

Investissements de portefeuille vers le Brésil : quels enjeux ?



Résumé :

- Sur la dernière décennie, les flux de capitaux vers les pays émergents ont crû de manière tendancielle, alternant entre entrées massives et retraits soudains de capitaux étrangers.
- La part relative des investissements de portefeuille dans les flux de capitaux n'a fait que croître. Cependant, ces investissements de portefeuille sont par nature volatils et peuvent engendrer de graves déséquilibres d'ordre économique et financier.
- La volatilité des investissements de portefeuille, conjuguée au retard de publication ainsi qu'à la basse fréquence des données de balance des paiements publiées par le FMI, rendent difficile la prévention des déséquilibres, notamment sur le taux de change (très liés à la dynamique des investissements de portefeuille).
- Le cas du Brésil, que nous discutons dans cet article, est emblématique de la situation actuelle des pays émergents à fort déficit courant.

Depuis 2003, les flux de capitaux dont bénéficient les pays émergents se sont littéralement envolés. Dans un premier temps, cette augmentation s'est expliquée en majeure partie par le potentiel de croissance bien plus important dans les pays émergents que dans les pays développés (c.-à-d. *pull factors*). Dans un second temps, et en réponse à la crise financière de 2007-08, les principales banques centrales des pays développés ont considérablement assoupli leurs politiques monétaires et ont injecté des liquidités dans des proportions conséquentes. Cette surliquidité mondiale à « bon prix » a ravivé l'appétit pour le risque des investisseurs en quête de rendements (c.-à-d. *push factors*). Ces derniers se sont donc naturellement tournés vers les pays émergents. Cependant, les investissements de portefeuille (qui représentent une part de plus en plus importante des flux de capitaux) sont largement réversibles et peuvent créer de graves déséquilibres d'ordre économique et financier (amoncellement excessif de réserves de change, apparition de bulles sur les prix d'actifs, volatilité du taux de change, etc.). Ces risques sont essentiellement présents en Asie émergente et en Amérique Latine. Dans cet article, nous discutons du cas emblématique du Brésil.

Les investissements de portefeuille : souhaitables mais volatils !

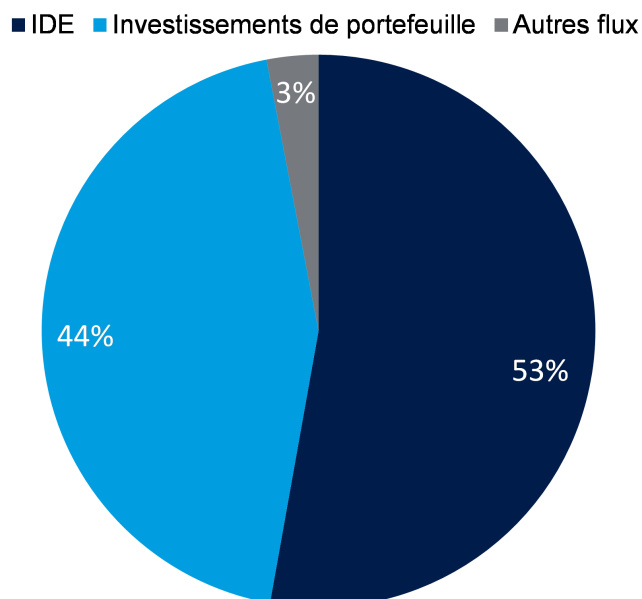
La rentabilité attractive des marchés émergents est fondée principalement sur la perspective d’une forte croissance économique. Par conséquent, un horizon d’investissement relativement long est nécessaire pour récupérer les gains liés à cette perspective et matérialiser ainsi des plus-values. En outre, il est vrai que les investissements de portefeuille sont réalisés en majeure partie à court terme et qu’ils peuvent également générer des rendements très élevés, notamment grâce à l’étroitesse de ces marchés (les gros investisseurs peuvent avoir un impact de marché très marqué sur les marchés peu liquides où, par définition, les transactions sont peu nombreuses).

Même si la croissance économique des pays émergents est indispensable à moyen et long terme dans la dynamique de recherche de rendements des investisseurs des pays développés, les investissements de portefeuille sont primordiaux pour le développement économique et financier des pays émergents. En effet, ils contribuent à davantage d’intégration des marchés émergents dans le système économique et financier mondial. Dans ce cadre, les investissements de portefeuille sont utiles tant pour les pays développés (recherche de rendement principalement via des opérations de portage ou *carry trade* [1]) que pour les pays émergents (ressources financières souhaitables et appréciables pour financer l’économie réelle).

