

Un montage très compliqué pour financer des déficits publics aux Etats-Unis et en Europe

La circulation internationale des capitaux depuis le début de 2009 est devenue la suivante :

- les capitaux sortent des Etats-Unis et d'Europe pour s'investir dans les pays émergents, surtout sur les marchés d'actions de ces pays ;
- les banques centrales de ces pays, pour éviter l'appréciation de leurs devises par rapport au dollar, absorbent ces entrées de capitaux, ce qui accroît leurs réserves de change ;
- ces réserves de change sont ensuite investies surtout dans les titres publics américains et européens, ce qui finance les déficits publics de ces pays et évite qu'ils connaissent une hausse de leurs taux d'intérêt à long terme.

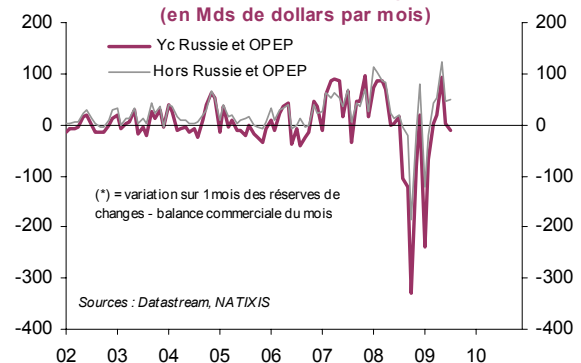
Au terme de ce long cheminement, l'épargne des américains et des européens finance les déficits publics des Etats-Unis et de l'Europe, mais elle est entre temps passée par les marchés d'actions des pays émergents et par les réserves de change des banques centrales de ces pays, d'où :

- une circulation initialement compliquée des capitaux ;
- une création inutile de monnaie avec l'accumulation de réserves ;
- des distorsions des prix des actifs (actions et taux de change des émergents).

1 – Depuis le début de 2009, capitaux sortant des Etats-Unis et de l'Europe et se dirigeant vers les pays émergents, surtout sur les marchés actions

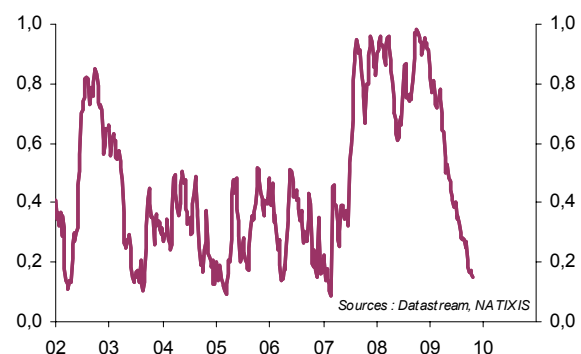
Après la faillite de Lehman Brothers et pendant quelques mois, les capitaux ont été rapatriés des pays émergents vers les pays de l'OCDE, surtout vers les Etats-Unis puisque le dollar servait de valeur refuge (**graphique 1**).

Graphique 1
Flux de capitaux des émergents*
(en Mds de dollars par mois)

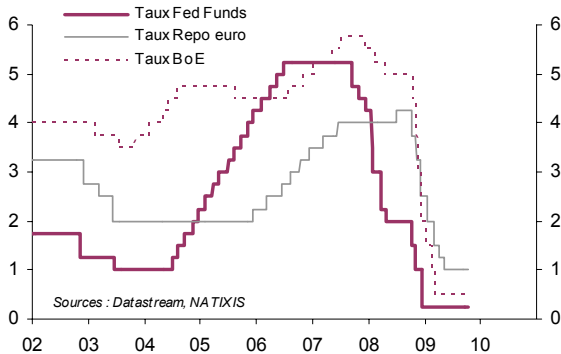


Depuis le début du 2^{ème} trimestre 2009, avec la baisse de l'aversion pour le risque (**graphique 2**), les capitaux reviennent massivement vers les pays émergents non pétroliers, (**graphique 1** plus haut), pour trouver des rendements plus élevés que sur le dollar, l'euro ou la livre sterling (**graphique 3**), ce qui correspond en particulier à l'apparition à nouveau d'une position emprunteuse sur le dollar (**graphique 4**).

