NATIXIS

Special Report

14 octobre 2009 – N° 283

Patrick ARTUS

Il faut installer des contrôles à l'entrée des capitaux dans les pays émergents

La situation économique mondiale (politique monétaire très expansionniste avec la croissance faible aux Etats-Unis et en Europe, reprise nette de la croissance dans les pays émergents) fait à nouveau apparaître **de très importants flux de capitaux** venant des Etats-Unis et de l'Europe et se dirigeant vers les pays émergents (Asie, Brésil…).

Ces flux de capitaux sont déstabilisants, en particulier :

- **pour les pays ayant des économies très ouvertes**, où la croissance est liée aux exportations, puisqu'ils conduisent à une appréciation déraisonnable des devises des pays émergents ;
- **pour les pays dont les taux de change sont particulièrement flexibles** et sensibles aux flux de capitaux (Corée, Inde, Brésil, Taïwan…).

Ces pays ne peuvent pas être condamnés à accumuler de gigantesques réserves de change pour éviter la surévaluation de leurs devises, en raison des effets dramatiques de cette accumulation : excès de liquidité, bulles sur les prix des actifs…

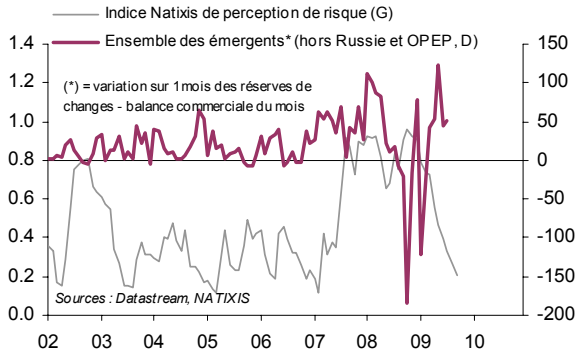
Il va donc falloir se résoudre à admettre :

- **que la libre circulation internationale des capitaux n'alloue pas de manière efficace l'épargne**, puisqu'elle conduit à des usages spéculatifs de l'épargne ;
- qu'il faut **que les pays émergents mettent en place un contrôle des entrées de capitaux financiers** (taxation, dépôts non rémunérés…).

1- Vers une amplification des flux de capitaux vers les pays émergents

Les flux de capitaux vers les pays émergents (hors pays pétroliers) ont recommencé à apparaître **au second trimestre 2009**, à la fin de la période de forte aversion pour le risque qui a suivi la faillite de Lehman **(graphique 1)**.

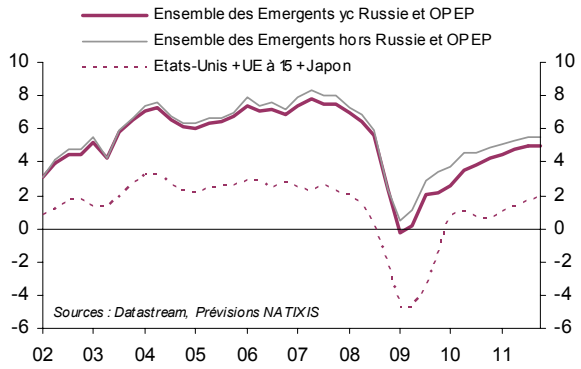
Graphique 1
Flux de capitaux et indice de perception du risque



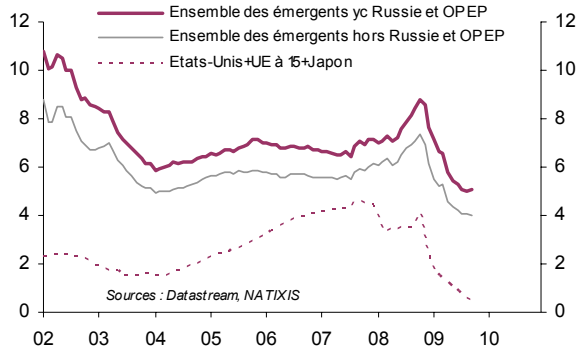
Ces capitaux vers les émergents, déjà considérables à l'été 2009, **ne peuvent qu'augmenter** avec :

- **l'écart de croissance** entre les pays émergents et les pays de l'OCDE **(graphique 2)** ;
- **l'écart de taux d'intérêt entre ces pays (graphique 3)**.

