

Expansion des dépôts en devises à Taiwan: facteurs explicatifs

La demande de comptes bancaires en devises apparaît souvent liée à une expérience de très forte inflation. En Argentine, Russie et Turquie, par exemple, les billets et dépôts en dollars et en marks représentent une part importante de la masse monétaire, en raison d'un passé caractérisé par une inflation galopante. En corollaire, la part des dépôts en devises est normalement limitée dans l'Est asiatique, où l'inflation s'est maintenue à un niveau relativement faible ces dernières décennies, et ne dépasse pas, en moyenne, celle des économies industrielles (tableau 1). En dehors des centres financiers de Hong-Kong et Singapour, c'est en Indonésie et aux Philippines, où l'inflation est souvent très élevée selon les critères de la région, qu'ils sont les plus étoffés.

Néanmoins, des tendances récentes dans l'Est asiatique contredisent cette relation généralement positive entre inflation et importance des dépôts en devises. C'est notamment le cas à Taiwan, Chine (ci-après «Taiwan»), où les dépôts en devises se sont multipliés très rapidement ces dernières années, malgré une faible inflation¹. La présente étude analyse l'expansion des dépôts en devises à Taiwan et envisage plusieurs facteurs explicatifs, comme risque-pays, risque de crédit, écarts de taux d'intérêt et anticipations de change.

¹ C'est également le cas en Chine continentale, où le maintien d'un cours de change pratiquement fixe tout au long de la crise asiatique est à l'origine d'une déflation et de taux d'intérêt bas. Voir Robert N. McCauley et Y. K. Mo, «Dépôts en devises des particuliers et entreprises auprès des banques en Chine», *Rapport trimestriel BRI*, août 2000, pp. 34-38. Dans les limites du contrôle des changes, la demande de dépôts en devises, mieux rémunérés, a augmenté nettement plus vite que celle des dépôts en monnaie locale. En 2000, les premiers auraient progressé de 24,3%, pour s'établir à \$128,3 milliards, soit près du double de M2. La libéralisation des achats d'actions B, auparavant réservées en principe aux résidents étrangers, pourrait freiner l'expansion ultérieure des dépôts en devises auprès des banques en Chine.

Expansion des dépôts en devises à Taiwan

À Taiwan, les dépôts en devises ont commencé à augmenter en 1995 ...

L'expansion des dépôts bancaires en devises, ces dernières années, se décompose en plusieurs phases. Après une période d'assez grande stabilité à quelque 1% de M2, soit TWD 150 milliards (environ \$5 milliards), jusqu'à mi-1995, l'encours a commencé à augmenter. La tendance s'est accélérée pendant la crise asiatique, de sorte que sa part dans M2 avait quadruplé en septembre 1998 (graphique 1). Après quatre mois de repli, il est resté

