



HAL
open science

Les dangers du carry-trade : le cas du Brésil depuis la crise des subprimes

Mylène Gaulard

► **To cite this version:**

Mylène Gaulard. Les dangers du carry-trade : le cas du Brésil depuis la crise des subprimes . Économie appliquée : archives de l'Institut de science économique appliquée, 2011. halshs-01811574

HAL Id: halshs-01811574

<https://shs.hal.science/halshs-01811574>

Submitted on 13 Jun 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Mylène Gaulard

Enseignant-chercheur en économie internationale, ISTOM, Ecole d'ingénieur en agro-développement international, Cergy-Pontoise

Chercheur associé au CEPN, Centre d'Economie de l'université Paris Nord

mylene.gaulard@gmail.com

Les dangers du *carry-trade* : le cas du Brésil depuis la crise des *subprimes*

Résumé :

Depuis la dernière crise économique mondiale, le Brésil est directement impliqué dans une stratégie de *carry-trade* car l'afflux massif d'investissements de portefeuille ainsi que la hausse de l'endettement extérieur privé depuis la deuxième moitié de la décennie 2000 sont renforcés par la création monétaire de la FED. Or, ces capitaux spéculatifs ont non seulement tendance à apprécier la monnaie brésilienne, mais ils sont aussi extrêmement volatiles, et leur départ risquerait de provoquer un éclatement des bulles spéculatives qu'ils ont contribué à former.

The dangers of the carry-trade : the case of Brazil since the subprime crisis

Abstract :

Since the last world economic crisis, Brazil is directly involved in a carry-trade strategy because the growing flows of portfolio investments as well as the rise of the private external debt since the second half of the 2000's are strengthened by the FED's monetary creation. This "*hot money*" not only tends to appreciate the real, but it is also extremely volatile, and its departure could provoke a burst of the speculative bubbles it has contributed to form.

Les dangers du carry trade : le cas du Brésil depuis la crise des subprimes

Introduction :

Le Brésil sort de la dernière crise économique mondiale avec un taux de croissance du PIB élevé, de 7,5% en 2010, taux qu'il n'avait pas atteint depuis 25 ans. La nouvelle Présidente, Dilma Rousseff, bénéficie a priori des meilleures conditions pour poursuivre la politique économique de Lula, du Parti des Travailleurs (PT), et pour faire reconnaître le Brésil comme une puissance émergente à prendre autant en considération sur la scène internationale que la Chine. Cependant, cette vision très optimiste de la situation brésilienne ne doit pas faire perdre de vue les difficultés qui subsistent aujourd'hui, et notamment celles que les derniers bouleversements mondiaux engendrés par la crise des subprimes ont accentuées.

Cet article cherchera à mettre l'accent sur le phénomène de « *carry-trade* » que la crise a considérablement stimulé. Le *carry-trade* est une stratégie spéculative qui consiste à réaliser des emprunts dans des pays où les taux d'intérêt sont faibles, pour placer ensuite ces capitaux dans ceux où les taux sont élevés. Suite à la crise des subprimes, l'Europe et les Etats-Unis ont ainsi fortement baissé leurs taux, ce qui encourage les spéculateurs à emprunter en dollars et en euros (les « monnaies d'emprunts »), et explique les flux massifs de capitaux s'orientant actuellement vers une poignée de pays émergents comme le Brésil, la Turquie, l'Inde, la Chine ou l'Afrique du Sud. En raison de ce *carry-trade*, le Brésil doit faire face à une forte appréciation de sa monnaie, et cette évolution inquiète sérieusement le gouvernement brésilien qui cherche à maîtriser les flux entrants de capitaux, notamment par l'instauration en 2009 d'une taxe sur les opérations financières (*Imposição das operações financeiras*, IOF).

Après avoir dans un premier temps exposé les raisons précises de ce *carry-trade* et de l'attraction vers le Brésil des capitaux spéculatifs, nous insisterons sur les fragilités engendrées par ces entrées massives de capitaux, et évoquerons le retour probable d'une crise financière si le gouvernement ne parvient pas à mieux maîtriser la situation. Enfin, notre analyse portera plus précisément sur le gonflement des bulles spéculatives encouragé par ce phénomène, ainsi que sur les risques d'éclatement de la bulle immobilière brésilienne qu'un débouclage du *carry-trade* pourrait engendrer.

I. Le Brésil, nouvelle cible du carry-trade

A. L'actualité du carry-trade

1. Un petit historique du carry-trade

Le *carry-trade* est une stratégie spéculative déjà présente au début du vingtième siècle, les capitaux quittant alors les pays à fort taux d'épargne, comme la France et le Royaume Uni, pour s'orienter vers des économies en besoin de financement, proposant des taux d'intérêt élevés, comme les Etats-Unis, la Russie, le Japon ou l'ensemble de l'Amérique latine [Brown B. (2008)]. Jusqu'à la décennie 1970, grâce à l'équilibre des balances des transactions courantes, dans un contexte de changes fixes depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'économie mondiale ne fait plus face à des mouvements de *carry-trade* significatifs. Il faut attendre la décennie 1980, et l'orientation massive de l'épargne mondiale vers les Etats-Unis afin de financer le lourd déficit commercial américain, pour que le *carry-trade* connaisse une nouvelle vigueur, encouragé par le processus de libéralisation financière de l'époque. Durant la décennie 1990, les spéculateurs profitent des taux d'intérêt très bas du Japon pour y emprunter des sommes importantes, dans l'objectif de placer ces capitaux aux Etats-Unis ainsi que dans plusieurs pays en développement essentiellement situés en Asie.

Suite aux crises financières rencontrées par les pays émergents dès le milieu de la décennie 1990 (au Mexique en 1994, en Asie du sud-est en 1997, ou en Argentine en 2001), crises provoquées par des retraits massifs de capitaux étrangers, le *carry-trade* va s'appuyer, jusqu'à la crise des subprimes, sur le yen et le franc suisse comme monnaies d'emprunt, et utiliser comme devises cibles le dollar australien, le dollar néo-zélandais, la livre-sterling, la livre turque, le kroner islandais, et le real brésilien [Galati G., Heath A. et Mac Guire P. (2007)].

2. Un phénomène renforcé depuis la crise des subprimes

Depuis la crise des subprimes, le dollar se substitue de plus en plus au yen dans le rôle de monnaie d'emprunt internationale. En effet, la politique de « *quantitative easing* » de la Réserve Fédérale Américaine, visant à fournir de nouvelles liquidités au marché en échange de titres financiers, est à l'origine de la création de 1700 milliards de dollars depuis 2008, accompagnant des taux d'intérêt très faibles. En novembre 2010, la deuxième vague d'achats de titres publics par la FED prévoit d'émettre à nouveau 600 milliards de dollars, somme qui s'orientera majoritairement, comme c'est déjà le cas actuellement dans un contexte de libre circulation des capitaux, vers les pays proposant les taux d'intérêt les plus élevés et dont la monnaie s'apprécie.

Tableau 1: Taux directeurs des principales banques centrales

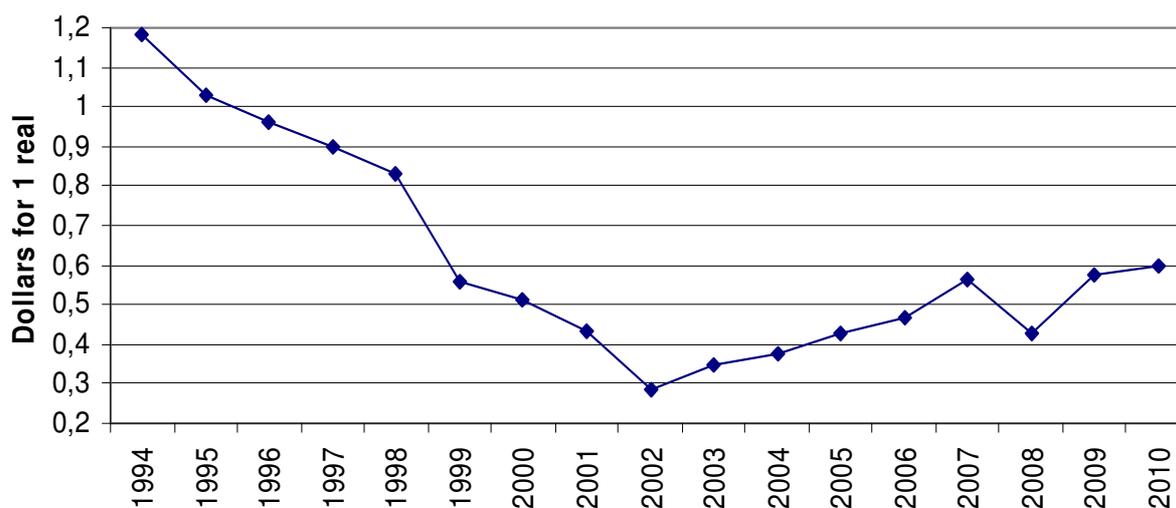
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Taux réel (Taux nominal - inflation)
						(Juin)	Juin 2011
Japon	0,25	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Etats-Unis	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	-3,309
Royaume-Uni	5	5,5	2	0,5	0,5	0,5	-3,2
Zone euro	3,5	4	2,5	1	1	1,25	-1,45
Turquie	17,5	15,75	15	6,5	1,5	1,5	-4,736
Australie	6,25	6,75	4,25	3,75	4,5	4,75	1,55
Afrique du Sud	9	11	11,5	7	5,5	5,5	0,383
Chine	6,12	7,47	5,31	5,31	5,81	6,31	-0,09
Indonésie	9,75	8	9,25	6,5	6,5	6,75	1,21
Inde	7,25	7,75	6,5	4,75	6,25	7,5	-1,121
Russie	11	10	13	8,75	7,75	7,75	-2,244
Brésil	13,25	11,25	13,75	8,75	10,75	12,5	5,8