Dans le cas du Brésil, les investissements de portefeuille financent principalement des entreprises et industries spécialisées dans l’extraction, le transport et la vente de matières premières agricoles, industrielles et énergétiques. Nous pouvons citer la très forte augmentation de capital de Petrobras [2] (70 Mds \$) en septembre 2010, financée essentiellement par des capitaux étrangers via des investissements de portefeuille. Par ailleurs, le déficit courant du Brésil reste largement financé par l’excédent du compte financier (dans lequel les investissements de portefeuille occupent une place de plus en plus importante).

Cependant, sur la dernière décennie, la part relative des investissements de portefeuille dans les flux nets de capitaux totaux n’a fait que croître. Au Brésil, les investissements de portefeuille représentent en moyenne 44% des flux nets de capitaux de 2005 à 2012 (cf. graphique ci-dessous). Ces investissements de portefeuille sont par nature volatils et peuvent engendrer des déséquilibres économiques et financiers (FMI, 2011a ; Forbes et Warnock, 2012).

Décomposition des flux nets de capitaux vers le Brésil [3]



Au-delà même de cette volatilité mécaniquement induite par l’horizon d’investissement et la spéculation (principalement sur les portefeuilles investis en actions), les données de flux de capitaux publiées par le FMI à travers la balance des paiements présentent deux inconvénients importants. En effet, ces données, largement utilisées par les académiciens et par les praticiens, sont disponibles à basse fréquence (trimestrielle au mieux) et avec un retard pouvant aller jusqu’à plusieurs trimestres. Dans le cas du Brésil, le retard de publication est actuellement de trois trimestres. Ces problèmes, liés à la publication des données de balance des paiements, couplés à la volatilité des investissements de portefeuille rendent difficile la prévention de certains déséquilibres, notamment sur les taux de change des pays émergents. De nombreuses variables de substitution ou *proxy* (variations des réserves de change, traqueur de flux de capitaux, indicateur coïncident basé sur des données privées, etc.) ont donc fait leur apparition dans la littérature académique, tant sur l’approximation des flux nets de capitaux (Calvo et al., 2004 et 2008 ; Reinhart et Reinhart, 2009) que sur les investissements bruts de portefeuille (Miao et Pant, 2012).

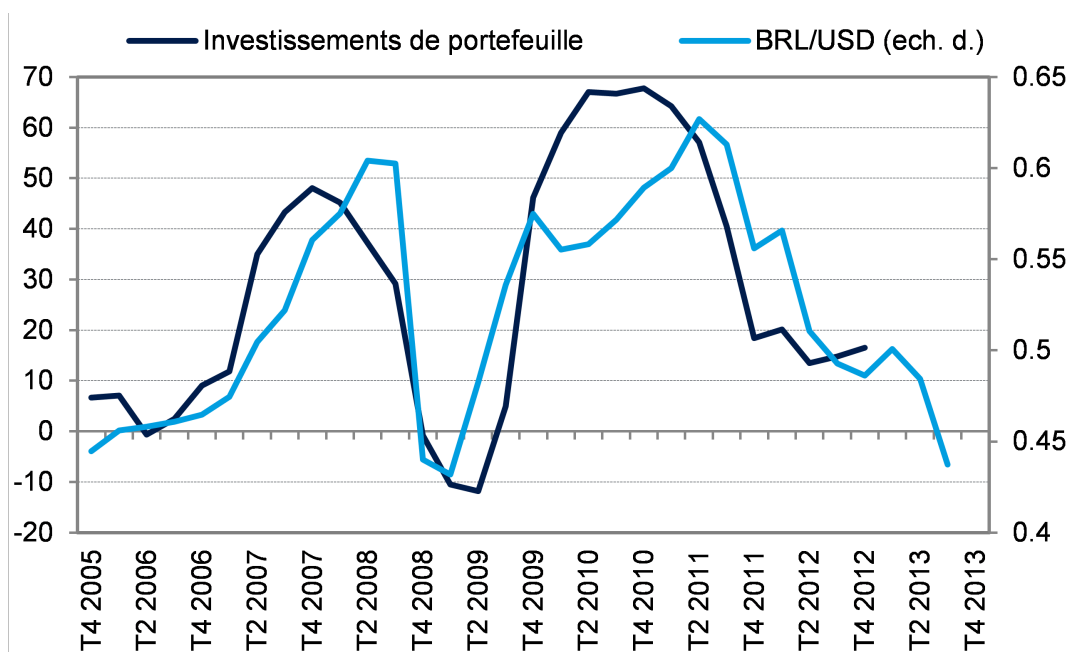
Au-delà des constats établis dans cette section, nous pouvons nous demander de quelle nature sont les liens entretenus entre les investissements de portefeuille et certains actifs financiers dans le cas du Brésil.

Il existe des liens forts entre les investissements de portefeuille et certains actifs financiers...

