitano su tali scelte. Quest'analisi è stata svolta attraverso l'implementazione di un modello econometrico che utilizza l'innovativo *database* CHARLS, il quale considera un campione di individui di età superiore ai 45 anni.

Nell'analisi empirica sono state considerate due variabili dipendenti: l'investimento diretto (azioni e obbligazioni) e totale (include anche depositi e fondi d'investimento). Le determinanti testate in questa analisi sono le seguenti: componenti socio-demografiche (età, stato civile e *hukou*), livello di educazione ricevuta, abilità cognitive, stato di salute e reddito percepito.

Dai risultati forniti dal modello econometrico sviluppato si evince che molti dei fattori selezionanti influiscono in maniera rilevante sulle scelte di portafoglio effettuate dagli individui. In particolare il livello d'istruzione e le abilità cognitive dei

soggetti risultano statisticamente significativi in entrambi i casi, in quanto indispensabili per poter raccogliere ed analizzare efficacemente i dati relativi agli investimenti finanziari. Il sistema di registrazione *hukou* permette di considerare l'area geografica di appartenenza dei cittadini, che è di fondamentale importanza poiché coloro che possiedono un *hukou* urbano hanno accesso a servizi e informazioni preclusi a chi invece ne possiede uno rurale, rendendo molto improbabile l'investimento di quest'ultimi in azioni od obbligazioni. Coerentemente alle nostre aspettative, quindi, il possesso di un *hukou* urbano influenza in modo molto forte la variabile di investimento diretto e invece in modo meno significativo la variabile di investimento totale. Questo è dovuto all'inclusione dei depositi che essendo molto diffusi anche nelle aree agricole, riducono l'influenza dell'area geografica di provenienza sulla variabile.

Lo stato di salute, valutato attraverso l'indice SPHUS (*Self Perceived Health Status*), non è statisticamente significativo nel caso dell'investimento diretto ma lo diventa quando ad essere analizzata è la variabile di investimento totale. Anche in questo caso i depositi giocano un ruolo importante, essendo il peggioramento dello stato di salute fortemente collegato alla diminuzione di depositi detenuti da parte dei cittadini.

Riassumendo i risultati ottenuti nel nostro elaborato è possibile confermare le evidenze trovate da altri studiosi che hanno usato *database* diversi dal CHARLS, in particolar modo per quanto riguarda l'influenza esercitata dall'istruzione, dalle abilità cognitive e dall'area di appartenenza degli investitori. Questi risultati suggeriscono che la Cina debba negli anni futuri intervenire sull'efficienza del mercato finanziario ma, soprattutto, è necessaria una riforma che permetta anche agli abitanti delle zone agricole di accedere al mercato con più regolarità e competenza.

In conclusione, nonostante la Cina sia uno degli attori più prominenti nel panorama internazionale, non è dotata di un sistema finanziario che possa sostenere, nel lungo periodo, una forte crescita economica. L'eliminazione parziale di alcuni limiti e inefficienze avvenuta grazie alla riforma del 2005 non è stata sufficiente, è necessario infatti che la Cina continui il processo di modernizzazione con una maggiore intensità rispetto al passato. Solamente seguendo questo metodo sarà possibile raggiungere

l'obiettivo di un mercato azionario, obbligazionario e dei derivati che possa sfruttare appieno le potenzialità offerte da un paese emergente come la Cina.

Bibliografia

Allen F., Qian J., Qian M. e Zhao M., *A review of China's financial system and initiatives for the future*, 2008.

Allen F., Qian J., Zhang C. e Zhao M., *China's financial system: opportunities and challenges*, 2011.

Allen F., Qian J., Zhang C. e Zhao M., *China's financial system: opportunities and challenges*, 2012.

Barber B. e Odean T., *The behavior of individual investors*, pp. 15 - 54, 2008.

Beltratti A., Bortolotti B. e Caccavaio M., *Who gains from stock market reform? Evidence from China*, pp. 1 - 36, 2009.

Berkowitz M. e Qiu J., *A further look at household portfolio choice and health status*, pp. 1203 – 1211, 2005.

Boyreau-Debray G., *Financial intermediation and growth: Chinese style*, 2010.

