

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 avril 2016 – N° 399

Le danger des déficits extérieurs dans les pays émergents avec les flux de capitaux non discriminants

Les flux de capitaux se dirigent vers les pays émergents ou sortent des pays émergents de manière globale, sans discriminer entre les pays, en fonction de la perception par les investisseurs du risque émergent.

Ceci implique que, dès qu'un pays émergent a un déficit extérieur durable, même si ce déficit extérieur est parfaitement justifié (effort important d'investissement du pays), il est confronté à un risque de change très élevé. Le risque de change affecte donc tous les pays émergents à déficit extérieur, que leur situation économique soit saine ou déséquilibrée. Nous prenons les exemples du Brésil, du Mexique, de la Turquie, de l'Afrique du Sud, de l'Inde, de l'Indonésie.

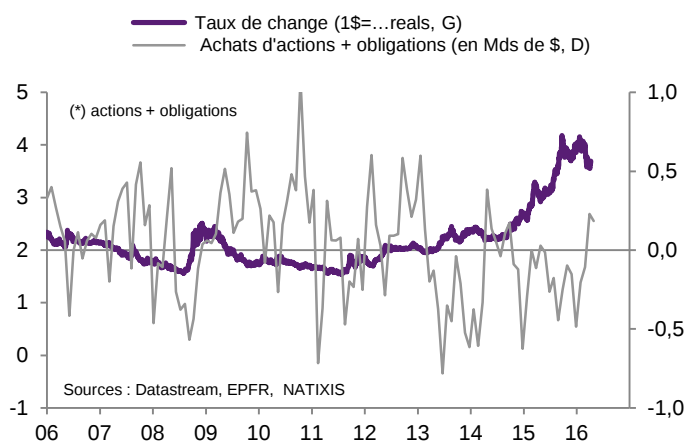
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Les investisseurs dirigent des capitaux vers tous les pays émergents ou retirent leurs capitaux depuis tous les pays émergents

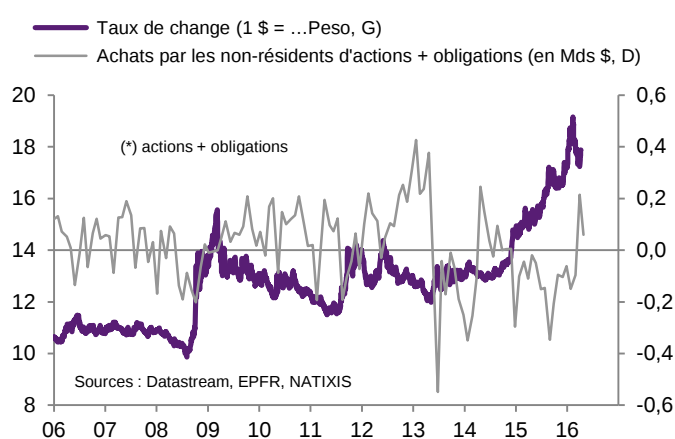
Les investisseurs vers les pays émergents sont peu discriminants : lorsqu'ils perçoivent un risque émergent faible, ils dirigent les capitaux vers tous les pays émergents ; lorsqu'ils perçoivent un risque émergent élevé, ils retirent leurs capitaux (ou ils investissent moins) de tous les pays émergents. Nous allons prendre les exemples **du Brésil, du Mexique, de la Turquie, de l'Afrique du Sud, de l'Inde, de l'Indonésie.**

Les graphiques 1a/b/c/d/e/f montrent pour ces six pays les achats d'actions et d'obligations par les non-résidents et le taux de change vis-à-vis du dollar. On voit que les périodes où il y a entrées de capitaux (2007 – début de 2008 ; fin 2009-2010 ; fin 2012 ; 2014 ; depuis février 2016) sont des périodes d'appréciation ou de stabilisation du taux de change ; que les périodes où il y a sorties de capitaux (2006 ; fin 2008 – début 2009 ; 2011, début 2012 ; 2013 ; 2015, tout début de 2016) ou moindres entrées de capitaux sont des périodes de dépréciation du change.