Source : Gecodia, taux en fin de période

Selon l'Institute of International Finance (IIF), les pays émergents ont pour cette raison vu affluer chez eux 908 milliards de dollars en 2010 (42% de plus qu'en 2009) [Suttle P. (2010)]. Ces pays, comme le Brésil, l'Afrique du sud, la Russie ou l'Inde, apparaissent d'autant plus attractifs aujourd'hui que la crise expérimentée dans les pays développés dégrade considérablement le niveau du risque pays de ces derniers et leur évaluation par les agences de notation. La Chine, l'Inde et le Brésil sont aujourd'hui notés A3 pour leur risque pays, ce qui est davantage que la Grèce et l'Irlande (A4) ou que l'Espagne et le Portugal (A3, avec « surveillance négative »).

Cette évolution n'est évidemment pas sans conséquences sur le niveau des taux de change [Kaltenbrunner A. (2010)], notamment dans les pays qui, contrairement à la Chine, ne cherchent pas à maîtriser l'appréciation de leur monnaie. Ainsi, alors que le real s'est apprécié de 40% face au dollar depuis 2008 (Figure 1), cette appréciation est renforcée par les entrées de capitaux spéculatifs. Les opérations de *carry-trade* apparaissent alors d'autant plus rentables que les spéculateurs profitent non seulement des taux d'intérêt élevés des devises cibles, mais aussi de l'appréciation de celles-ci.

Figure 1 : Taux de change real/dollar



Source : Ipeadata

B. Le Brésil, un pays attrayant pour les capitaux spéculatifs

1. Un différentiel de taux d'intérêt en faveur du Brésil et l'appréciation du real

Selon l'IIF, le Brésil a reçu 122 milliards de dollars de capitaux étrangers en 2010, sur les 220 milliards destinés à l'Amérique latine, ce qui est bien supérieur au déficit de 47 milliards de la balance des transactions courantes [Suttle P. (2010)]. Il est difficile d'estimer précisément le volume total des capitaux participant directement de l'activité de *carry-trade*, mais il est aujourd'hui évident que le niveau élevé de rémunération du capital proposé par le Brésil, conjugué à la possibilité d'emprunter des sommes importantes au Japon et aux Etats-Unis à des taux d'intérêt très faibles, est en grande partie responsable de l'entrée massive au Brésil d'investissements de portefeuille depuis 2006 [Grislain N. et Jacquet-Saillard F. (2008)], de la hausse des emprunts extérieurs et de celle des investissements directs étrangers [Fundap (2011)] souhaitant participer à cette activité spéculative sous les formes spécifiques que nous étudierons plus loin.

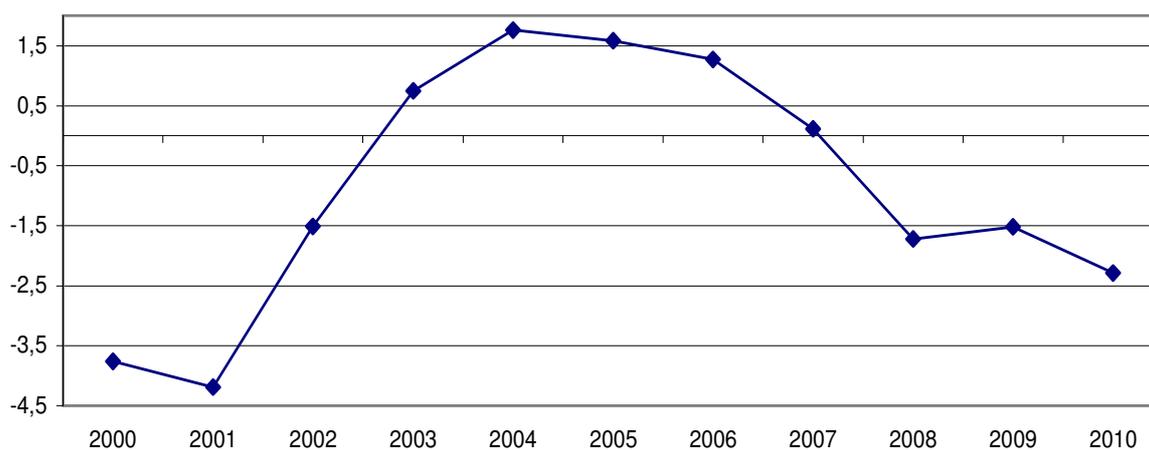
Le taux directeur de la banque centrale brésilienne atteint en juin 2011 12,5% (contre 10,25% en décembre 2010), l'un des taux les plus élevés au monde, alors qu'aux Etats-Unis et en Europe, ce taux est de respectivement 0,25 et 1,25% (Tableau 1). Ce qui explique le niveau aussi élevé du taux brésilien, c'est essentiellement la volonté de la banque centrale brésilienne de maîtriser l'inflation. En 2010, le retour d'une inflation à 5,9% a d'ailleurs poussé cette dernière à augmenter progressivement ses taux en 2011, et ce jusqu'à ce qu'une nouvelle politique de baisse des taux soit menée dès le mois de septembre lorsqu'il s'avéra que le pays

risquait de connaître un ralentissement économique en raison de la situation de crise internationale.

Evidemment, la flambée du cours des matières premières, de même que l'essor d'une vaste classe moyenne (la fameuse « classe C », dont les revenus sont compris entre 1115 et 4807 reais, c'est-à-dire entre 470 et 2029 euros, et comprenant 54% de la population brésilienne) sont les principaux facteurs responsables de la hausse des prix actuels. Cependant, nous pouvons constater un cercle vicieux dans lequel l'entrée massive de capitaux accroît considérablement la masse monétaire, stimule donc la hausse des prix, et de là, incite encore davantage la banque centrale à élever son taux directeur, ce qui attire à nouveau les capitaux spéculatifs etc.