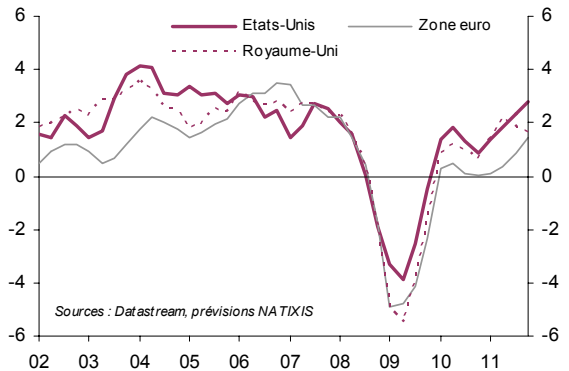
Graphique 2
Indice NATIXIS de perception du risque



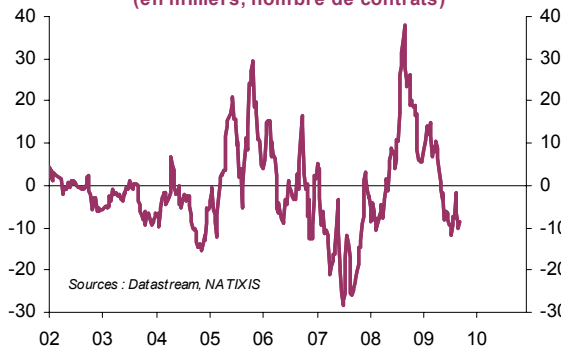
Graphique 3
Taux directeurs



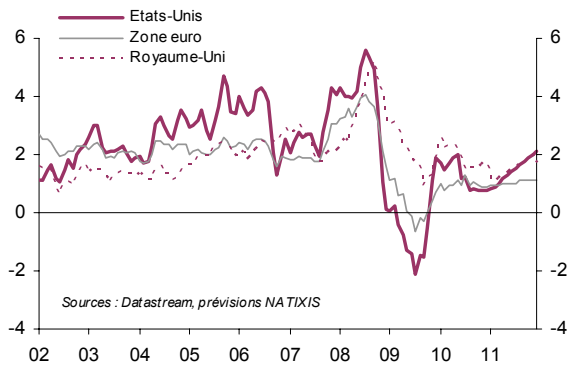
Graphique 6 a
Croissance du PIB (en volume, GA en %)



Graphique 4
Position nette ouverte sur le dollar
(en milliers, nombre de contrats)

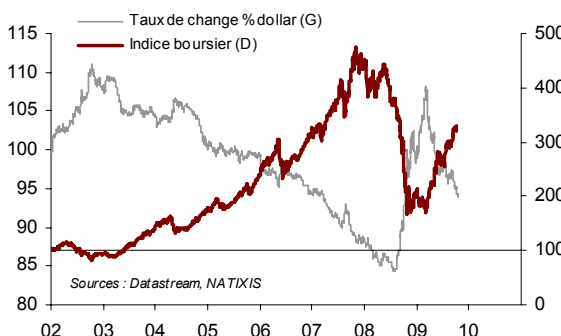


Graphique 6 b
Inflation (GA en %)



Ce retour des capitaux vers les pays émergents correspond surtout à des achats d'actions des pays émergents, d'où, parallèlement à ces flux de capitaux (graphique 1 plus haut), l'appréciation des devises des pays émergents et la hausse de leurs cours boursiers (graphique 5).

