

Flash Economie

2 août 2016 - 820

Les différentes régions du Monde de moins en moins liées par les échanges de biens et services, de plus en plus liées par les échanges de capitaux

On peut parler de « déglobalisation », de « déségmentation des chaînes de valeur » quand on regarde les échanges commerciaux de biens et services entre les pays. Les cycles économiques des différentes régions du Monde sont donc de moins en moins liés par le commerce extérieur, ce qui vient de la dégradation de la compétitivité-coût des pays émergents, du passage à des modèles de croissance domestique avec des économies qui sont de plus en plus des économies de services.

Mais, dans le même temps, les liens financiers entre les différentes régions sont de plus en plus importants, avec la hausse de la taille des flux de capitaux, des dettes et des actifs extérieurs, qui vient de la libéralisation financière (des comptes de capitaux) et des politiques monétaires expansionnistes. La transmission des chocs économiques se fait donc de plus en plus par les flux de capitaux internationaux, ce qui d'une part conduit à des évolutions des taux de change qui n'ont plus de rapport avec celles des compétitivités ou des balances courantes, d'autre part à une volatilité excessive des taux de change, des prix des actifs financiers. Des relations économiques internationales dominées par les flux financiers et plus par les flux de commerce nous paraissent aussi dangereuses.

Elles font disparaître les effets d'entraînement par l'économie réelle, empêchent les corrections des problèmes de compétitivité et de déséquilibre entre l'épargne et l'investissement, rendent instables aussi bien les régimes de change fixe que ceux de change flexible (c'est la fin du triangle d'incompatibilité, du trilemme).

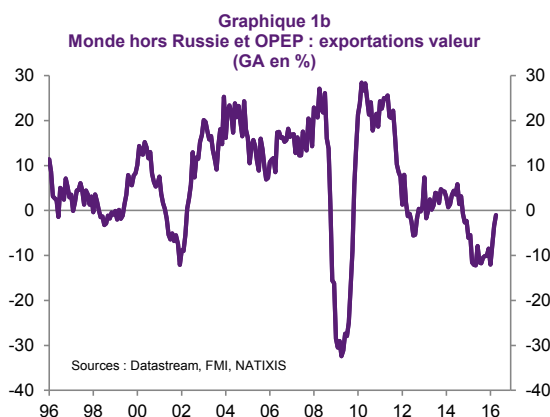
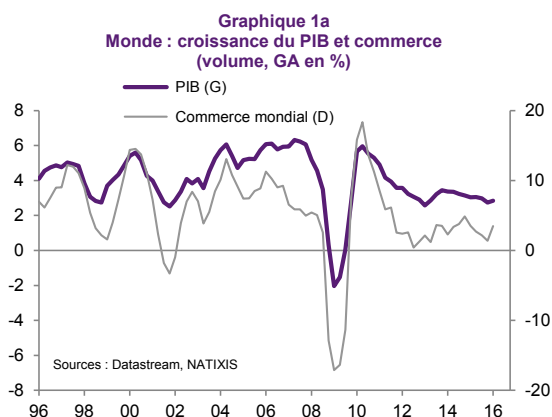
Patrick Artus

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

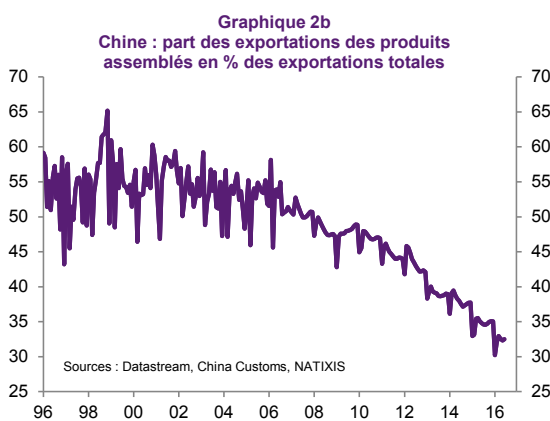
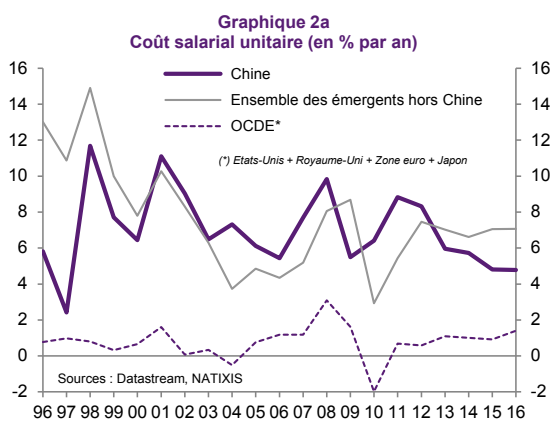
Diminution des liens entre pays (régions) par le commerce extérieur