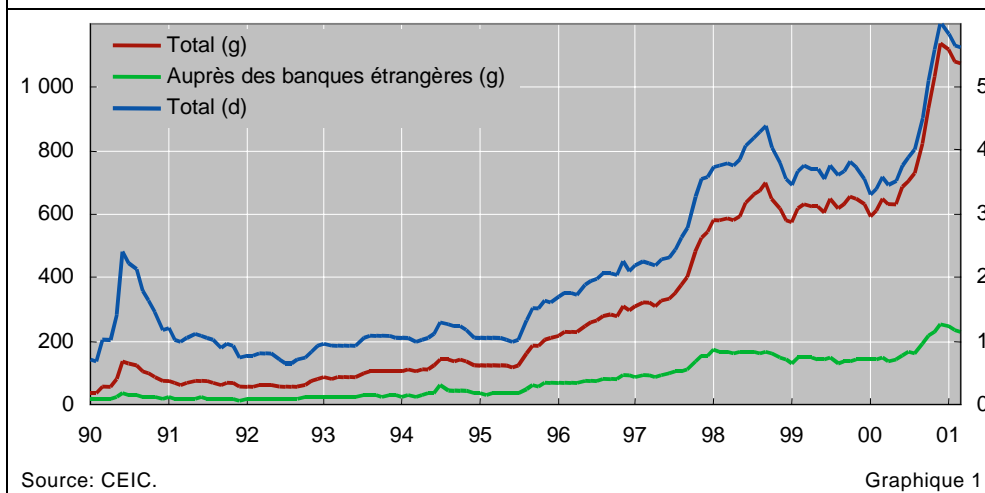
Dépôts en devises et agrégat monétaire large dans certaines économies					
En milliards de dollars EU, chiffres de fin décembre 2000					
Comptes de résidents	Dépôts en devises des résidents non bancaires			Pour mémoire	
	Auprès des banques locales	Auprès des banques étrangères	Total	Agrégat monétaire large ¹	Dépôts en devises, en % de l'agrégat monétaire large
Zone euro	112,1	400,9	513,0	4 725,6	10,9
Allemagne	14,0	91,1	105,1	1 447,5	7,3
Belgique	8,4	34,9	43,3	237,3	18,3
France	18,3	38,0	56,3	983,9	5,7
Italie	5,6	22,8	28,5	556,8	5,1
Pays-Bas	16,5	119,1	135,6	319,9	42,4
Australie	3,8	8,5 ²	12,3	744,0	1,7
Canada	28,1	15,1 ²	43,3	472,4	9,2
États-Unis	... ³	139,4	139,4	7 143,5	2,0
Japon	93,4 ⁴	14,6	107,9	5 581,5	1,9
Nouvelle-Zélande	1,4	2,8 ²	4,2	238,7	1,8
Royaume-Uni	175,5	147,0	322,6	1 309,9	24,6
Suède	6,1	5,5 ²	11,5	99,7	11,5
Suisse	73,3	54,2	127,4	289,2	44,1
Total zone euro et autres pays industriels	493,7	787,9	1 281,6	20 604,5	6,2
Chine	128,3	10,4 ²	138,7	1 642,6	8,4
Corée	16,8	2,0 ²	18,8	326,7	5,7
Hong-Kong ⁵	209,5	39,2 ²	248,7	462,5	53,8
Inde	–	5,2 ²	5,2	243,6	2,1
Indonésie	14,9	3,2 ²	18,1	77,3	23,4
Macao ⁶	7,8	1,1 ²	8,9	10,7	83,4
Malaysia	2,5	2,7 ²	5,2	91,6	5,7
Philippines	12,3	3,6 ²	15,9	41,3	38,5
Singapour	–	18,9 ²	18,9	98,7	19,1
Taiwan, Chine	34,1	18,6 ²	52,7	571,2	9,2
Thaïlande	1,5	2,8 ²	4,3	119,0	3,7

¹ Non corrigé des variations saisonnières. Allemagne, Belgique, France, Italie et Pays-Bas: à fin décembre 1998.
² Estimation a minima sur la base des dépôts dont la monnaie de libellé est connue. ³ Non déclarés séparément; supposés peu importants. ⁴ Estimation BRI. ⁵ Dépôts en devises des résidents et non-résidents non bancaires. ⁶ À fin juin 2000.

Sources: données nationales; BRI. Tableau 1

Dépôts en devises

En milliards de nouveaux dollars de Taiwan (g) et en % de M2 (d)



relativement constant jusqu'à mi-2000, puis a repris son expansion, au point d'avoir presque doublé vers la fin de l'année, pour s'établir à 6% de M2, soit TWD 1 100 milliards (environ \$34 milliards). Il s'est remis à décroître début 2001.

... et ont presque doublé au second semestre 2000

Les comptes à terme ont davantage augmenté que les comptes à vue, ce qui suggère une stratégie de placement plutôt que de transaction.

Réaction des autorités

Face au gonflement des avoirs en devises, les autorités de Taiwan ont décidé l'an dernier de ne plus les favoriser, mais au contraire de les pénaliser. Jusqu'à début décembre 2000, les comptes en devises n'étaient assujettis à aucune obligation de réserve - contrairement à ceux en monnaie locale, dont les coefficients ont varié entre 5% et 13,5%. Courant décembre, les autorités ont imposé des réserves obligatoires sur les nouveaux dépôts en devises: au taux de 5% d'abord, puis de 10%. Ainsi, pour les dépôts à terme, les apports en dollars EU se sont trouvés soumis à un coefficient de réserves supérieur à celui des dépôts en monnaie locale (6,25%).

L'imposition de réserves obligatoires ...