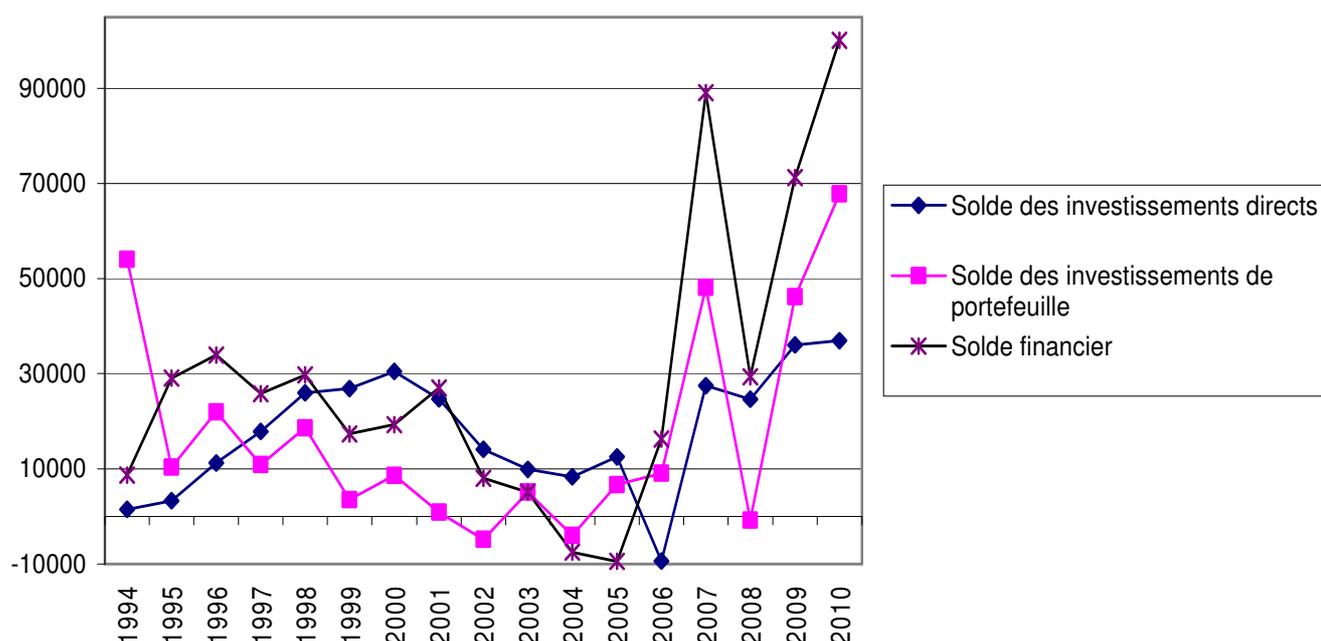
De même, l'appréciation de la monnaie brésilienne est essentiellement expliquée depuis 2004 par les entrées de capitaux étrangers, attirés par des taux d'intérêt élevés [Araujo E. et Leite M. (2009)] et par l'appréciation de la monnaie dont ils sont en partie responsables, ce qui révèle le cercle vicieux dans lequel est entré le Brésil durant la décennie 2000 : les taux d'intérêt élevés et l'appréciation du real attirent les capitaux spéculatifs qui à leur tour vont alors contribuer à maintenir ces taux élevés et à apprécier la monnaie brésilienne. En effet, si l'excédent de la balance des transactions courantes, de 2003 à 2007, a pu stimuler en partie cette appréciation, ce n'est plus le cas aujourd'hui, le déficit de la balance des transactions courantes atteignant 2,3% du PIB en 2010 (contre 1,5% en 2009) (Figure 2).

Figure 2 : Solde de la balance des transactions courantes (en % du PIB)



Source : Ipeadata

Figure 3 : Solde financier du Brésil, en millions de dollars



Source : Ipeadata

Ainsi, les investissements de portefeuille connaissent une forte croissance depuis 2005 (malgré leur chute en 2008), passant de 7 à 68 milliards entre 2005 et 2010 (entrées nettes de 8,5 et 71 milliards (Figure 3)). Les prêts externes augmentent aussi considérablement avec une dette extérieure brute de 350 milliards de dollars en 2010 (contre 280 milliards en 2009 et 190 milliards en 2005) [Iedi (2011)]. Observons que la hausse des investissements directs étrangers est également assez vive, les entrées d'IDE représentant 15 milliards de dollars en 2005 contre 50 milliards en 2010 (entrées nettes de 12,5 et 37 milliards durant ces deux années (Figure 3)), alors que ces derniers sont généralement considérés comme plus stables que les investissements de portefeuille, point sur lequel nous reviendrons par la suite et que nous remettons en question lorsque nous étudierons les nouvelles formes que prennent actuellement les IDE s'orientant vers le Brésil. Le compte financier, comprenant aussi bien le solde des investissements directs que celui des investissements de portefeuille et des emprunts extérieurs, est ainsi passé de -10 à 100 milliards de dollars entre 2005 et 2010 (Figure 3).

2. Le retour de la croissance

Outre des taux d'intérêt élevés et l'appréciation de la monnaie, les capitaux étrangers, spéculatifs ou non, sont également attirés depuis 2005 par le Brésil en raison de la reprise d'une croissance économique durable dans ce pays, croissance soutenue aussi bien par les politiques du gouvernement Lula que par la hausse mondiale du cours des matières premières.

L'excédent commercial, bien qu'il soit en baisse depuis 2006, atteint 20 milliards de dollars en 2010 ; la dette externe brute, publique et privée, ne représente plus que 20% du PIB (contre 45% en 2002), tandis que la dette publique totale n'est que de 40% du PIB (contre 60% en 2002) et le solde primaire de 2,78% ; enfin, la consommation est en forte croissance grâce à l'émergence d'une nouvelle classe moyenne, alors que l'inflation, inférieure à 6%, semble maîtrisée (et ce malgré une petite accélération observée récemment, avec une hausse des prix de 5,9% en 2010 contre 4,3% en 2009). Le salaire minimum est passé de 240 à 510 reais entre 2003 et 2010 ; de même, le taux de chômage a chuté, pour atteindre 7,5% en 2010 (contre plus de 10% au début de la décennie), alors que le travail informel représente aujourd'hui moins de 50% de la population active (contre plus de 60% durant les années 1990) [Gaulard M. (2011), p. 120].

Ce pays, dont 45% des exportations se composent de produits agricoles et miniers, profite pleinement d'un contexte international favorable dans lequel les cours du soja¹, du maïs et de la plupart des matières premières atteignent des sommets. Avec ses 7,5% de croissance obtenus en 2010, le pays apparaît comme une puissance émergente sûre pour les investisseurs, et ce d'autant plus qu'une possible baisse du cours des matières premières n'est pas encore envisagée. Les fondamentaux du Brésil sont donc très satisfaisants, ce qui explique que les trois plus grandes agences de notation aient accordé au Brésil l'« *investment grade* », une notation qui certifie qu'il n'y a aucun risque à investir dans ce pays actuellement [Bello T. (2010)].

Pour illustrer cette confiance accordée au Brésil, notons que selon la banque HSBC, le real est la quatrième monnaie dans laquelle le Japon possède le plus d'investissements, après le dollar américain, le dollar australien et l'euro. Cependant, alors que l'euro et le dollar américain sont devenues des monnaies d'emprunt, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt offerts dans ces deux zones, le real comme le dollar australien restent depuis la crise des *subprimes* parmi les principales devises cibles des *carry-traders*.

3. *Les effets bénéfiques supposés du carry-trade*

Avant d'examiner les fragilités engendrées par le *carry-trade*, il est important de revenir sur ses effets bénéfiques, et sur les raisons pour lesquelles un organisme comme l'Institute of

¹ Le soja, les minerais de fer, la viande, le pétrole brut, le sucre et ses dérivés (notamment le bioéthanol), représentent 43,4% des exportations brésiliennes, contre 27% en 2004 (*Valor Econômico*, 11 janvier 2011)

International Finance (IIF) reproche au Brésil d'avoir adopté sa taxe sur les opérations financières².

Selon l'IIF, plutôt que de taxer les entrées de capitaux, le Brésil devrait continuer à encourager l'entrée de capitaux étrangers sur son territoire. Effectivement, la monnaie brésilienne s'apprécie en raison de ce phénomène, ce qui augmente le pouvoir d'achat des Brésiliens et réduit le coût des importations. La désinflation importée [Ferrari F., Arestis P. and Paula L.F. (2009)] est d'autant plus souhaitée dans le cas du Brésil que le gouvernement craint plus que tout le retour d'une hyperinflation qui avant 1994 dépassait régulièrement les 1000% par an et entravait le développement de l'appareil productif. Cependant, comme nous l'avons déjà souligné, et nous y reviendrons plus précisément lorsque nous évoquerons le gonflement des bulles spéculatives au Brésil, ces entrées massives de capitaux font aussi grossir la masse monétaire et encouragent de cette manière la hausse des prix. D'où la volonté du gouvernement de limiter les entrées de capitaux spéculatifs.

Surtout, l'autre effet bénéfique du *carry-trade*, souvent mis en avant, pourrait être de fournir de nouvelles sources de financement à l'économie nationale. Néanmoins, comme l'observaient Manuel R. Agosin et Ricardo Ffrench Davis [1996, p. 184] pour l'Amérique latine de la décennie 1990, la plupart des investissements de portefeuille se réalisent sur le marché secondaire, ce qui ne provoque qu'un changement de propriétaires pour des titres déjà émis. Pire, ce financement extérieur est extrêmement volatile [Munhoz V. e Libânio G. (2009)], comme nous le montrerons ci-dessous, et il est d'autant plus dangereux lorsqu'il est à l'origine de la formation de bulles spéculatives dans la sphère immobilière et/ou financière, phénomène que nous analyserons dans la dernière partie de cet article.