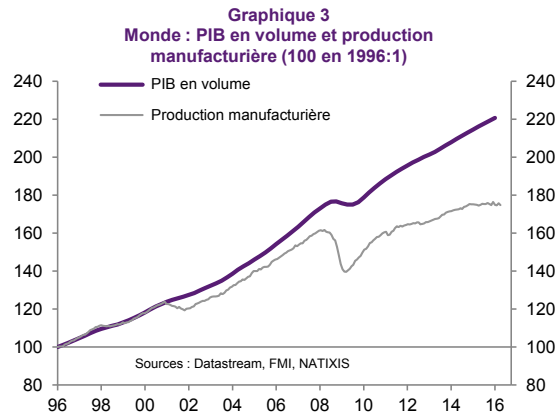
Le commerce extérieur mondial s'affaiblit en volume et recule en valeur (graphiques 1a/b).



Il y a donc de ce point de vue « déglobalisation ». On peut l'attribuer :

- à la perte de compétitivité-coût de la Chine et des autres pays émergents (graphique 2a), qui conduit à la « déségmentation des chaînes de valeur » (l'incitation à réaliser dans les pays émergents une partie des processus productifs est réduite). Le graphique 2b montre le recul des exportations de produits assemblés (processed exports) en Chine.
- au passage à des modèles de croissance domestique avec des économies qui sont de plus en plus des économies de services (graphique 3).

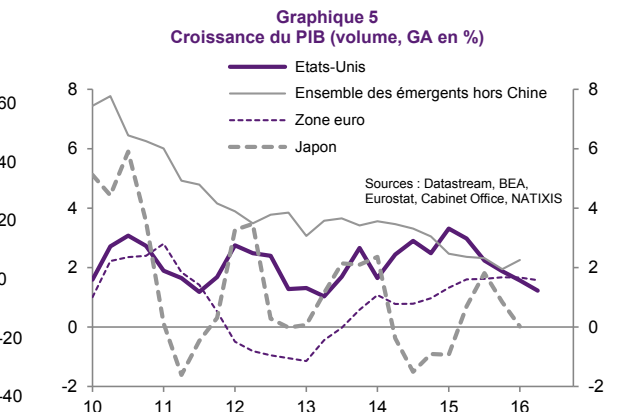
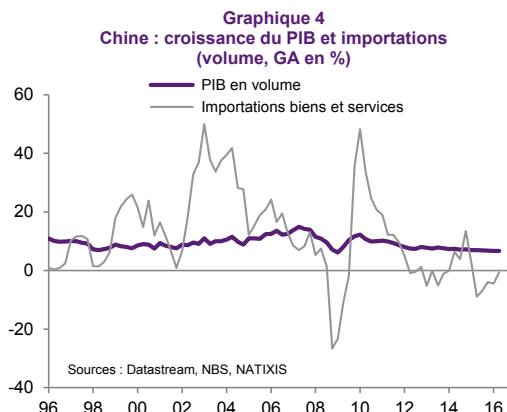




Ceci implique que les pays (régions) peuvent avoir **des croissances du PIB fortes sans croissance des importations** (le **graphique 4** montre l'exemple de la Chine, le **graphique 1a** plus haut montre le cas de l'ensemble des pays).