Comme il fallait s'y attendre, le coût de ces réserves obligatoires a été répercuté sur les déposants, à un degré ou un autre, sous la forme d'une baisse des rendements. Avec des taux d'intérêt du dollar EU à plus de 5%, une répercussion intégrale se serait traduite par une réduction de l'ordre de 50 points de base (0,5%) de la rémunération des nouveaux dépôts². En l'occurrence, les taux à 1 et 3 mois ont diminué de quelque 60 points de base (compte tenu des variations du Libor).

... a entraîné une baisse de la rémunération des dépôts en devises

² Les réserves obligatoires au titre des dépôts en devises ne sont pas rémunérées.

L'introduction de réserves obligatoires a donc eu pour effet d'abaisser la prime dont bénéficiaient les dépôts en devises par rapport à ceux en monnaie locale. Elle a aussi renforcé les incitations à placer les devises sur des centres financiers libres de toute obligation de réserves, notamment les États-Unis et Hong-Kong.

Facteurs explicatifs

Quatre explications possibles à l'expansion des dépôts en devises

Les éléments disponibles permettent de rejeter deux explications possibles du gonflement récent des dépôts en devises à Taiwan, d'en accepter partiellement une troisième et d'en adopter une quatrième. Si les résidents taiwanais achetaient des dollars pour éviter le risque-pays, ils les auraient normalement placés hors de Taiwan; or, ils n'ont pas privilégié les dépôts à l'extérieur. S'ils voulaient se protéger contre le risque de crédit, ils auraient dû confier leurs fonds à des banques étrangères plutôt qu'à leurs concurrentes locales, ce qu'ils n'ont pas fait. S'ils recherchaient une meilleure rémunération, l'expansion des dépôts devait suivre l'évolution de l'écart de taux au profit du dollar EU³; dans l'ensemble, c'est ce qui s'est produit. Enfin, s'ils constituaient des avoirs en dollars EU en anticipant une appréciation par rapport au nouveau dollar de Taiwan, ces dépôts devaient augmenter et diminuer parallèlement au cours du dollar EU (au moins dans l'hypothèse d'anticipations adaptatives): c'est précisément ce qui s'est passé.

Risque-pays

L'explication par le risque-pays ne tient pas parce que la plupart des dépôts sont restés à Taiwan

Il n'aurait pas été surprenant que les déposants aient réagi à l'incertitude politique résultant de l'élection présidentielle de début 2000 en expatriant des fonds. Pourtant, les données disponibles montrent qu'en réalité les résidents ont, dans leur immense majorité, préféré placer leur argent à *Taiwan*: les dépôts en devises auprès des banques locales ont progressé de quelque \$15 milliards en 2000, pendant que ceux des résidents non bancaires auprès des banques déclarantes BRI n'augmentaient que de \$3,7 milliards, passant de \$14,9 milliards, fin 1999, à \$18,6 milliards, fin 2000.

Plus généralement, il n'apparaît pas que les dépôts en devises soient particulièrement sensibles à l'incertitude politique. D'une part, les placements à l'étranger se sont accrus un peu plus rapidement en 1999, période relativement calme. D'autre part, pendant le dernier grand épisode de tensions dans les relations entre l'île et le continent, au moment des élections présidentielles de 1996, les dépôts des résidents (non bancaires) auprès des banques déclarantes BRI n'avaient que modérément progressé.

Risque de crédit

Il n'aurait pas été surprenant non plus que les résidents aient réagi à une perception accrue du risque de crédit au sein du système bancaire en

³ Plus de 90% des dépôts en devises sont libellés en dollars EU.

transférant des fonds sur des comptes en devises auprès d'établissements étrangers. Certes, l'année 2000 a été marquée par un large débat concernant les répercussions de dix années de baisse des prix des actifs et du déclin d'industries traditionnelles (comme le textile ou la chaussure) sur la solidité des banques de Taiwan. Il se pourrait que le changement de monnaie de libellé soit une conséquence du déplacement des dépôts vers les banques étrangères sises à Taiwan, qui bénéficient d'une notation nettement supérieure.