II. Les fragilités structurelles engendrées par le carry trade

A. Les risques liés à l'appréciation du real

1. Un appareil productif de moins en moins compétitif

En taxant les entrées de capitaux depuis 2009, le gouvernement brésilien cherche à contrer la perte de compétitivité de l'appareil productif brésilien causée par une forte appréciation du real depuis 2003. Ce n'est pourtant que depuis la deuxième moitié de la décennie 2000 que nous pouvons réellement faire porter la responsabilité de cette appréciation sur le phénomène de *carry-trade*. Jusque là, Bresser Pereira [2008] accusait surtout la

² Ramón Aracena, « Beefing up the arsenal against appreciation », Institute of International Finance, Washington, 21 janvier 2011

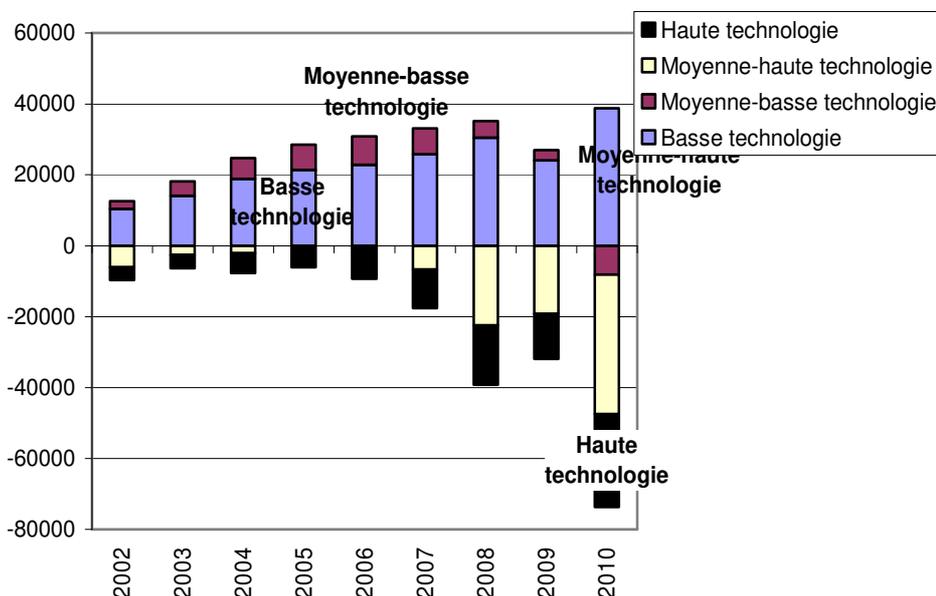
« maladie hollandaise³ », qui atteignait le Brésil comme de nombreux pays d'Amérique latine (et notamment, l'Argentine), c'est-à-dire la spécialisation du Brésil sur le secteur des matières premières aux dépens de l'industrie, d'être à l'origine d'un relatif abandon de l'industrie brésilienne.

Le pays est effectivement entré dans une phase de « désindustrialisation » depuis la fin de la décennie 1990, phénomène encouragé par la forte hausse, à l'échelle internationale, du cours des matières premières. En 2000, la part des produits manufacturés et semi-manufacturés dans les exportations brésiliennes était de 74%, mais ils n'en représentent plus aujourd'hui que 55%. Rien qu'entre 2006 et 2008, la valeur des exportations a beaucoup progressé (+ 27,5%), alors qu'en volume, la hausse de celles-ci n'était que de 2,3% [Gaulard M. (2011), p.84]. Cette évolution est la conséquence d'une valeur croissante des produits de base (+ 43,4% entre ces deux années), et de la forte augmentation du prix des matières premières sur la scène internationale depuis le milieu de la décennie 2000. L'excédent de la balance des transactions courantes obtenu de 2003 à 2007 grâce à cette évolution fut responsable d'une appréciation du real pénalisant la compétitivité internationale de l'appareil productif brésilien et l'épanouissement de celui-ci [Sonaglio C et Zamberlan C. (2010)].

Alors que le solde commercial de l'industrie était de 24 milliards de dollars en 2004, le déficit atteint 35 milliards en 2010, et pour les produits de haute et de moyenne-haute technologie, la situation est même pire, le déficit y étant de 65 milliards de dollars (Figure 4). La part de l'industrie de transformation dans le PIB a ainsi chuté, de 36% en 1985 à 15,5% en 2009, et la valeur ajoutée de cette dernière ne s'est accrue annuellement que de 3% entre 2000 et 2008, alors qu'en Chine, en Inde, et en Russie, cette croissance était bien supérieure (respectivement de 11,5%, 7,2% et 6%) [Gaulard M. (2011), p.106]. En 2010, l'excédent commercial du Brésil atteint toujours 20 milliards de dollars, mais il est surtout le résultat du solde positif obtenu dans le commerce des produits agricoles et miniers, représentant 70% de cet excédent, et le pays peut de moins en moins être considéré comme une grande puissance industrielle compétitive sur le plan international.

³ La maladie hollandaise fait référence à la désindustrialisation des Pays-Bas durant la décennie 1960, causée par la découverte de gigantesques gisements gaziers en mer du Nord. En effet, l'exportation massive de gaz est à l'origine d'une forte appréciation de la monnaie, d'une hausse des salaires, et d'un déplacement de la main d'œuvre vers ce secteur, ce qui pénalise l'industrie nationale.

Figure 4 : Solde commercial industriel du Brésil
(selon l'intensité technologique⁴ des biens manufacturés échangés,
en millions de dollars)



Source : IEDI

2. Une désindustrialisation renforcée par le carry-trade

Depuis 2007, le solde de la balance des transactions courantes est négatif (Figure 2), et ne porte donc plus l'entière responsabilité de l'appréciation du real. Les entrées massives de capitaux ont en effet pris le relais, et en cela peuvent donc être considérées comme la principale cause de l'appréciation de la monnaie brésilienne [Bello T. (2010)] et de la perte de compétitivité de l'industrie nationale.

Par ailleurs, même si ces capitaux offrent de nouvelles sources de financement à l'économie brésilienne et à son appareil productif, ils sont responsables d'une hausse de la masse monétaire et de la décision prise par la banque centrale brésilienne, depuis le début de l'année 2011, d'augmenter les taux d'intérêt afin de remédier à la hausse des prix. Dans l'objectif de limiter l'appréciation du real provoquée par ces entrées de capitaux, observons aussi que la banque centrale achète régulièrement des dollars sur le marché des changes, ce qui accroît encore davantage la masse monétaire et l'oblige de nouveau à élever les taux d'intérêt, qui sont déjà

⁴ Haute intensité technologique : aéronautique, informatique, radiotéléphonie, pharmaceutique. Moyenne-haute intensité technologique : biens d'équipement électriques, cellulose et fabrication de papier, produits chimiques, équipement automobile. Moyenne-basse intensité technologique : cuir, plastique, métallurgie basique. Basse intensité technologique : industries extractives, produits alimentaires et boissons, textile, bois et meubles.

parmi les plus élevés au monde⁵. Or, le taux directeur, atteignant 12,5% en juin 2011, s'accompagne de spreads bancaires avoisinant les 30%, ce qui pénalise l'investissement non seulement en élevant la charge de la dette des entreprises, mais également en limitant l'offre de crédit : le volume du crédit correspondait à 80% du PIB en 1976, contre 35% en 2009 [Gaulard M. (2011), p.109], ce qui explique en partie que le taux de formation brute de capital fixe reste inférieur à 20%, contre 45% en Chine.

En raison des conditions de rémunération attractives de la sphère financière, on observe que même les grandes entreprises nationales et étrangères développent progressivement une activité financière, délaissant les activités productives beaucoup moins rémunératrices : en 2009, 53% des recettes des 503 plus grandes entreprises brésiliennes proviennent du secteur financier. Ce comportement spéculatif est encore plus flagrant dans le cas des banques, qui abandonnent peu à peu leur rôle de financement de l'économie pour se recycler dans la spéculation et l'achat de bons du trésor, beaucoup plus rentables : alors qu'en 1994 les revenus liés à la détention de bons du Trésor correspondaient à 4% des recettes des banques, cette part atteint 55% en 2009 [Gaulard M. (2011), p.110].

B. Les dangers liés à l'instabilité des mouvements de capitaux

1. La nécessité d'une balance financière positive et le rôle des IDE

L'abandon relatif et la faible compétitivité de l'industrie brésilienne est responsable d'une augmentation constante, depuis 2005, du déficit commercial pour les produits industriels, risquant de déboucher prochainement sur une balance commerciale déficitaire (malgré le gonflement de l'excédent obtenu dans l'agro-négoce, atteignant 76,4 milliards de dollars en 2010). Cette évolution ne ferait que peser encore davantage sur le déficit de la balance des transactions courantes, qui se creuse de plus en plus depuis 2008, s'élevant à 47,5 milliards de dollars en 2010 (contre 24,3 milliards en 2009).