Campbell J., Grossman S. e Wang J., *Trading volume and serial correlation in stock returns*, pp. 10 - 25, 1993.

Challenges of Population Aging in China: Evidence from National Baseline Survey of the China Health and Retirement Longitudinal Study (CHARLS), pp. 1-18, 2013.

Chee L., Sun Q. e Wang C., *The behavior and performance of individual investors in China*, pp. 6 -20 ,2005.

Chen G.M., Kim K.A., Nofsinger J. R. e Rui O. M., *Behavior and performance of emerging market investors: evidence from China*, 2004.

China Banking Regulatory Commission (2010), *Annual report*, 2009.

China Banking Regulatory Commission (2012), *Annual report*, 2011.

China Banking Regulatory Commission (2013), *Annual report*, 2012.

China Securities Regulatory Commission (2010), *Annual report*, 2009.

China Securities Regulatory Commission (2012), *Annual report*, 2011.

Chow G. C., *Economic reform and growth in China*, 1993.

Christelis D., Jappelli T. e Padula M., *Cognitive abilities and portfolio choice*, pp. 1-33, 2009.

Christie W.G. e Huang R.D., *Do individual returns herd around the market?*, pp. 31 - 57, 1995.

Constant A., Meng J., Tien B. e Zimmermann K., *China's overt economic rise and latent human capital investment: achieving milestones and competing for the top*, 2010.

Ding M., Nilsson B. e Suardi S., *Foreign institutional investors and stock market liquidity in China: state ownership, trading activity and information asymmetry*, pp. 7 - 26, 2013.

Feng L. e Seasholes M. S., *A profile of individual investors in an emerging stock market*, 2003.

Gao J., Jin J. e Riedel J., *Investment, finance and reform: how China grows*, 2007.

- Garcia-Herrero A. e Santabarbara D., *Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?*, 2004.
- Gleave S. e Keith D., *China's capital markets: the changing landscape*, pp. 1 - 23, 2011.
- Hasan I., Wachtel P. e Zhou M., *Institutional development, financial deepening and economic growth: evidence from China*, pp. 157-170, 2007.
- Heath C. e Tversky A., *Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty*, 1991.
- Heilman S., *The Chinese stock market: pitfalls of a policy-driven market*, 2002.
- Herd R., Hill S. e Pigott C., *China's financial sector reform*, pp. 5 – 33, 2010.
- Kurer T., *Banking reforms in China and their macroeconomic implications: three decades of reform revisited*, pp. 12 - 41, 2009.
- Laakso E., *Stock market participation and household characteristics in Europe*, 2010.
- Li D., *Beating the trap of financial repression in China*, 2001.
- Li W., Ghon Rhee S. e Shuye Wang S., *Differences in herding: individual vs. institutional investors in China*, pp. 1-18, 2009.
- Lucarelli C. e Palomba G., *Investors' behavior in the Chinese stock exchanges: empirical evidence in a systemic approach*, 2007.
- McKinsey Global Institute, *Putting China's capital to work: the value of financial system reform*, 2006.
- Mehrotra A., *Course on Chinese economy*, 2010.
- Naughton B., *Deng Xiaoping: an assessment*, 1993.
- Naughton B., *Growing out of the plan: Chinese economic reform 1978-1993*, 1995.
- Naughton B., *Selling down the state share: Contested policy, new rules*, pp. 1-10, 1995.

OECD, *Economic survey of China*, 2005.

OECD, *Economic survey of China*, 2008.

OECD, *Economic survey of China*, 2010.

Qi e Wu, *Real estate and household portfolio choice in China*, 2007.

Sau L., *La struttura del Sistema finanziario in Cina*, 2008.

Seasholes M. S., Tai M. e Yang Z., *Individual investors and portfolio choice*, 2011.

Wu W., *The study on household portfolio choice in China*, 2011.

Wu W. e Wang Y., *Investment with restricted stock and the value of information*, 2003.

Wu W. e Xu Q., *Life cycle and household portfolio choice in China*, 2011.

Wu W., Yi J. e Zheng J., *Wealth and household portfolio choice in China*, 2010.

World Bank e IMF, *China: financial sector assessment*, pp. 1 - 28, 2011.

Sitografia

Sito ufficiale di CHARLS: <http://charls.ccer.edu.cn>