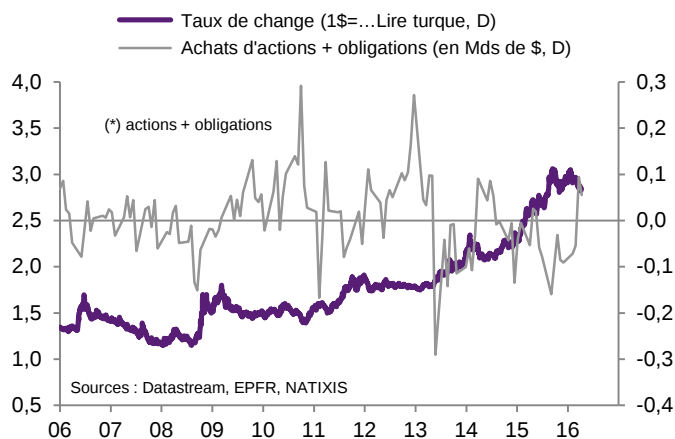
Graphique 1a
Brésil : achats nets d'actifs* par les non résidents et
taux de change



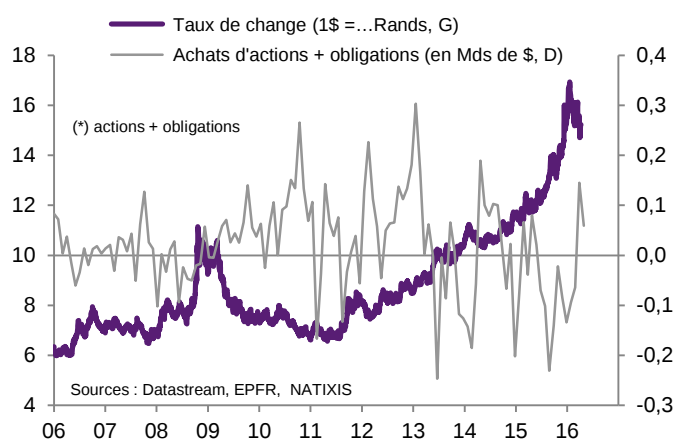
Graphique 1b
Mexique : achats nets d'actifs* par les non
résidents et taux de change



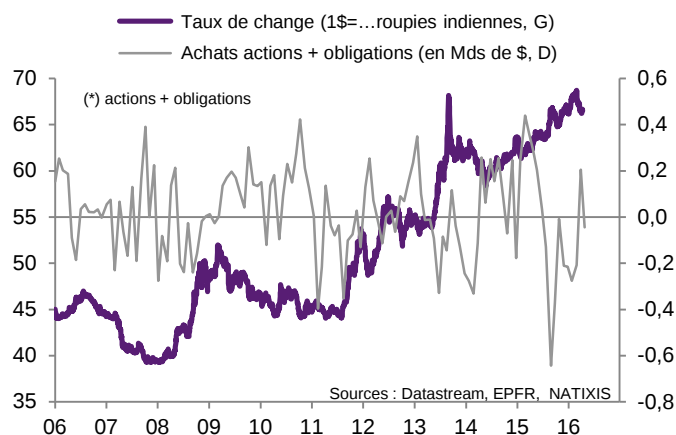
Graphique 1c
Turquie : achats nets d'actifs* par les non résidents
et taux de change



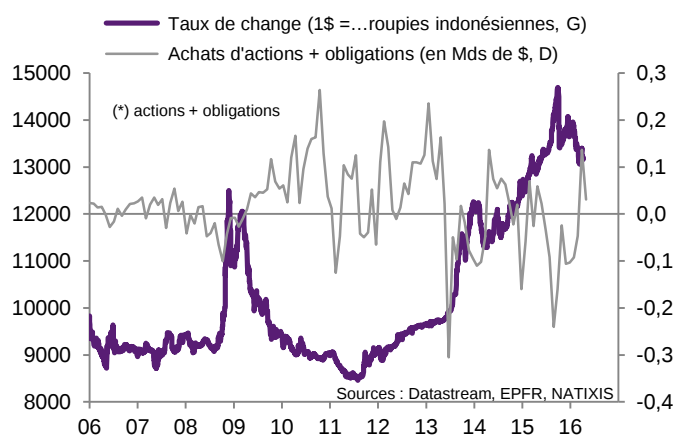
Graphique 1d
Afrique du Sud : achats nets d'actifs* par les non
résidents et taux de change



Graphique 1e
Inde : achats nets d'actifs* par les non résidents et
taux de change



Graphique 1f
Indonésie : achats nets d'actifs* par les non
résidents et taux de change



On voit aussi :

- la **simultanéité** du comportement des investisseurs vis-à-vis de tous les pays ;
- la **simultanéité** des mouvements des taux de change, en conséquence, de tous les pays (graphique 2, tableau 1), avec des corrélations très élevées entre ces taux de change.