Si la balance commerciale est aujourd'hui encore positive, il n'en est pas de même du solde des revenus et services, qui atteint un déficit de 70,6 milliards de dollars en 2010. Ce déficit est le résultat d'une hausse des rapatriements de profits et de dividendes, ainsi que d'un déficit dans le secteur des services lié aux dépenses des Brésiliens en voyages extérieurs, aux

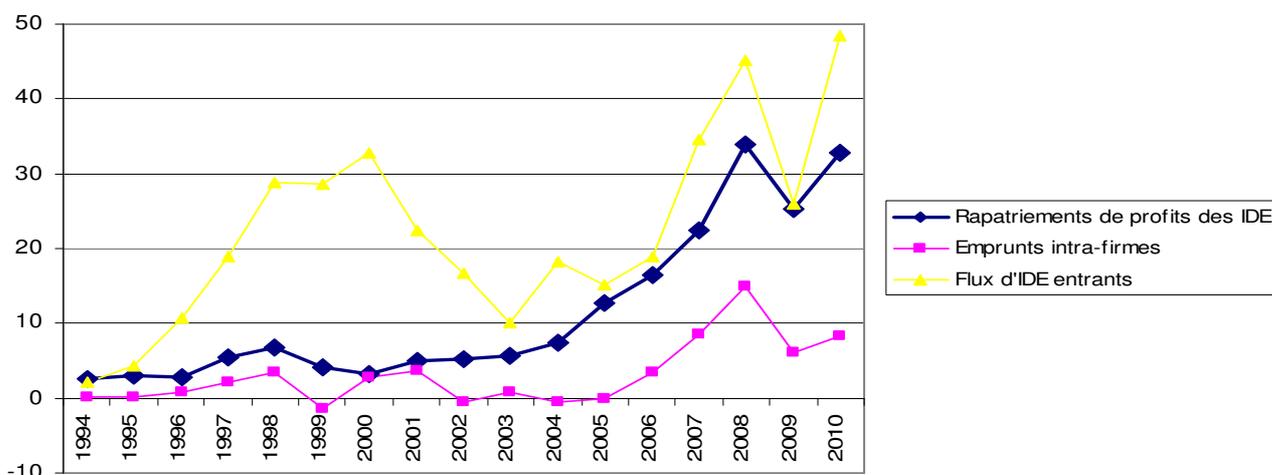
⁵ Cette politique de la banque centrale est aussi néfaste, car elle creuse l'écart entre les taux d'intérêt internes et les faibles taux obtenus sur les réserves internationales possédées par la banque centrale, ce qui diminue relativement les recettes de celle-ci [Griffith Jones S. (1998), p.145]. En conséquence de la faiblesse des taux américains et de la dépréciation du dollar, la rémunération des réserves de la Banque centrale est de 34% inférieure en 2009 à ce qu'elle était en 2008. Selon la banque Itaú Unibanco, les pertes sont évaluées à 25 milliards de dollars entre octobre 2009 et septembre 2010 [Gaulard M. (2011), p.95].

royalties, aux services d'ingénierie, aux honoraires des professions libérales etc. Sur ces 70,6 milliards de déficit, 31 milliards proviennent du déficit dans le secteur des services (contre 19 milliards en 2009), et le reste, des envois vers l'étranger des revenus, profits, dividendes, et intérêts.

Afin de n'avoir pas à puiser dans les réserves de change de la banque centrale, il est donc nécessaire d'obtenir une balance financière positive pour équilibrer la balance des paiements. Les investissements directs étrangers ont ainsi augmenté, de 15 milliards de dollars en 2005 à 50 milliards en 2010, ce qui couvre tout juste le déficit de la balance des transactions courantes. Néanmoins, les taux d'intérêt élevés ainsi que le processus de désindustrialisation auquel se confronte le Brésil contribue à limiter les entrées d'IDE, et ces derniers sont composés de plus en plus de prêts intra-firmes, correspondant à 23% des IDE en 2009, contre 0% en 2005 (données d'Ipeadata) (Figure 5).

Les firmes étrangères profitent donc également de l'activité de *carry-trade*, grâce à des emprunts effectués dans des pays à faibles taux d'intérêt et à leurs placements sur le territoire brésilien [Fundap (2011)] ; or, contrairement aux prises de participation dans le capital des entreprises, ces prêts intra-firmes sont extrêmement volatiles et pourraient connaître une chute très vive en cas de « débouclage » du *carry-trade* [Bello T. (2010)]. Surtout, le remboursement de ces emprunts accompagne des rapatriements de profits croissants de la part des firmes étrangères, et pèse donc à terme sur le solde de la balance des transactions courantes.

Figure 5 : Rapatriements de profits et emprunts intra-firmes des investissements directs étrangers (en milliards de dollars)

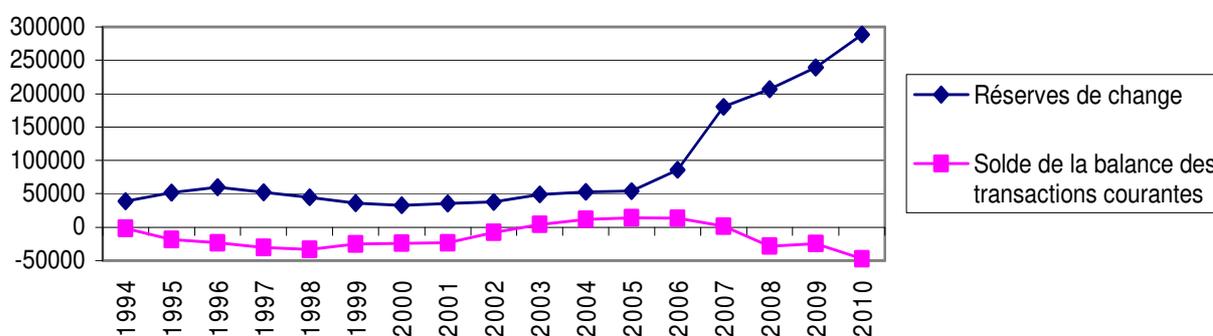


Source : Banco Central

2. Les risques de débouclage du carry-trade

Au sein de cette balance financière, les investissements de portefeuille, souvent considérés comme plus volatiles que les IDE [Brown B. (2008), p.183-184], connaissent une forte croissance, passant de 0 à 70 milliards de dollars entre 2005 et 2010 (Figure 3). Ils sont même en voie de dépasser durablement les IDE, phénomène qui ne s'était pas rencontré au Brésil depuis la deuxième moitié de la décennie 1990. Cette hausse des investissements de portefeuille est directement le résultat de l'activité de *carry-trade*, et ressemble beaucoup à la situation à laquelle s'est confrontée l'Asie du sud-est en 1997 [Griffith Jones S. (1998)].

Figure 6 : Réserves de change et solde de la balance des transactions courantes
(en millions de dollars)



Source : Ipeadata

Une hausse des taux d'intérêt dans les pays développés pourrait engendrer un débouclage du *carry-trade*, ce qui rendrait plus difficile l'équilibre de la balance des paiements par le biais d'une balance financière positive, et provoquerait une crise financière en raison du retrait massif des capitaux étrangers. Actuellement, ce risque paraît pourtant peu probable, car les réserves de change de la banque centrale atteignent des sommets : en 1998, le déficit de la balance des transactions courantes représentait 75% des réserves de change internationales, alors qu'il n'en représente plus que 16,5% en 2010 (Figure 6). Ainsi, le Brésil présente une dette publique externe nette négative, c'est-à-dire que le pays possède davantage de créances extérieures que les investisseurs étrangers n'ont de créances publiques brésiliennes. On peut donc envisager qu'en cas de débouclage du *carry-trade* la banque centrale utiliserait ces réserves de change pour équilibrer la balance des paiements [Bello (2010)].