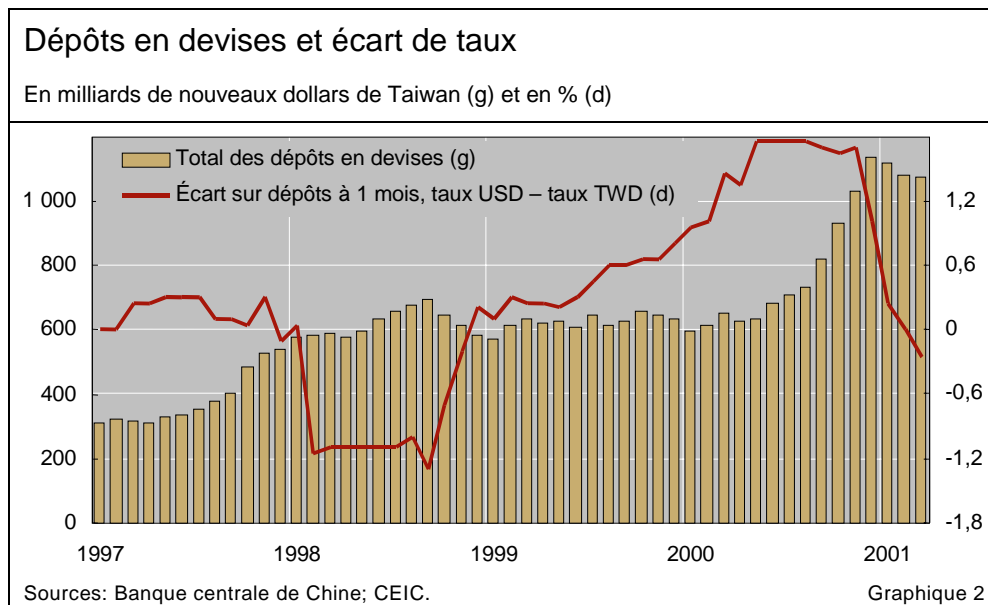
L'explication par le risque de crédit est à rejeter, car les nouveaux dépôts ont été placés surtout auprès des banques locales

Une fois encore, cependant, les faits contredisent cette hypothèse: ménages et entreprises ont placé l'essentiel de leurs nouveaux dépôts bancaires en devises auprès d'établissements domestiques (graphique 1). La part de ces derniers dans les dépôts en devises à Taiwan est passée de deux tiers environ entre 1990 et mi-1998 à plus de trois quarts en 2000. Loin de chercher à réduire leur risque de crédit, les déposants ont été massivement attirés par une prime de rendement d'au moins 50 points de base.

Écarts de taux d'intérêt

Jusqu'à une date très récente, l'explication par la prime de rendement sur dollar EU ne vaut pas (graphique 2). Au cours de la crise asiatique, les dépôts en devises avaient augmenté alors même que l'écart de rémunération à 1 mois (taux USD – taux TWD) pénalisait le dollar EU⁴. À partir de 1999, il est passé de 0,25% environ à plus de 0,75% au profit de la monnaie américaine; or, les dépôts en devises sont restés à peu près constants. Ce n'est que lorsque cette prime a atteint 175 points de base, en mai 2000, que les dépôts ont commencé à s'accroître fortement. Début 2001, elle a disparu et les dépôts ont diminué.

L'écart de taux ne justifie que la forte augmentation récente



⁴ Taux de la First Commercial Bank.

Anticipations de change

Les anticipations de dépréciation constituent une explication valable ...