Les pays émergents ne disposent pas forcément de marchés financiers suffisamment liquides et profonds pour absorber les investissements de portefeuille parfois colossaux des non-résidents. Cette faible capacité d’absorption accroît les risques de formation de bulles sur les prix d’actifs et de surévaluation du taux de change. De plus, l’horizon courttermiste de ces investissements de portefeuille rend inéluctable leur retrait bien souvent soudain. Le taux de change est à nouveau impacté (à la baisse cette fois-ci) et complique encore un peu plus l’exercice de la politique monétaire.

Si l’on considère le taux de change brésilien vis-à-vis du dollar, il apparaît que les mouvements du real sont fortement corrélés (environ 80%) à la dynamique des investissements de portefeuille (*cf.* graphique ci-dessous).

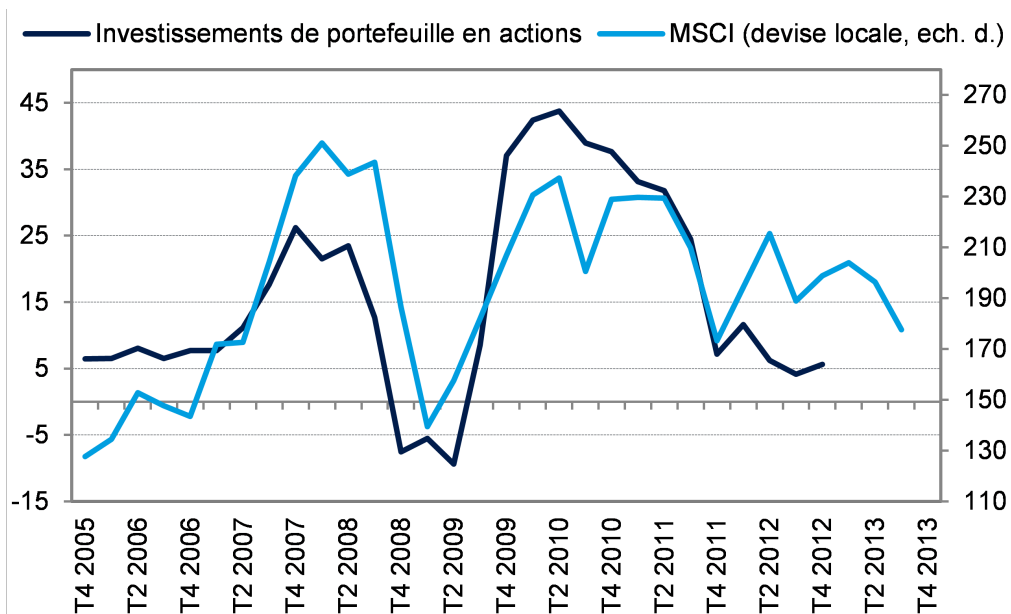
Investissements bruts de portefeuille vers le Brésil vs taux de change contre dollar [4]



Si la corrélation, mise en exergue ici, se maintient sur la période récente, il apparaît que les investissements de portefeuille sont à la peine. En effet, depuis l’allocation de Ben Bernanke le 22 mai dernier, d’importants retraits de capitaux ont eu lieu dans les marchés émergents (*cf.* sur notre site, un article sur le sujet « [Quand la Fed éternue, les pays émergents s’enrhument](#) » du même auteur), le Brésil n’y échappant pas...

Outre cette forte corrélation entre investissements de portefeuille et taux de change contre dollar, il est intéressant de relever que la dynamique des investissements de portefeuille en actions (par opposition aux investissements de portefeuille en obligations) est très corrélée (environ 70%) aux performances des marchés d’actions brésiliens [5] (*cf.* graphique ci-dessous). Ces investissements de portefeuille en actions (à peu près de même taille que les investissements de portefeuille en obligations sur l’ensemble de la période [6]) suivent bien évidemment la dynamique baissière des investissements de portefeuille pris dans leur ensemble corroborant ainsi la baisse des marchés d’actions brésiliens.

Investissements bruts de portefeuille en actions vers le Brésil vs MSCI [7]



Source : FMI, Macrobond, BSI Economics

Les pays émergents font donc face à une forte volatilité des investissements de portefeuille, se traduisant notamment par une instabilité accrue de leur taux de change et des marchés d’actions pouvant mener à l’apparition de bulles sur les prix d’actifs. Comment répondre à cette procyclicité exacerbée des investissements de portefeuille ? Indépendamment des politiques d’accumulation de réserves de change qui s’avèrent de plus en plus onéreuses car elles doivent être stérilisées par les banques centrales, certains pays émergents ont mis en place des contrôles de capitaux. C’est le cas du Brésil qui, grâce à son impôt sur les opérations financières (IOF), a été capable de contrôler les flux de capitaux entrants à court terme lorsque ces derniers ont fortement augmenté en 2007-08, de retirer cet impôt à l’orée de la crise, puis de le réintroduire à nouveau lors de la dernière vague d’entrées de capitaux de 2009-10. Très récemment, l’IOF a été suspendu sur les investissements de portefeuille en obligations afin d’attirer, de nouveau, les investisseurs vers cette classe d’actifs. De plus, la Banque centrale brésilienne (BCB) a entamé, en avril dernier, un cycle de resserrement de sa politique monétaire en augmentant son principal taux directeur (Selic) de 225 pb à 9,50%. Enfin, la BCB a annoncé un vaste programme d’un montant de 54 Mds \$ d’ici à la fin de l’année sous forme de *swaps* de lignes de crédit afin de soutenir sa devise.