Graphique 2
Croissance du PIB en volume (GA en %)

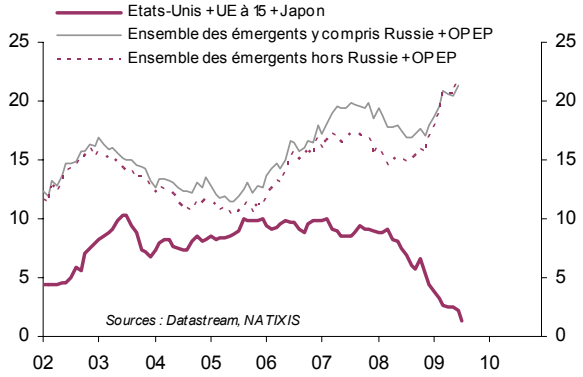


Graphique 3
Taux d'intérêt à 3 mois (en %)



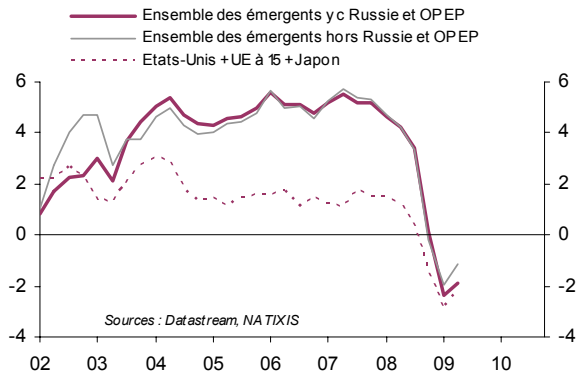
Après la crise, l'endettement ne peut plus soutenir la croissance des pays de l'OCDE (graphique 4), et l'écart de croissance des pays émergents apparaît clairement, ce qui attire les capitaux vers les pays émergents, une fois que le retour à la normale de l'aversion pour le risque a fait disparaître le rôle de valeur refuge du dollar et des emprunts d'Etat des pays de l'OCDE.

Graphique 4
Crédit total (en monnaie locale, GA en %)

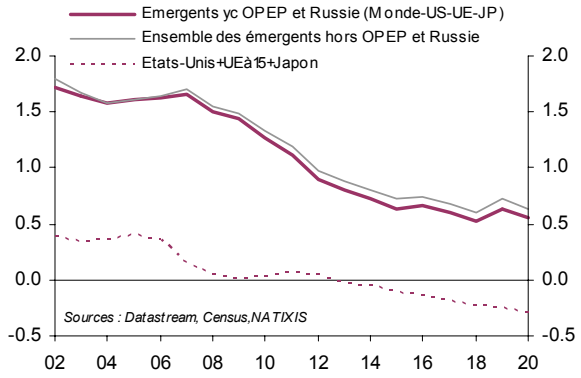


Ce transfert des capitaux vers les pays émergents ne peut donc qu'augmenter au fur et à mesure que les marchés financiers réaliseront **l'ampleur de l'écart de croissance à long terme** entre les pays émergents et les pays de l'OCDE, à la fois avec l'écart des gains de productivité **(graphique 5)** et l'écart démographique **(graphique 6)**.

Graphique 5
Productivité par tête (GA en %)



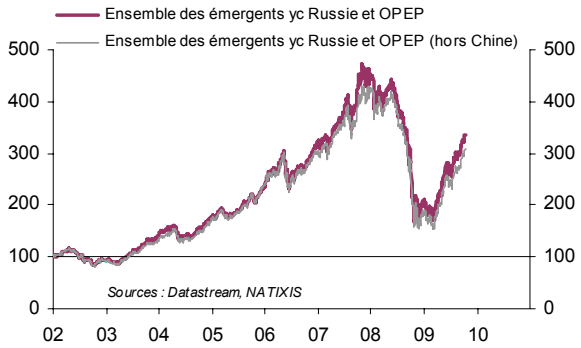
Graphique 6
Population de 20 à 60 ans (en % par an)