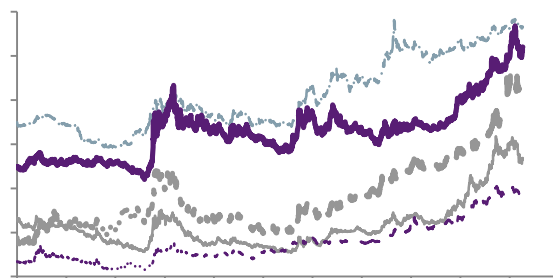


Tableau 1
Corrélation entre les taux de change

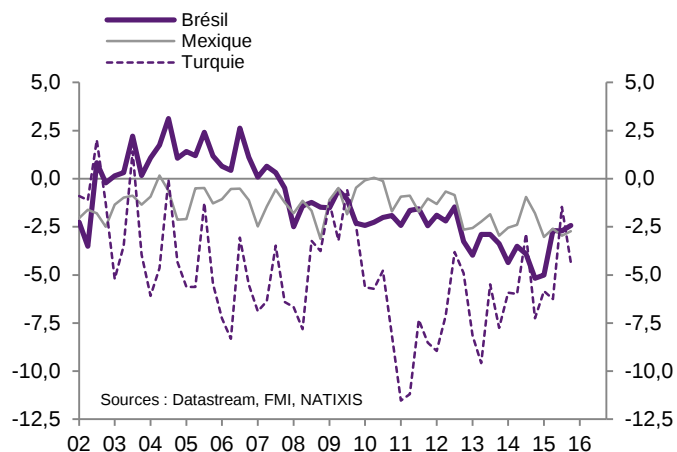
	Pesos Mexicain / \$	Real brésilien / \$	Lire turque / \$	Rand / \$	Roupie indienne / \$	Roupie indonésienne / \$
Pesos Mexicain / \$	1,00	0,80	0,89	0,87	0,82	0,81
Real brésilien / \$	0,80	1,00	0,87	0,89	0,77	0,89
Lire turque / \$	0,89	0,87	1,00	0,92	0,93	0,88
Rand / \$	0,87	0,89	0,92	1,00	0,89	0,94
Roupie indienne / \$	0,82	0,77	0,93	0,89	1,00	0,85
Roupie indonésienne / \$	0,81	0,89	0,88	0,94	0,85	1,00

Sources : NATIXIS

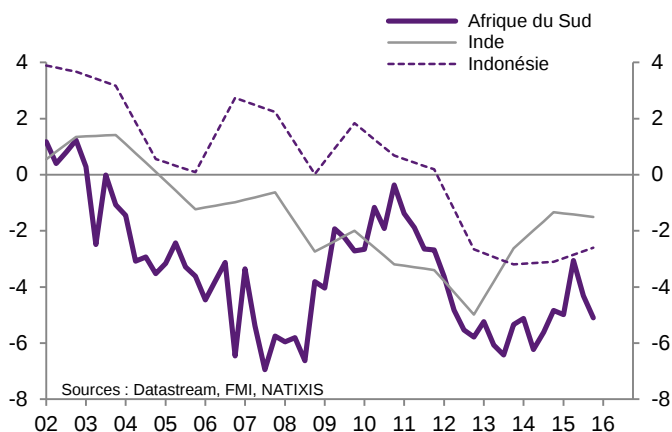
Les déficits extérieurs des pays émergents ont des causes diverses

Gardons comme exemples **les mêmes six pays** (Brésil, Mexique, Turquie, Afrique du Sud, Inde, Indonésie). **Ces six pays ont des déficits extérieurs durables**, plus récents en Indonésie (**graphiques 3a/3b**), réduits dans la période récente dans certains cas (Turquie, Inde) par la baisse du prix du pétrole.

Graphique 3a
Balance courante (en % du PIB valeur)



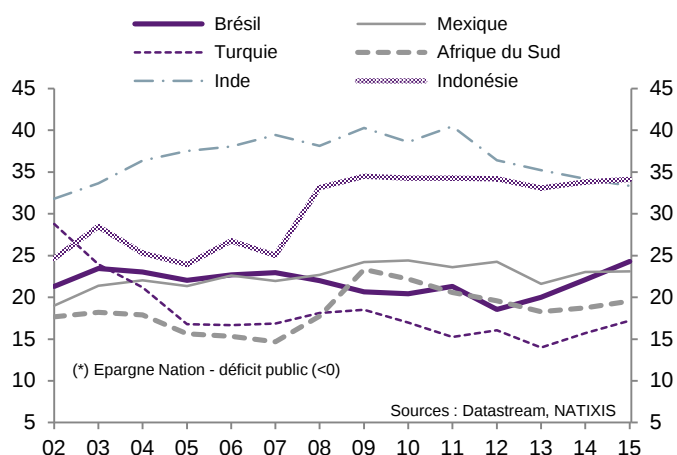
Graphique 3b
Balance courante (en % du PIB valeur)