Conclusion

Ainsi, sur la dernière décennie, les investissements de portefeuille, au-delà de leur caractère volatil, entretiennent de véritables liens avec certains actifs financiers (*e.g.* taux de change et marchés d'actions). Nous sommes donc en droit de nous demander quelle variable est susceptible d'expliquer l'autre. Le FMI (GFSR, 2010) a montré que, sur longue période, les flux de capitaux sont expliqués en partie par un accroissement du rendement, mais que les rendements sont eux-mêmes causés par les flux de capitaux. La volonté du Brésil de mettre en place des contrôles de capitaux dans le but de freiner leur entrée et de limiter l'appréciation du real n'est pas réellement un choix. En effet, selon le triangle d'incompatibilité de Mundell (1960), il est théoriquement impossible pour un pays de concilier liberté des mouvements de capitaux, autonomie de la politique monétaire et ancrage du taux de change. Dans le cas du Brésil, l'autonomie de la politique monétaire est essentielle, notamment pour lutter efficacement contre une inflation galopante. De plus, le renoncement à la stabilisation du taux de change pourrait s'avérer très dangereux. Dans ce cadre, les contrôles des capitaux (IOF) semblent être une alternative probante dans la lutte contre les effets pernicioeux engendrés par la volatilité des investissements de portefeuille.

Julien Moussavi

Bibliographie :

- Calvo, G. A., A. Izquierdo and L. F. Mejia, 2004, "[On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects](#)," Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, Jun 2004.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo and L. F. Mejia, 2008, "[Systemic of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration](#)," NBER Working Paper No. 14026, May 2008.
- Forbes, K. J. and F. E. Warnock, 2012, "[Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment](#)," Journal of International Economics, Elsevier, Vol. 88(2), pp. 235-251, November 2012.
- International Monetary Fund (IMF), 2010, Global Financial Stability Report (GFSR), "Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity," October 2010.
- International Monetary Fund (IMF), 2011a, "Recent Experiences in Managing Capital Flows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," IMF Board Paper, Strategy, Policy, and Review Department, February 2011.
- Mundell, R. A., 1960, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74(2), pp. 227-257, May 1960.
- Recherche Economique Natixis, 2013, "Un plaidoyer pour les contrôles des capitaux dans les pays émergents," Natixis Flash problèmes structurels No. 738, Octobre 2013.
- Reinhart, C. M. and V. Reinhart, 2009, "[Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present](#)," NBER Chapters, in: NBER International Seminar on Macroeconomics 2008, pp. 9-62, April 2009.

Notes:

[1] Se définit comme une opération spéculative sur écart de rendement.

[2] Petrobras est une entreprise brésilienne d'extraction, de raffinage, de transport et de vente de pétrole. Elle est la plus grande entreprise du Brésil et figure aujourd'hui parmi les 15 plus grandes entreprises pétrolières mondiales.

[3] Moyenne du T1 2005 au T4 2012.

[4] Les investissements bruts de portefeuille vers le Brésil représentent uniquement le passif de la balance des paiements. Ils sont comptabilisés en Mds \$ et sont reportés en somme glissante sur 4 trimestres afin de mieux tenir compte de la dynamique d'investissements des investisseurs étrangers. La parité BRL/USD est reportée en moyenne trimestrielle à des fins de comparaison.

[5] Les marchés d'actions brésiliens sont approximés par l'indice MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) Brésil en devise locale. Cet indice est très communément utilisé par les praticiens pour rendre compte des performances globales d'un secteur ou d'un pays en l'occurrence.

[6] Cependant, nous notons une légère prépondérance des investissements de portefeuille en obligations sur la période récente. Ceci s'explique par la tendance qu'ont les investisseurs à diversifier leurs portefeuilles obligataires dans l'environnement actuel de recherche de rendement.

[7] Les investissements bruts de portefeuille en actions vers le Brésil représentent uniquement le passif de la balance des paiements. Ils sont comptabilisés en Mds \$ et sont reportés en somme glissante sur 4 trimestres pour les raisons énoncées plus haut. Le MSCI Brésil en devise locale est reporté en moyenne trimestrielle à des fins de comparaison.