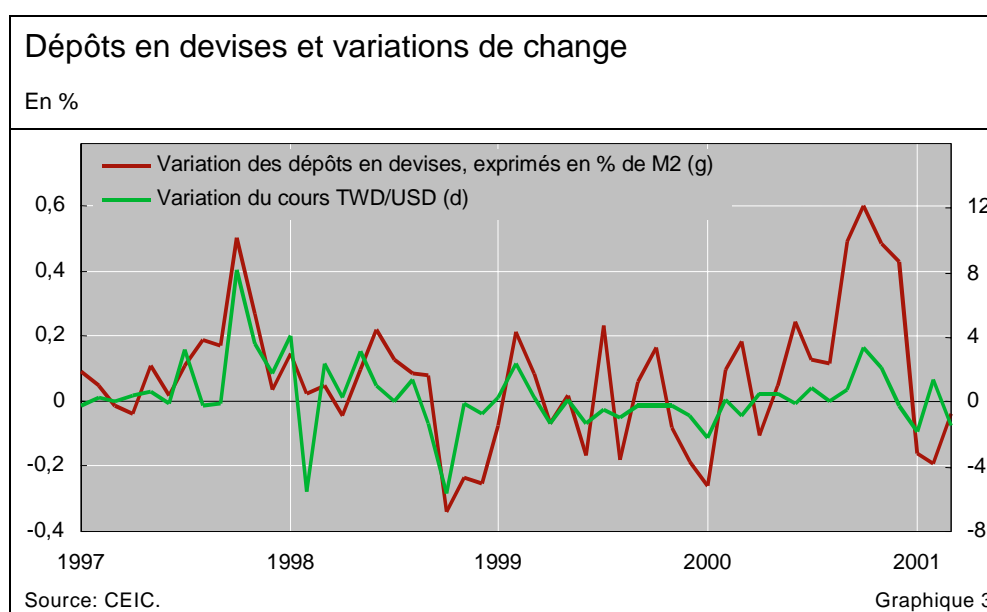
Les fluctuations de change présentent une corrélation étroite avec l'expansion des dépôts en devises depuis 1997 (graphique 3). Ceux-ci ont fortement augmenté quand le nouveau dollar de Taiwan s'est déprécié vis-à-vis du dollar EU, de mi-1997 à l'automne 1998, passant de quelque TWD 300 milliards à près de TWD 700 milliards (de \$12 milliards à \$20 milliards). Ils sont ensuite demeurés assez stables jusqu'au premier semestre 2000, pendant que la monnaie locale se renforçait. Ils ont alors enregistré un gonflement rapide, lorsque son fléchissement a repris, mi-2000, puis se sont de nouveau inscrits en repli lors de son redressement, début 2001.

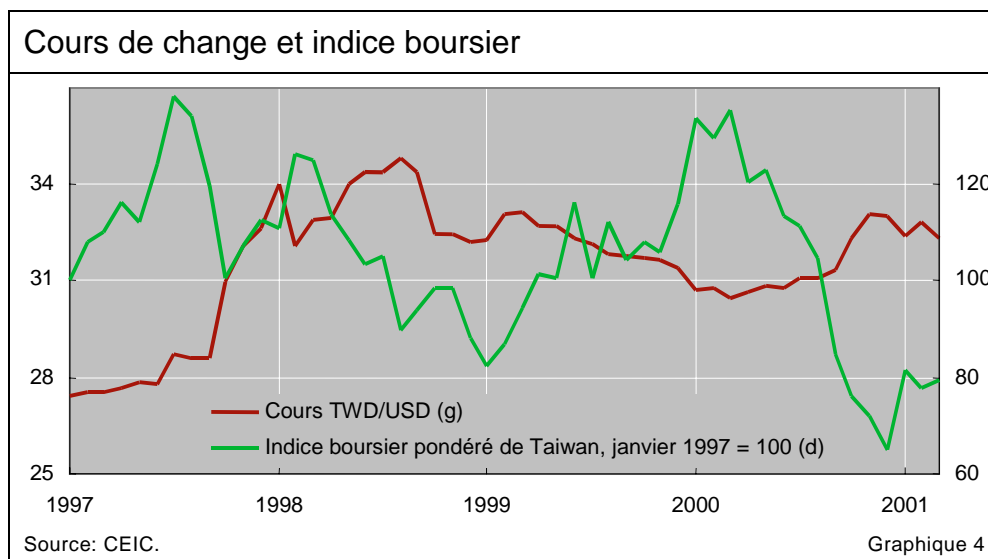
... notamment lorsque les dépôts en devises sont mieux rémunérés

Entre les deux épisodes de dépréciation, celui de la crise asiatique et celui de 2000, la sensibilité des ménages et entreprises de Taiwan au cours de change semble avoir augmenté. Plus précisément, le report sur les devises apparaît bien plus prononcé en 2000, à l'aune de la baisse de la monnaie. Cette évolution peut traduire une interaction entre anticipations de change (fondées sur l'expérience récente) et écarts de taux. Concrètement, lorsque les taux du dollar EU sont plus élevés que ceux de la monnaie locale, les déposants ont tendance à réagir plus vigoureusement à une même anticipation de gains de change. En d'autres termes, il fallait que les déposants en devises, durant la crise asiatique, entretiennent des anticipations extrapolatives bien solides pour renoncer au gain certain résultant de l'écart de taux d'intérêt; plus récemment, les mêmes anticipations ouvraient la perspective de gains de change en plus d'une prime de taux assurée.