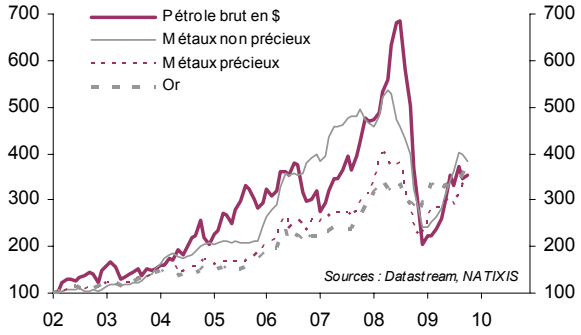
2- Les effets déstabilisants des flux de capitaux vers les émergents

Ces flux de capitaux se dirigent surtout vers **les marchés boursiers des pays émergents**, d'où leur très forte remontée à partir du moment où ces flux de capitaux réapparaissent (avril 2009, **graphique 7**) et sur **les matières premières**, d'où la remontée de leurs prix **(graphique 8)**.

Graphique 7
Indice boursier des émergents
(100 en 2002:1)

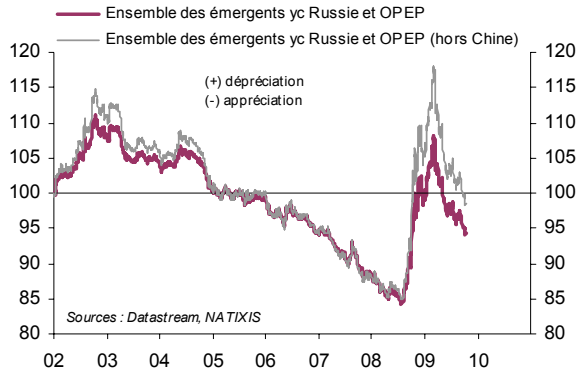


Graphique 8
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



Mais le plus grave est l'effet de ces flux de capitaux sur les taux de change des pays émergents, qui s'apprécient à nouveau très rapidement à partir du moment où ces flux de capitaux réapparaissent **(graphique 9)**.

Graphique 9
Taux de change contre dollar (100 en 2002 : 1)

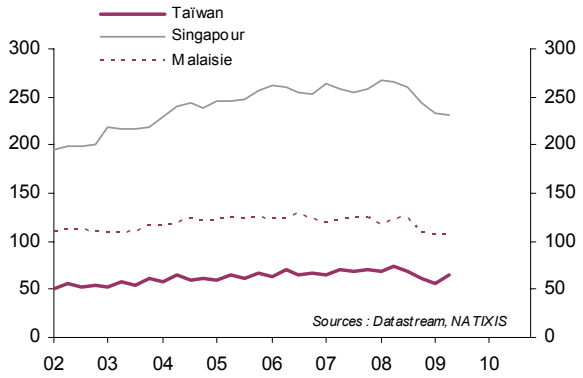


3- Les pays émergents les plus fragilisés par ces flux de capitaux

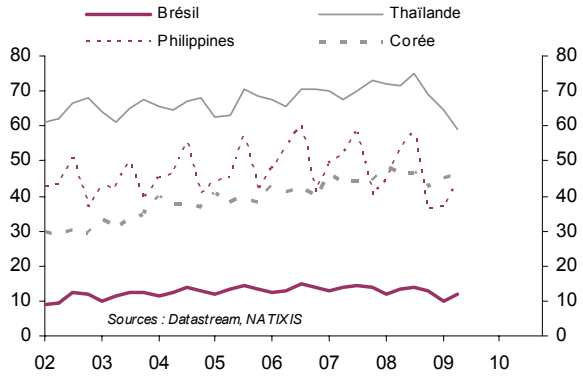
L'appréciation des taux de change des pays émergents qui résulte des flux de capitaux vers ces pays **est d'autant plus pénalisante pour ce pays** que :

– **leur économie est sensible aux exportations**, c'est-à-dire qu'il s'agit **d'économies ouvertes – industrialisées**, par exemple Singapour, Taïwan, Malaisie, Thaïlande, Corée, Philippines, Vietnam… Les **graphiques 10a-b-c** montrent **les parts des exportations dans le PIB**, le **tableau 1 la corrélation, pour ces pays, entre la croissance du PIB et la croissance des exportations.** Le Brésil et l'Inde sont moins dépendants des exportations, et ont effectivement mieux résisté à la crise **(graphiques 11a-b-c)** ;