L'affaiblissement du commerce extérieur implique que les cycles économiques des pays sont de moins en moins corrélés par les échanges commerciaux.

Le **graphique 5** montre les différences importantes entre les situations de croissance des États-Unis, des émergents hors Chine, de la zone euro et du Japon depuis 2010.

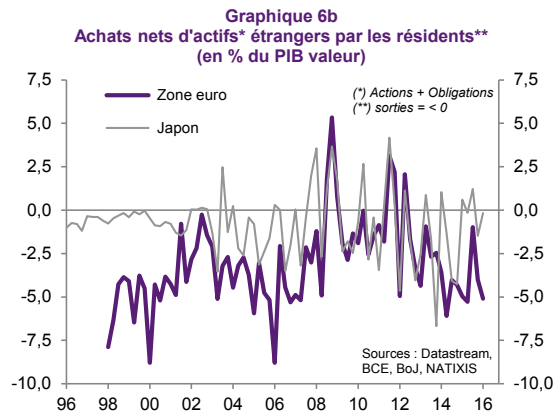
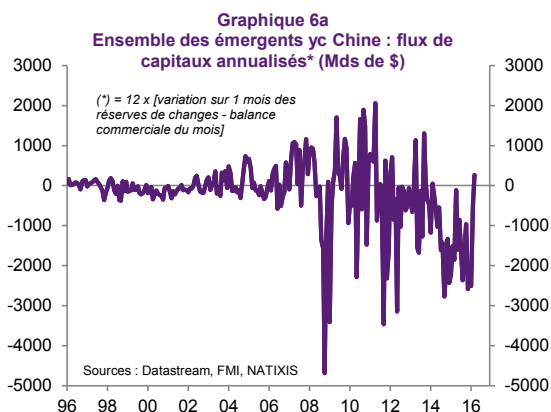


On peut ainsi avoir en même temps depuis 2014, ralentissement aux États-Unis et dans les émergents hors Chine, stagnation au Japon, accélération de la croissance dans la zone euro.

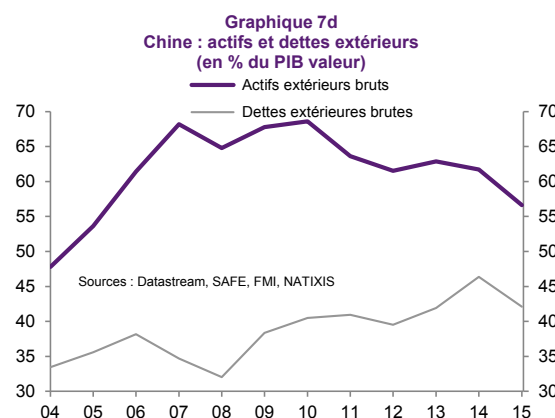
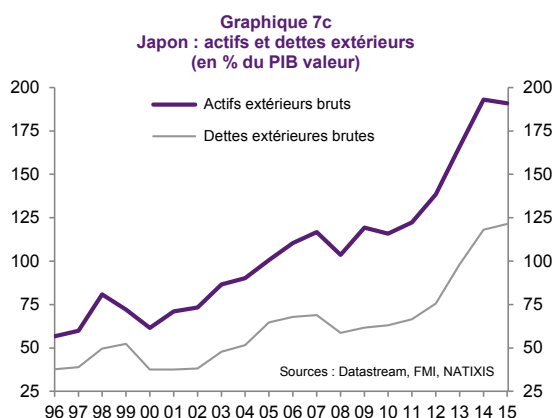
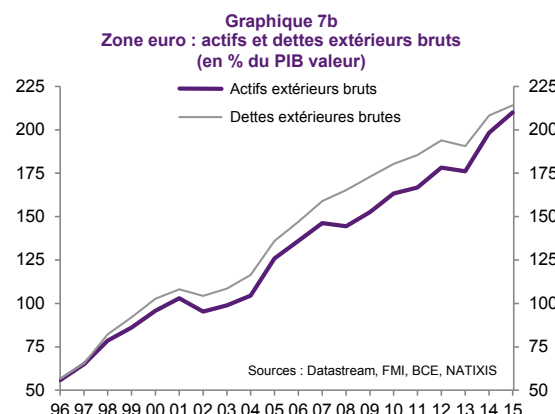
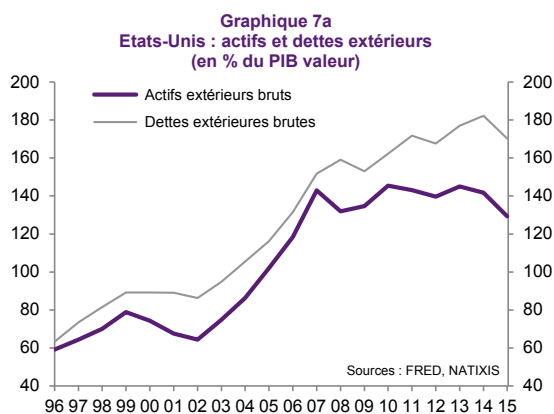
Au contraire, renforcement des liens financiers entre les pays (régions)