La baisse du marché boursier a pu jouer un rôle également

Selon une autre interprétation, l'attrait des dépôts en devises refléterait l'évolution de la Bourse de Taiwan (graphique 4). De ce point de vue, de tels dépôts, qui peuvent générer des plus-values et moins-values en monnaie locale, apparaissent comme des actifs à risque, assimilables en un sens à des





placements en actions, quoique moins volatils. Ainsi, leur succès, pendant la crise asiatique, est intervenu dans un contexte de faiblesse boursière, tandis que leur repli, en 2000, s'est produit alors que les cours des actions chutaient dans le sillage du Nasdaq. De même, le redressement simultané du Nasdaq, du marché boursier local, du nouveau dollar de Taiwan et des entrées de capitaux a coïncidé avec le recul des dépôts en devises, début 2001. Cependant, compte tenu de la tendance de la monnaie à se déprécier lorsque les investisseurs non résidents retirent leurs fonds d'un marché boursier local en baisse - comme cela s'est passé en 1997-98 et en 2000 -, il est difficile de distinguer, en pratique, l'influence de la Bourse et celle du cours de change.

Conclusion

Les dépôts en devises à Taiwan ont augmenté durant la crise asiatique, puis de nouveau en 2000. Si rien ne permet de penser que le risque-pays ou le risque de crédit ont joué un rôle notable dans le gonflement rapide observé récemment, l'interaction des anticipations de change avec l'écart de taux entre dépôts en devises et en monnaie locale apparaît être la principale explication du phénomène. De ce point de vue, la forte baisse des taux du dollar EU ainsi que la diminution des rendements résultant de l'imposition de réserves obligatoires peuvent rendre moins attrayants les dépôts en devises. Plus précisément, le report sur les devises en anticipation d'une dépréciation du change sera sans doute, prochainement, moins prononcé qu'en 2000. Parallèlement, toutefois, ces anticipations de change refléteront vraisemblablement l'évolution des marchés boursiers mondiaux et des mouvements de capitaux correspondants.

Sans prime de rendement sur le dollar EU, les dépôts pourraient moins réagir au change

Déterminants de l'expansion des dépôts en devises à Taiwan: confirmation empirique

Nous avons effectué des régressions pour vérifier si les données corroborent notre analyse selon laquelle les dépôts en devises à Taiwan augmentent quand une dépréciation du nouveau dollar de Taiwan est anticipée, lorsque le taux des dépôts en dollars EU est supérieur à celui des dépôts en monnaie locale et en période de baisse de la Bourse. Les coefficients obtenus (ci-dessous), tous de signe correct et significatifs, apportent une confirmation.

Période d'échantillon: janvier 1991-mars 2001

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

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

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

où

F_t = variation, hors effets de change, des dépôts en devises, exprimés en % de M2
 e_{t-1} = variation différée, en %, du cours TWD/USD
 RD_t = écart de taux d'intérêt à 1 mois (taux USD – taux TWD)
 S_t = variation, en %, de l'indice boursier pondéré de Taiwan

Entre parenthèses: test de Student

Nous avons également vérifié l'hypothèse selon laquelle l'expansion des dépôts en devises est plus sensible à une dépréciation donnée lorsque l'écart de taux est favorable au dollar EU. Pour cela, nous avons introduit une variable fictive d_t égale à 1 lorsque le taux USD est supérieur au taux TWD et à 0 dans le cas contraire et avons effectué des régressions successives sur chacun des nouveaux termes suivants: d_t , $d_t(e_{t-1})$ et $d_t(e_{t-1}RD_t)$.

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

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

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

Les estimations ponctuelles laissent penser que l'existence d'une prime de rendement en faveur des dépôts en devises accélère le report sur ces dépôts ou les rend plus sensibles aux fluctuations de change récentes. Cependant, ces estimations ne sont significatives que dans le cas de $d_t(e_{t-1}RD_t)$.