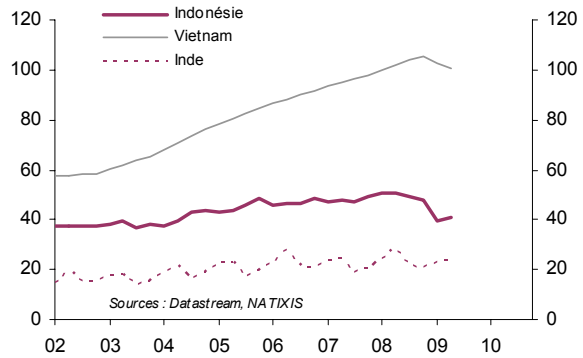
Graphique 10a
Exportations (en volume, en % du PIB)



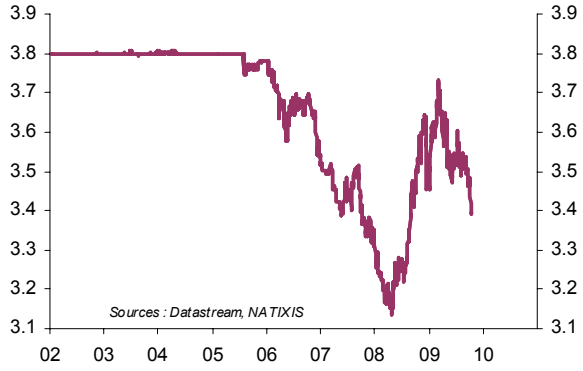
Graphique 10b
Exportations (en volume, en % du PIB)



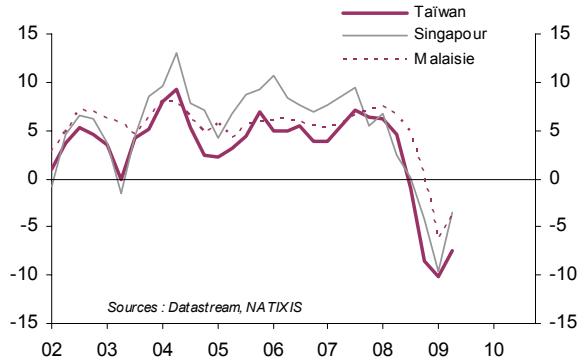
Graphique 10c
Exportations (en volume, en % du PIB)



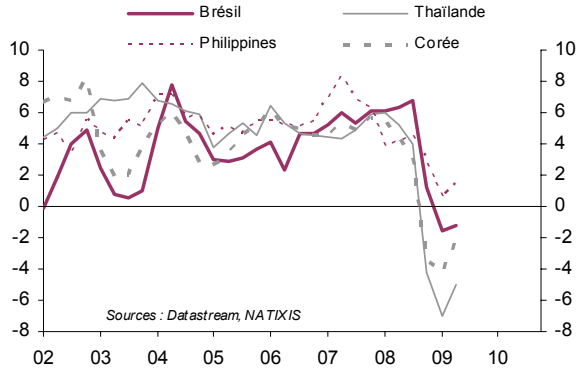
Graphique 12b
Malaisie : taux de change contre $



Graphique 11a
Croissance du PIB (en volume, GA en %)



Graphique 11b
Croissance du PIB (en volume, GA en %)



Graphique 11c
Croissance du PIB (en volume, GA en %)

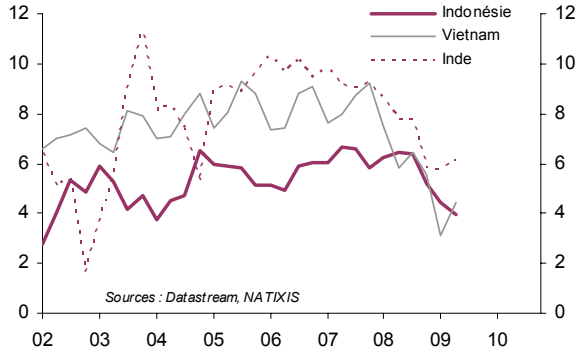


Tableau 1
Corrélation entre les exportations et le PIB en volume (GA en %)