On a observé depuis les années 1990 **une hausse de la taille des flux de capitaux entre les pays (régions), une hausse en conséquence de la taille des actifs et des dettes extérieurs bruts.**

Le **graphique 6a** montre l'exemple des flux de capitaux vers les pays émergents, le **graphique 6b** celui des achats d'actions et obligations étrangères dans la zone euro et au Japon.



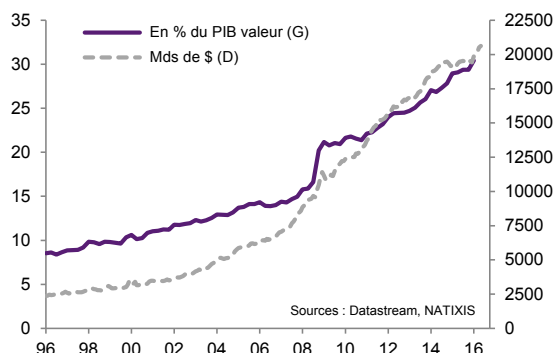
Les graphiques 7a/b/c/d montrent les actifs et les dettes bruts extérieurs des États-Unis, de la zone euro, du Japon de la Chine, dont la taille est en forte hausse.



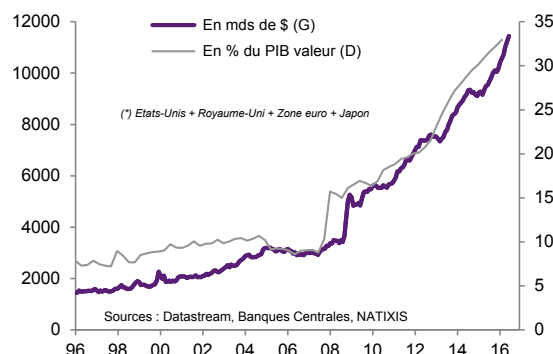
Ce développement considérable des échanges financiers internationaux est lié :

- à la libéralisation financière (suppression des contrôles des capitaux) ;
- aux politiques monétaires très expansionnistes (graphiques 8a/b), l'excès de liquidité alimentant les flux de capitaux.