Graphique 5
Ensemble des émergents : taux de change et
indice boursier (100 en 2002 : 1)

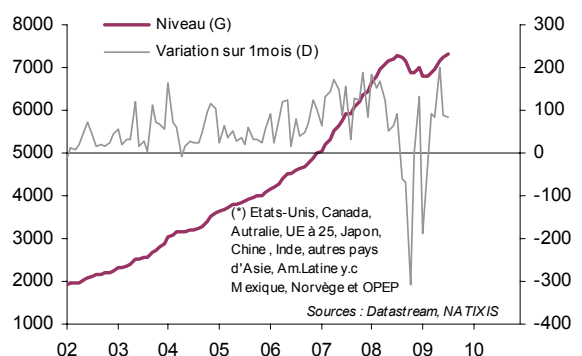


Ces flux de capitaux surtout vers les marchés d'actions des pays émergents sont probablement durables, puisque, compte tenu des perspectives de croissance et d'inflation aux Etats-Unis et en Europe (graphiques 6 a - b), il est peu probable qu'il y ait un durcissement rapide des politiques monétaires.

2 – De ce fait, accumulation de réserves de change, surtout placées en titres publics, dans les pays émergents

Les flux de capitaux vers les pays émergents décrits plus haut conduisent à une appréciation des taux de change de ces pays (graphique 5 plus haut), mais cette appréciation serait beaucoup plus forte encore si les pays émergents n'étaient pas massivement acheteurs de dollars, et, à un moindre degré d'euro et de livres, au travers de l'accumulation de réserves de change (graphique 7), depuis le 2^{ème} trimestre 2009, comme en ce qui concerne les flux de capitaux vers les émergents.

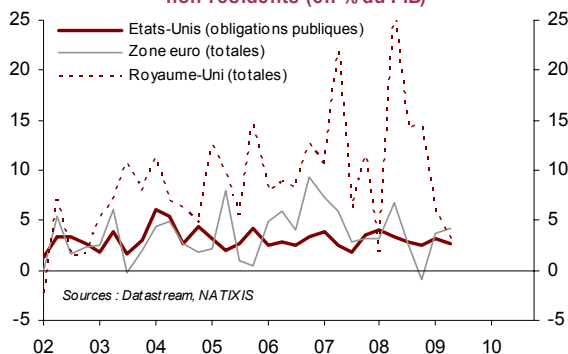
Graphique 7
Monde* : réserves de change (Mds de dollars)



Les banques centrales investissant surtout en titres publics, cette accumulation de réserves de change, alimente les achats de titres publics aux Etats-Unis, en Europe (graphique 8), et explique le faible niveau des taux d'intérêt à long terme vu plus haut.

Il serait plus simple et moins dangereux que l'épargne nationale des américains finance directement les déficits publics des Etats-Unis, ce qui se fait aussi (graphique 10) mais pas pour des montants suffisants.

Graphique 8
Achats nets d'obligations par les non-résidents (en % du PIB)



3 – Une technique de financement compliquée et dangereuse des déficits publics aux Etats-Unis et en Europe

Le schéma en annexe montre la manière compliquée dont sont finalement financés les déficits publics, aux Etats-Unis et en Europe, au terme de cette circulation de capitaux.

Cette circulation des capitaux qui aboutit au financement des déficits publics aux Etats-Unis et en Europe est non seulement compliquée mais aussi dangereuse :

- elle aboutit à la **très forte création monétaire mondiale (graphique 9)** liée à l'accumulation de réserves de change ;
- elle crée des **distorsions dans les prix des actifs**, en poussant à la hausse les cours boursiers et en appréciant les devises dans les pays émergents (graphique 5 plus haut).

Graphique 10
Etats-Unis : achats nets d'obligations par les investisseurs institutionnels et les ménages (en % du PIB)

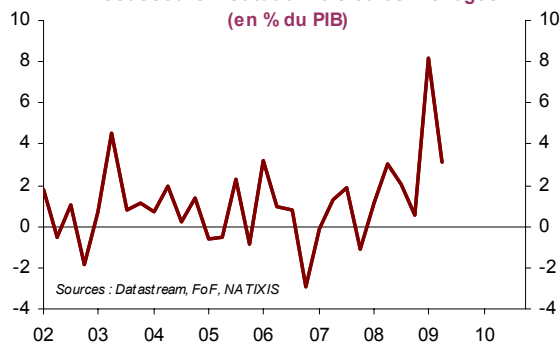


Schéma 1
Le financement bizarre des déficits publics aux Etats-Unis et en Europe