Un tel débouclage serait aussi à l'origine d'une dépréciation du real, mais en raison de la désindustrialisation actuelle, le pays ne retrouverait pas forcément sur le court terme un excédent de la balance des transactions courantes. Aujourd'hui, les principales importations du Brésil sont des biens de consommation durables, des combustibles ou des intrants industriels, alors que les

importations de biens d'équipement, indispensables à l'appareil productif brésilien, connaissent une moindre progression depuis la décennie 2000 : selon les données d'Ipeadata, les importations de biens de consommation durables ont été multipliées par 6 depuis 2005, alors que celles de biens d'équipement, essentiels au développement de l'appareil productif, n'ont fait que tripler. La hausse des importations de produits semi-manufacturés révèle également que les fournisseurs nationaux sont progressivement substitués par des fabricants étrangers [Bello T. (2010)], ce qui est encore un signe de la désindustrialisation du pays, ainsi que de sa vulnérabilité face à une variation du change (une dépréciation du real engendrerait une hausse du prix des importations, sans que celles-ci ne puissent être substituées par des produits nationaux).

Les réserves de change brésiliennes semblent protéger le pays de toute crise financière, et pourraient financer le déficit de la balance des transactions courantes en cas de fuite des capitaux. Cette hypothèse est pourtant valable uniquement si ce déficit se maintient à des niveaux inférieurs aux réserves de change, situation qui pourrait se modifier du fait de la dégradation de l'appareil productif brésilien, c'est-à-dire dans le cas d'une chute du cours des matières premières ou d'une dépréciation brutale du real.

Le principal danger du *carry-trade* pour le Brésil n'est donc pas tant la volatilité des capitaux que la mauvaise orientation de ces derniers. S'ils n'encouragent pas la remontée de l'échelle industrielle brésilienne, nous verrons qu'ils contribuent surtout au gonflement de bulles spéculatives, sources de fortes instabilités qui pourraient remettre en cause la pérennité de la croissance brésilienne.

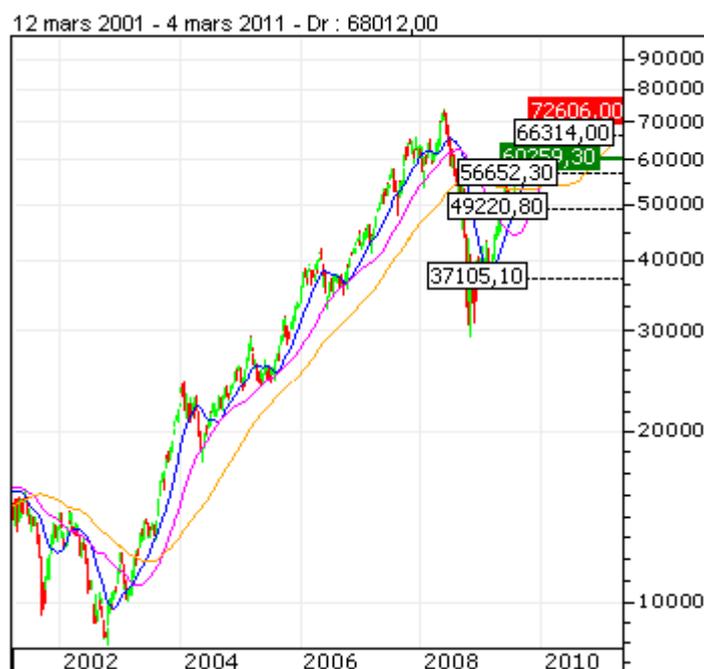
III. Le gonflement des bulles spéculatives

A. Un contexte national favorable au gonflement des bulles spéculatives

1. La hausse des prix de l'immobilier et la bulle financière

Malgré les flux importants de capitaux s'orientant vers le Brésil, il est essentiel de constater que le taux de formation brute de capital fixe reste toujours inférieur à 20% du PIB. Ces nouveaux financements ne permettent donc pas d'élever le taux d'investissement, et, comme nous l'avons analysé précédemment, ils accentuent même le processus de désindustrialisation par l'impact qu'ils ont directement sur le taux de change et indirectement sur le taux d'intérêt directeur (en raison de l'augmentation de la masse monétaire dont ils sont responsables, évolution que la banque centrale souhaite contrecarrer par une hausse des taux). Les capitaux entrants ne contribuent donc pas, dans leur grande majorité, à stimuler le processus d'accumulation brésilien, d'où la nécessité de s'interroger sur leur orientation afin de mieux comprendre les enjeux du *carry-trade*.

Figure 7 : Indice Bovespa



Source : Zonebourse

Observons dans un premier temps que le pays est actuellement confronté à une forte augmentation de ses cours boursiers. L'indice de la bourse de São Paulo, le Bovespa, s'est vu multiplier par sept depuis 2002 (Figure 7), ce qui ne peut se comprendre que par la formation d'une bulle financière. Le marché financier brésilien est aujourd'hui le quatrième au monde pour sa capitalisation boursière, mais contrairement aux places financières des pays développés, dans lesquelles plus d'une centaine d'entreprises occupent une place majeure, seules huit entreprises constituent 50% de la capitalisation boursière brésilienne, et l'éclatement de la bulle financière n'en pourrait être que plus violente pour ces dernières [Gamble W. (2011)]. Or, pour illustrer le poids des capitaux étrangers au sein du marché financier brésilien, il suffit d'observer que les investisseurs étrangers représentent aujourd'hui le tiers des opérations sur l'indice Bovespa de São Paulo [Iedi (2011)]. Les investissements de portefeuille affluant vers le Brésil sont donc partiellement responsables du gonflement des cours boursiers, et leur retrait massif constitue un danger évident pour le marché financier brésilien.

Pourtant, ce qui nous intéresse surtout ici, c'est le gonflement de la bulle immobilière brésilienne, car elle concerne directement plus de Brésiliens que la bulle financière, et sa formation, ainsi que son possible éclatement, risque de provoquer des conséquences beaucoup plus graves, concernant davantage de secteurs. Or, les capitaux étrangers participent de

plusieurs manières au gonflement de cette bulle, qu'il s'agisse d'un rôle direct par le biais des investissements directs, ou indirect par l'essor du crédit au secteur privé que la hausse des emprunts extérieurs permet. Concernant le rôle direct des IDE sur ce gonflement des prix, on assiste effectivement depuis trois ans à des flux importants d'investissements directs étrangers dans la sphère immobilière, flux contribuant à faire gonfler cette bulle : selon la SOBEET, Société Brésilienne d'Etudes des Entreprises Transnationales, les IDE dans le secteur de l'immobilier sont passés de 4,8 milliards de dollars en 2009 à 12 milliards en 2010.

D'après une enquête de l'Association des Investisseurs Etrangers dans le Secteur Immobilier⁶, le Brésil apparaît comme le pays émergent le plus prometteur en 2011, et se situe à la quatrième place des pays les plus attrayants au monde. Cependant, nous n'insisterons pas sur ce rôle des IDE, car le phénomène décrit ci-dessus ne participe pas directement de l'activité de *carry-trade* que nous souhaitons observer dans cet article, activité qui se caractérise par une instabilité des capitaux étrangers entrant sur le territoire, ce qui n'est pas forcément le cas des IDE se plaçant dans la sphère immobilière.

Il est difficile d'estimer l'évolution des prix de l'immobilier au Brésil, car les indicateurs créés dans cet objectif ne sont que très récents. Le gouvernement et l'IBGE, l'Institut Brésilien de Géographie et de Statistiques, cherchent d'ailleurs à mettre en place leur propre indicateur d'ici la fin de l'année. Pour l'instant, nous pouvons consulter l'indice du Bovespa et de la Fondation Getulio Vargas, l'IGMI-C⁷ (l'Indice Général du Marché Immobilier Commercial), pour analyser l'évolution des prix de l'immobilier commercial, ainsi que le Fipezap⁸, créé par la FIPE (Fondation Institut de Recherches Economiques), pour les prix de l'immobilier résidentiel dans les grandes agglomérations (mais uniquement depuis 2008). D'après ces indicateurs, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 80% en moyenne dans les grandes agglomérations du pays depuis 2008 (95% à São Paulo et 79% à Rio de Janeiro) (Figure 9). Quant à l'immobilier commercial, les prix se sont élevés de 280% depuis 2000 (Figure 8).