Graphique 8a
Monde : base monétaire



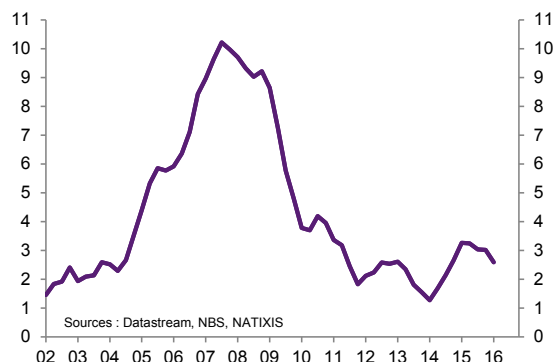
Graphique 8b
OCDE*: base monétaire



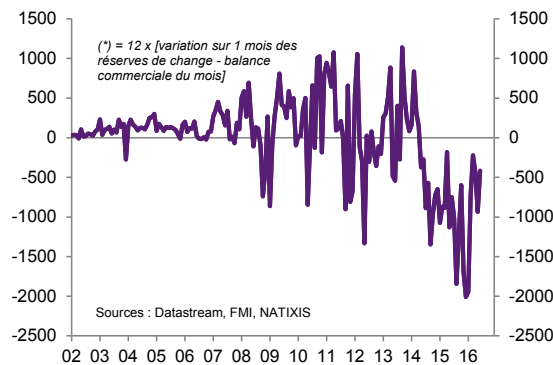
La transmission des chocs économiques se fait donc de plus en plus par les flux de capitaux internationaux, ce qui conduit :

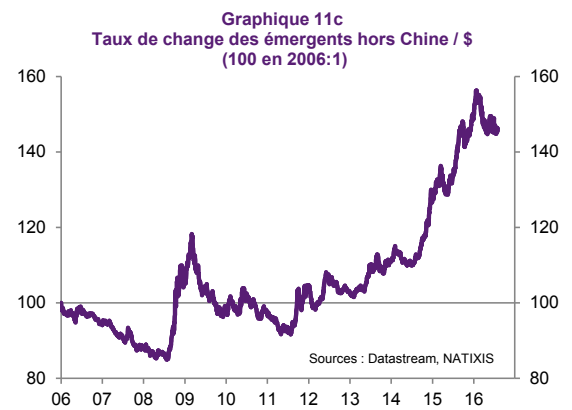
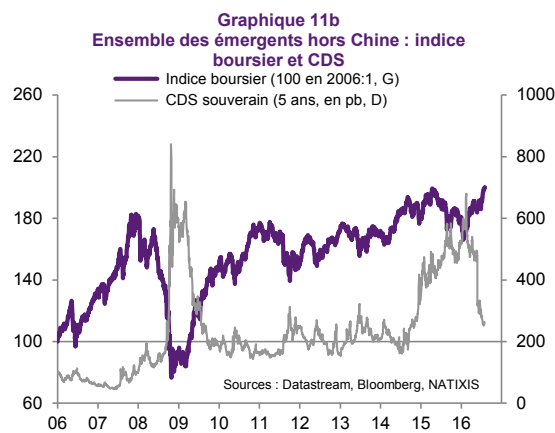
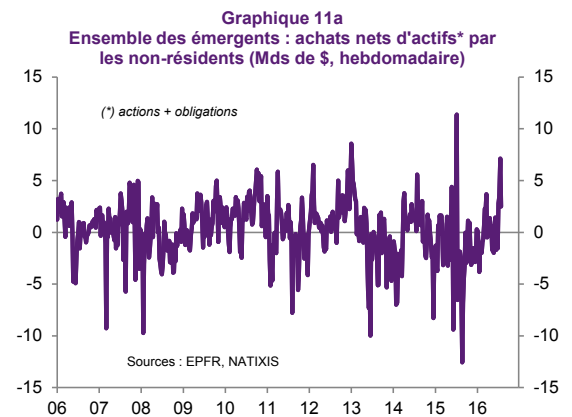
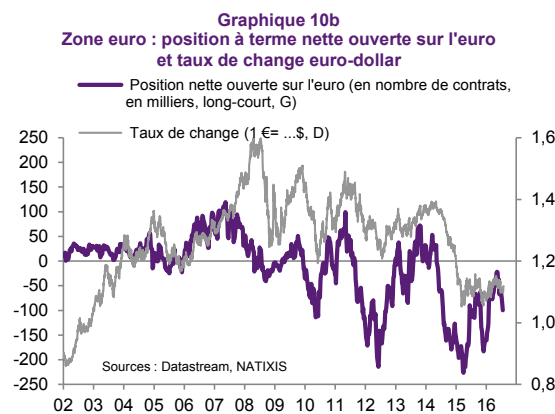
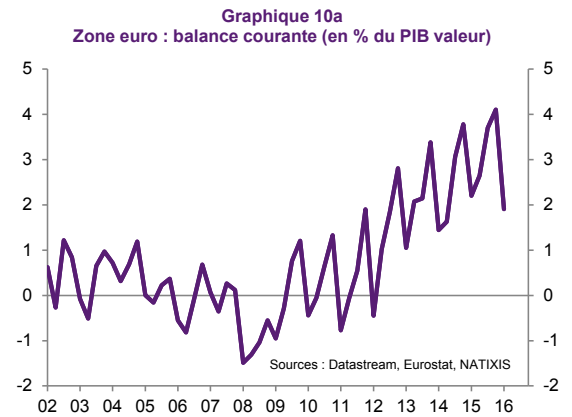
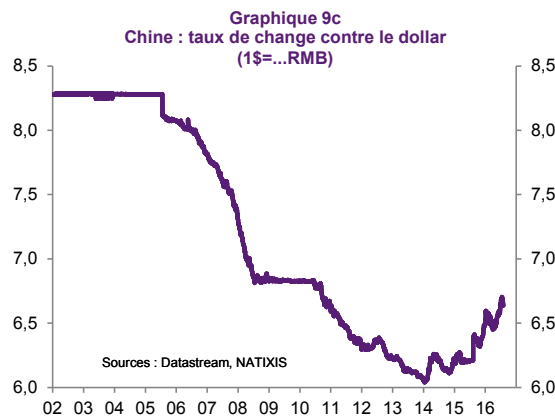
- à des évolutions des taux de change qui n'ont plus de rapport avec celles des compétitivités-coûts ou des balances courantes. Les graphiques 9a/b/c et 10a/b montrent les exemples de la Chine et de la zone euro dans la période récente où, malgré l'excédent de la balance courante il y a eu dépréciation du change en raison de l'importance des sorties de capitaux ;
- à une volatilité excessive des taux de change ou des prix des actifs financiers, en réponse à celle des flux de capitaux. Les graphiques 11a/b/c montrent l'exemple récent des pays émergents hors Chine. De 2013 à 2015, il y a eu en moyenne sorties de capitaux, d'où dépréciation très forte du taux de change, recul des cours boursiers et hausse des primes de risque sur les dettes souveraines ; depuis le début de 2016 on voit brutalement les évolutions opposées.