Pays	Taïwan	Singapour	Malaisie	Brésil	Thaïlande	Philippines	Corée	Indonésie	Vietnam	Inde
2002 - 2009Q2	0.96	0.87	0.87	0.47	0.88	0.69	0.73	0.60	0.60	0.12

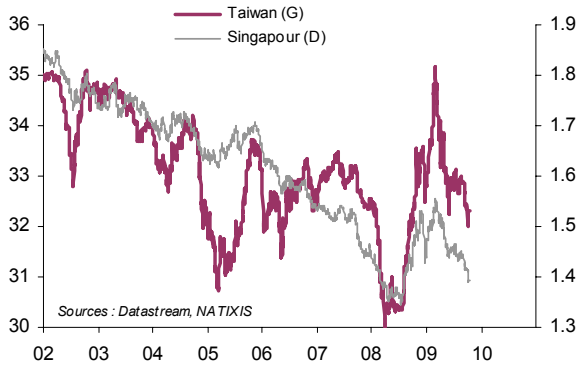
Sources : Datastream, NATIXIS

– **leur taux de change réagit fortement aux entrées de capitaux**, ce qui peut venir :

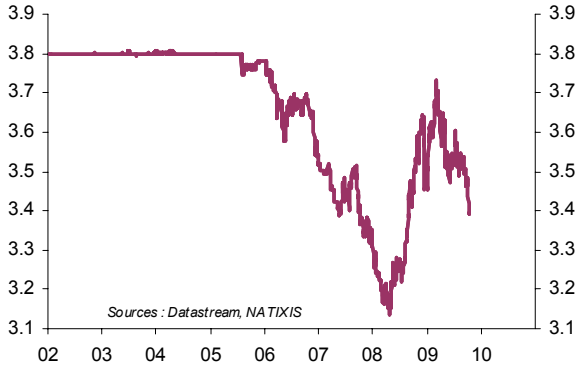
- **de l'attractivité des marchés financiers** de ces pays (avec l'investissement des capitaux sur les marchés d'actions)

- **de la politique de change** menée par les autorités du pays. Certains pays, à un extrême, sont **en changes fixes par rapport au dollar** (**Hong Kong, Chine** depuis juin 2008), d'autres suivent un panier de monnaies où le dollar a un poids élevé **(Singapour)** ; d'autres ont des monnaies assez naturellement stables (par exemple les **Philippines**, en raison de l'aversion au risque des investisseurs, ou des flux de **remittances**). Les **graphiques 12a à 12f** montrent que **les taux de change les plus variables se trouvent à Taïwan, au Brésil, en Corée, en Inde, au Vietnam, en Indonésie**.

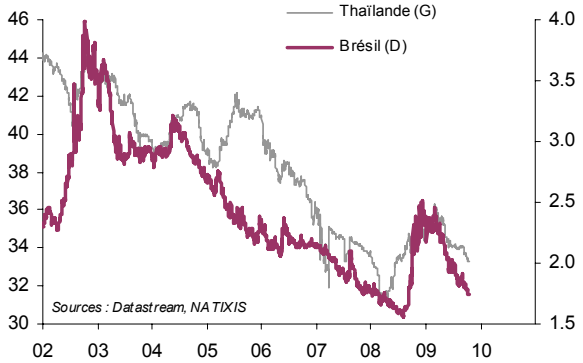
Graphique 12a
Taux de change contre $



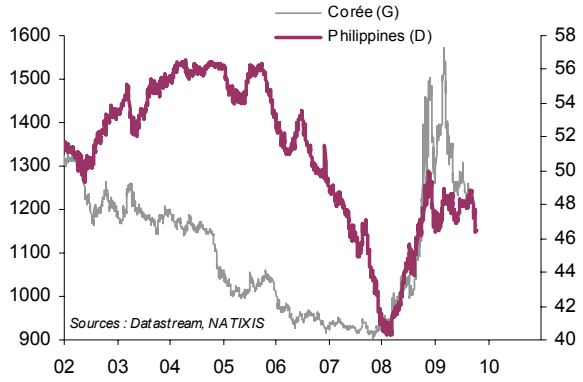
Graphique 12b
Malaisie : taux de change contre $