Cette évolution sur le marché immobilier, résidentiel et non résidentiel, ne peut s'expliquer uniquement par la croissance économique et l'augmentation de la masse salariale. En effet, depuis sept ans, l'Indice National du Coût de la Construction (INCC) s'est élevé de

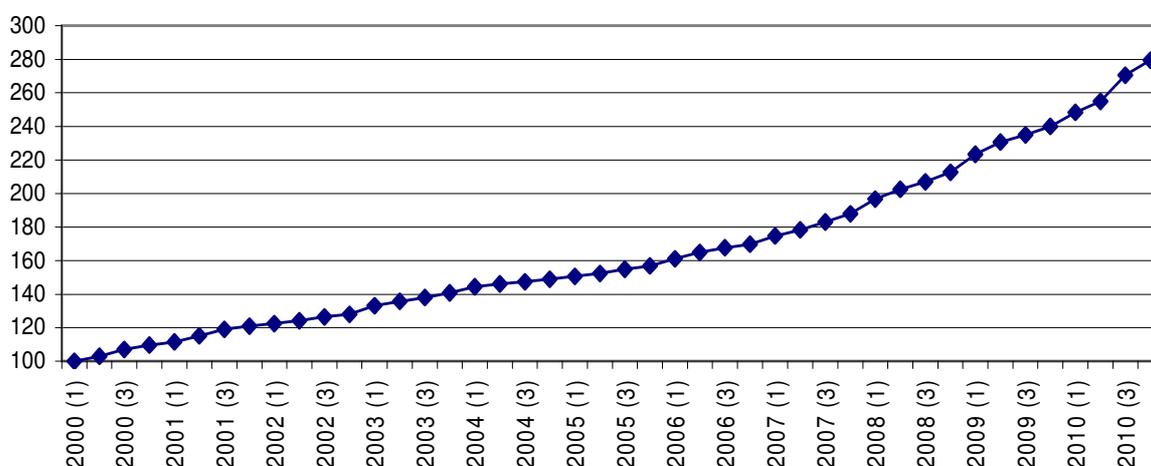
⁶ AFIRE (Association of Foreign Investors in Real Estate), « Interest in emerging real estate markets broadens », 3 janvier 2011

⁷ IGMI-C : Indice de prix d'achat et de vente des biens immobiliers, créé en 2011. Il est basé sur un échantillon de 2000 entités commerciales situées sur tout le territoire.

⁸ FipeZap : Indice de prix de vente des biens immobiliers, créé en 2011. Il repose sur l'observation des prix proposés par les annonces immobilières à São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Recife, Salvador, Fortaleza, et Brasilia.

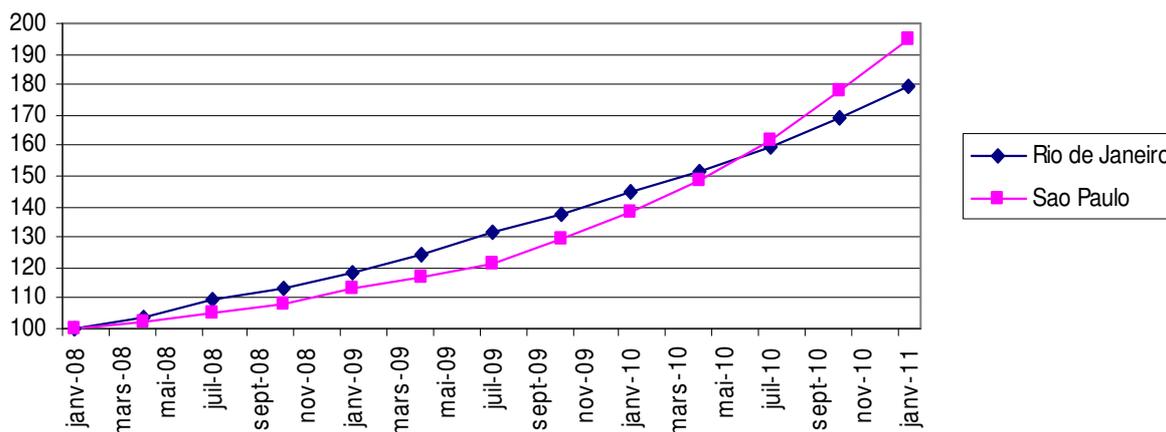
63%, alors que le revenu moyen effectif réel des Brésiliens ne s'est accru que de 22,65% (données d'Ipeadata), ce qui révèle la déconnexion croissante entre les prix de l'immobilier et le reste de l'économie. Les emplois dans la construction civile ont ainsi augmenté de 80% entre décembre 2003 et septembre 2010, alors que dans l'industrie de transformation, cette hausse n'était que de 31%, et dans le reste de l'économie de 36% (données d'Ipeadata). Cette ferveur pour l'immobilier brésilien est d'autant plus stimulée ces dernières années que le pays doit recevoir prochainement, en 2014 et 2016, la Coupe du Monde de football ainsi que les Jeux Olympiques d'été.

Figure 8 : Evolution des prix de l'immobilier commercial (base 100 en janvier 2000)



Source : Bovespa, Fondation Getulio Vargas

Figure 9 : Evolution des prix de l'immobilier résidentiel (base 100 en janvier 2008)



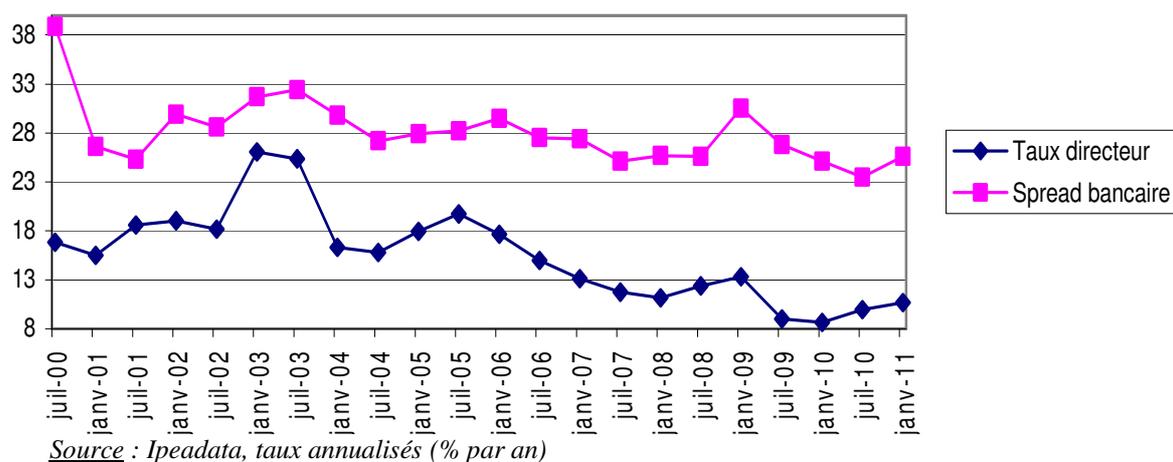
Source : Fipezap

2. Les pénuries de logements et le rôle des politiques en faveur de la propriété

Selon le gouvernement, ce qui expliquerait le gonflement des prix de l'immobilier, ce ne serait pas tant un phénomène de spéculation, risquant de se retourner extrêmement rapidement, que le signe d'un déficit de logements sur le territoire national. On estime entre 6 et 8 millions le nombre d'habitats manquants pour loger correctement toute la population. Par exemple, un tiers de la population de Rio de Janeiro habite actuellement dans des favelas, contre 40% à São Paulo et Brasília.

Surtout, le gouvernement a mis en place différents programmes pour permettre aux Brésiliens d'accéder plus facilement à la propriété, sachant que 75% des ménages sont aujourd'hui propriétaires de leur logement. Lorsque Lula fut réélu, en 2006, son Programme d'Accélération de la Croissance (PAC) prévoyait 236 milliards de dollars d'investissements et de constructions résidentielles sur les quatre ans à venir. La mesure la plus connue, « Minha Casa, Minha vida » (Ma maison, ma vie), annoncée en 2009, prévoit d'offrir 20 milliards de dollars de crédits dans cet objectif, et d'aider à la construction de plus d'un million de logements. De même, la durée légale des prêts a été étendue en 2006 à trente ans (contre douze auparavant), ce qui diminue nettement les remboursements mensuels. Toujours dans le but de faciliter l'accès à la propriété, depuis les dernières réformes de 2009, l'acquéreur d'un bien immobilier ne devient réellement propriétaire que lorsque le remboursement de son prêt est terminé, ce qui a le mérite de rassurer les banques et d'encourager ces dernières à multiplier le crédit bancaire. Ce qui a favorisé l'essor du crédit, c'est aussi la baisse du taux directeur, passant de 26,5% par an en mars 2003 à 8,75% en juillet 2009, responsable d'une diminution du spread bancaire (Figure 10). Les institutions gouvernementales proposent même aujourd'hui des prêts immobiliers à des taux inférieurs à 12%. Enfin, la stabilité retrouvée de l'économie brésilienne, ainsi que le développement d'une large classe moyenne, sont aussi responsables de cette forte hausse des prix.