Graphique 9a
Chine : balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 9b
Chine : flux de capitaux annualisés* (Mds de \$)





Synthèse : des relations économiques internationales dominées par les flux financiers et plus par les flux de commerce sont dangereuses

Nous avons vu l'affaiblissement des flux de commerce extérieur entre les régions, et le développement considérable des flux de capitaux, des dettes et actifs extérieurs bruts.

L'intégration du Monde est donc de plus en plus financière et de moins en moins commerciale ce qui nous paraît dangereux :

- les mouvements des taux de change ne corrigent plus les déséquilibres extérieurs, donc les anomalies en termes de compétitivité-coût ou d'épargne ;
- le triangle d'incompatibilité (le trilemme) ne fonctionne plus.

On pensait qu'il fallait choisir deux parmi trois objectifs :

- **politique monétaire indépendante** (ayant des objectifs domestiques) ;
- **taux de change fixes** ;
- **libre circulation internationale des capitaux**.

Les taux de changes fixes ont donc été condamnés par le passage à la libre circulation des capitaux. Mais ce qui précède montre que le choix présent (**politique monétaire indépendante, taux de change flexibles, libre circulation des capitaux**) devient aussi **déstabilisant** avec la taille croissante des flux de capitaux et des variations induites des taux de change.

Puisqu'il est peu probable que la taille de la liquidité mondiale diminue, **la question de la réduction de la volatilité internationale des capitaux** (contrôles des capitaux, taxe sur les transactions financières) **est donc posée**.