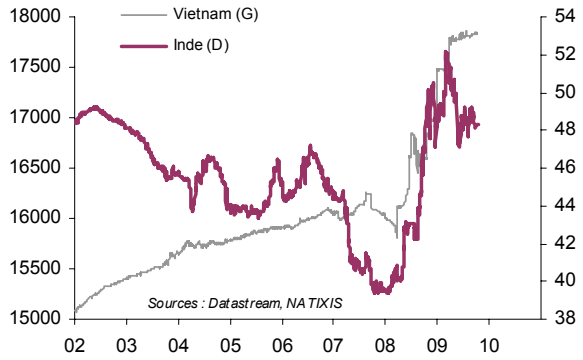
Graphique 12c
Taux de change contre le dollar



Graphique 12d
Taux de change contre le dollar



Graphique 12e
Taux de change contre le dollar



Graphique 12f
Indonésie : taux de change contre le dollar

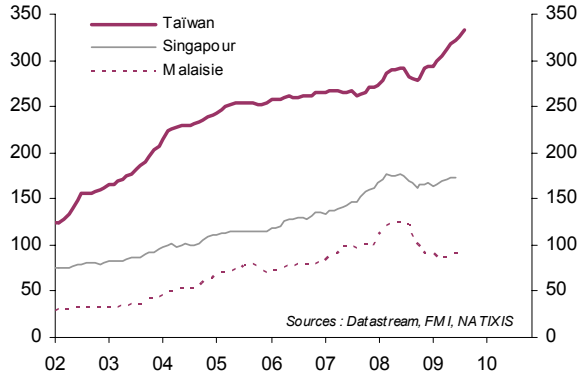
4- La seule solution : des contrôles à l'entrée des capitaux dans les pays émergents

Les pays émergents, particulièrement ceux dont les économies sont très ouvertes et ceux dont les taux de change peuvent réagir beaucoup aux flux de capitaux sont dont fortement pénalisés par les flux de capitaux des Etats-Unis (et aussi de l'Europe) vers les émergents.

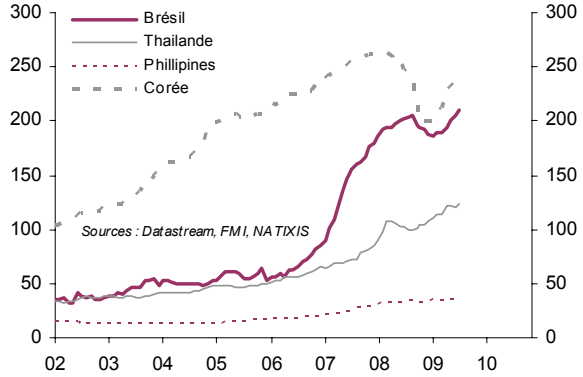
Que peuvent-ils faire en réaction ?

– **accumuler d'énormes réserves de change (surtout en dollars) pour éviter l'appréciation de leurs devises**, ce qui est à nouveau le cas depuis le deuxième trimestre 2009 **(graphiques 13a-b-c)**, particulièrement à Taïwan, en Corée, au Brésil, en Thaïlande, en Inde, aussi en Chine bien sûr **(graphique 13d)**. **Mais l'accumulation de réserves de change a d'énormes inconvénients** : hausse très forte de la création monétaire **(graphique 14)**, d'où risque d'excès d'endettement, de bulles sur les prix des actifs (graphique 7 plus haut, **graphique 15**), ce qui s'était déjà observé jusqu'à la mi-2008 ;

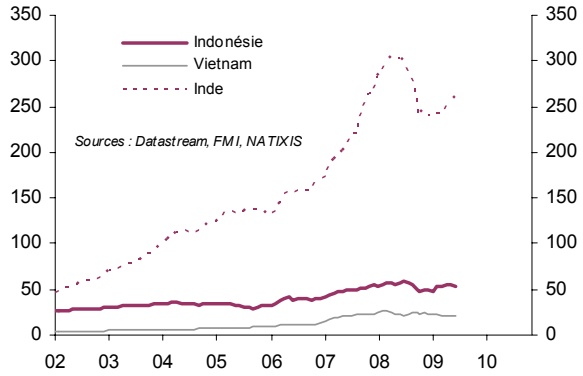
Graphique 13a
Réserves de change (Mds de $)