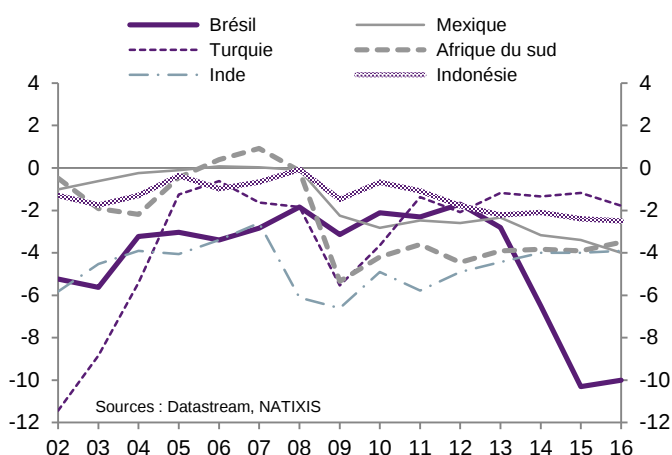
Mais ces déficits extérieurs durables peuvent avoir des causes diverses :

- la faiblesse de l'épargne privée (**graphique 4**), ce qui s'observe en Turquie, en Afrique du Sud ;
- un déficit public chronique (**graphique 5**), ce qui s'observe au Brésil, en Inde, en Turquie, en Afrique du Sud, au Mexique depuis 2008 ;
- un effort important d'investissement (**graphiques 6a/b**), en Indonésie et en Inde.

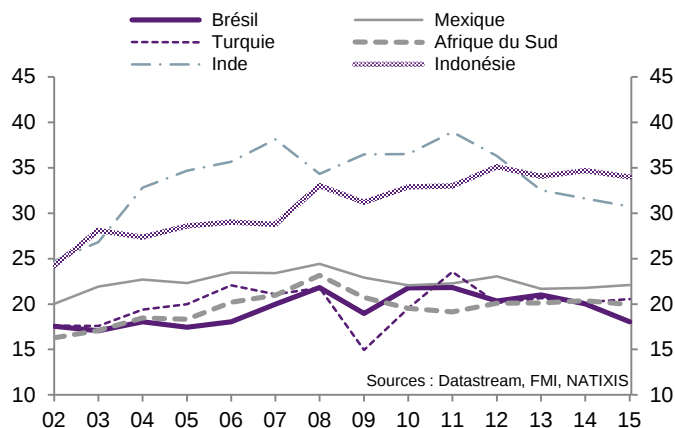
Graphique 4
Taux d'épargne privée* (en % du PIB valeur)



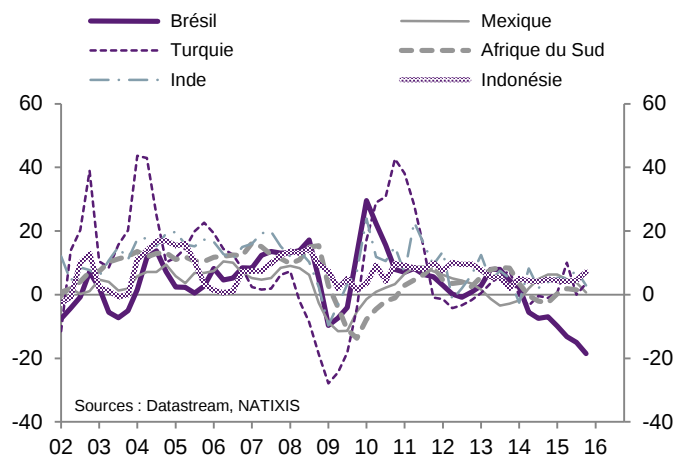
Graphique 5
Déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 6a
Taux d'investissement de la Nation
(en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Investissement (volume, GA en %)



Dans certains cas (faiblesse de l'épargne privée, déficit public, Brésil, Turquie, Afrique du Sud), **le déficit extérieur vient de déséquilibres défavorables ; dans d'autres cas** (investissement de niveau élevé, Indonésie, Inde) **le déficit extérieur est parfaitement normal.**

Synthèse : même dans les pays émergents où le déficit extérieur est parfaitement normal, le risque de change est très élevé

Les investisseurs dirigent des capitaux vers tous les pays émergents simultanément, retirent des capitaux depuis tous les pays émergents simultanément. Si un pays émergent a un déficit extérieur, le retrait des capitaux internationaux provoque une dépréciation du taux de change. Le problème est que **les capitaux se retirent aussi bien des pays où le déficit extérieur est dû à une anomalie, à un déséquilibre défavorable** (insuffisance d'épargne privée, déficit public chronique, ce qui, parmi les 6 pays émergents que nous regardons est le cas du Brésil, de la Turquie, de l'Afrique du Sud, du Mexique depuis 2008) **que des pays où le déficit extérieur est normal, favorable** (dû à un important effort d'investissement, ce qu'on voit en Indonésie, en Inde parmi les 6 pays que nous analysons). **Les pays émergents à déficit extérieur sont donc confrontés à un risque de change important, même si le déficit extérieur vient d'une cause favorable** (le niveau élevé de l'investissement).