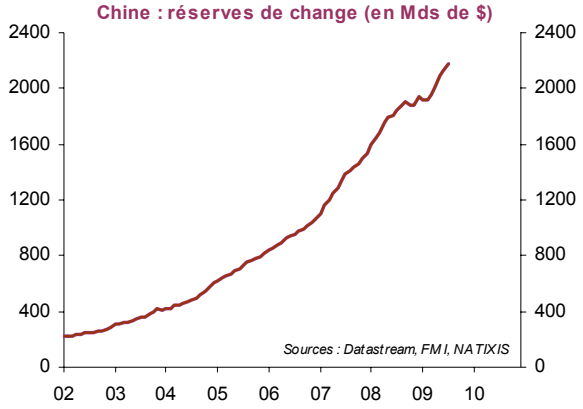
Graphique 13b
Réserves de change (Mds de $)



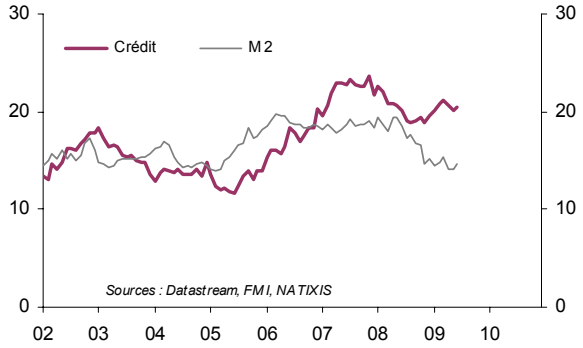
Graphique 13c
Réserves de change (Mds de $)



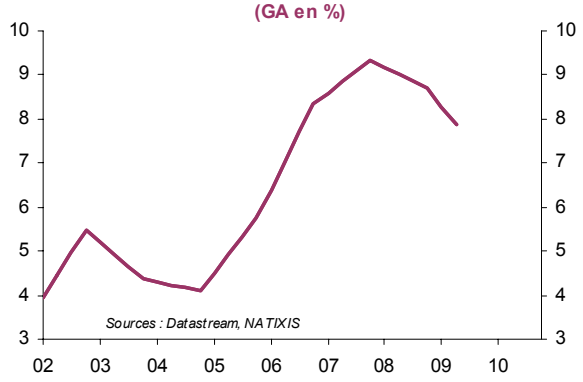
Graphique 13d
Chine : réserves de change (en Mds de $)



Graphique 14
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP : crédit et M2 (monnaie locale, GA en %)



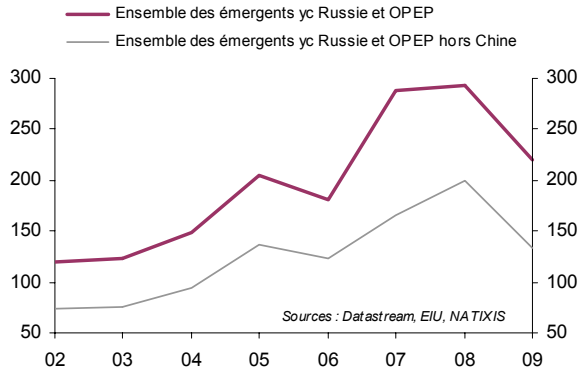
Graphique 15
Ensemble des émergents : prix immobilier (GA en %)



– **accepter les idées politiquement incorrectes** :

  – **que la libre circulation des capitaux n'alloue pas efficacement l'épargne mondiale, puisque l'épargne est canalisée de manière stérile** vers les marchés boursiers des pays émergents, vers les marchés de matières premières ;

  – **que la seule façon pour les pays émergents de protéger leurs économies des flux déstabilisants de capitaux est que ces pays mettent en place des restrictions à l'entrée des capitaux** : taxation, dépôts à la Banque Centrale non rémunérés liés aux investissements financiers…

Il faut réaliser que les flux d'investissements directs (d'entreprise) vers les pays émergents (graphique 16) risquent de devenir de petite taille par rapport aux flux d'investissement spéculatifs.

Graphique 16
Investissement direct net (Mds de $)