Figure 10 : Evolution du taux directeur et du spread bancaire au Brésil

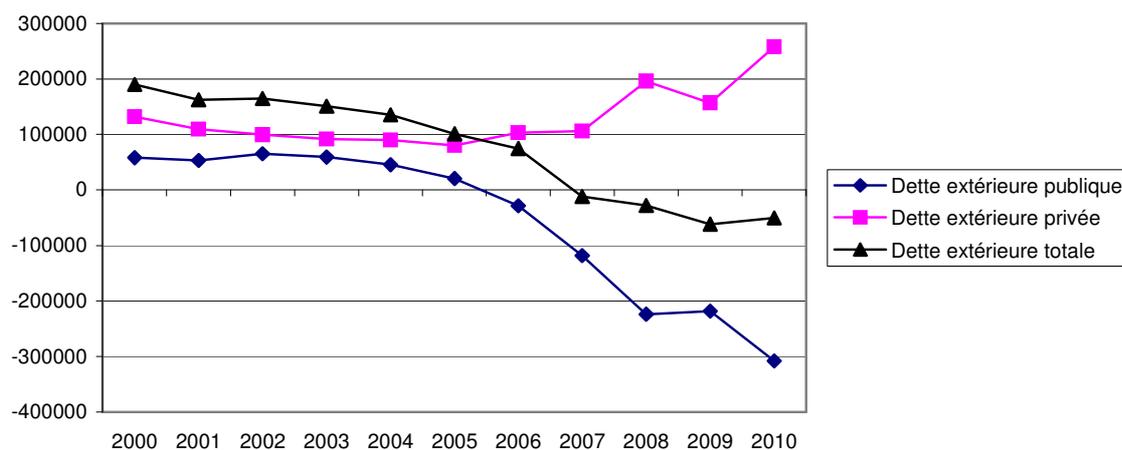


B. Une situation interne très instable

1. Le rôle de l'endettement

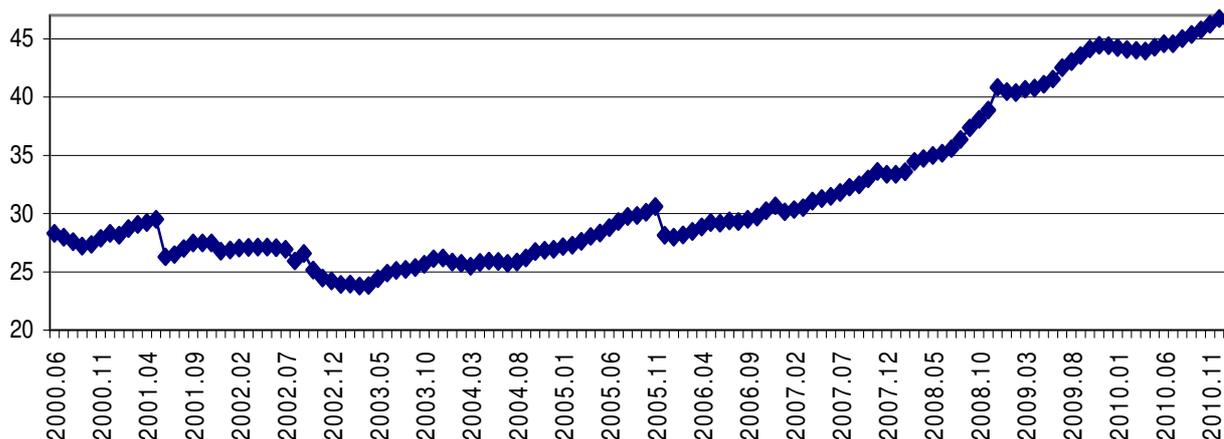
Le contexte actuel est donc aujourd'hui favorable à une vive augmentation des prix dans le secteur de l'immobilier, mais il est indispensable de faire le lien entre cette évolution et l'activité de *carry-trade* décrite précédemment, notamment en étudiant l'origine du fort accroissement des fonds prêtés par les banques brésiliennes : la hausse de la dette externe privée depuis le milieu de la décennie 2000 révèle la dépendance accrue du Brésil vis-à-vis des financements extérieurs, et montre un lien fort entre le phénomène de *carry-trade* et la spéculation immobilière. Entre 2006 et 2010, la dette externe brute a augmenté de 75% (passant de 200 à 350 milliards de dollars), ce qui explique en partie que le volume de crédit au secteur privé brésilien ait pu fortement s'accroître, de 30% du PIB fin 2006 à plus de 45% début 2011 (atteignant 990 milliards de dollars en janvier 2011) (données Ipeadata) : le phénomène de *carry-trade* a entraîné un endettement extérieur privé croissant (Figure 11) permettant aux banques, qui représentent 43% de cet endettement en 2010 contre 31% en 2006 (IEDI, 2011), de multiplier leur offre de crédit, et ce d'autant plus que les entrées de capitaux liées à l'activité de *carry-trade* se réalisent de plus en plus sous la forme de prêts aux banques brésiliennes, prêts d'une échéance supérieure à deux ans, en raison des taxes imposées depuis 2009 sur les investissements de portefeuille et les emprunts extérieurs de court terme (Fundap, 2011). Nous verrons que cette évolution cache de sérieuses fragilités au niveau de l'endettement des ménages, et nous ramène à notre hypothèse initiale de bulle immobilière dont l'éclatement, pouvant être provoqué par un brusque retrait des capitaux spéculatifs, risquerait d'engendrer prochainement des difficultés pour l'économie brésilienne.

Figure 11 : La dette extérieure nette du Brésil (en millions de dollars)



Source : Ipeadata, Banco Central do Brasil

Figure 12 : Evolution du crédit au secteur privé (en % du PIB)

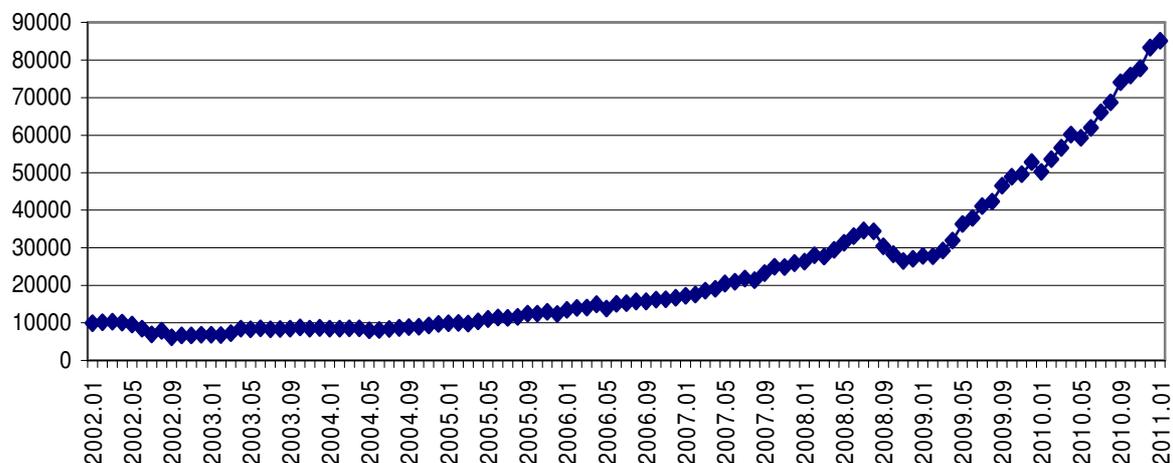


Source : Ipeadata

Depuis cinq ans, le crédit brésilien s'est élevé deux fois plus rapidement que le PIB (contre 1,6 et 1,2 fois pour l'Inde et la Chine) [Gamble W. (2011)]. Selon Itaú Unibanco, la plus grande banque du secteur privé, les prêts bancaires pourraient même encore augmenter de 20% en 2011. Dans ce cadre, si le montant des prêts immobiliers est encore très faible, et ne représente en 2010 que 2,5% du PIB (contre 78% aux Etats-Unis), il faut reconnaître que l'évolution de ces derniers a été très rapide (ils ont été multipliés par 8 depuis 2005). En 2004, seulement 321 000 logements étaient financés par le crédit bancaire, et ce nombre a été multiplié par cinq en 2009 pour atteindre 1,60 millions (dont 900 000 grâce au programme « Minha Casa, Minha Vida ») [BREP (2011)]. Cette évolution est d'autant plus surprenante

que, comme nous l'avons vu précédemment, les taux d'intérêt atteignent des niveaux élevés (en moyenne, le taux de prêt immobilier est de 12%, l'un des taux les plus élevés au monde).

Figure 13 : Les prêts immobiliers au Brésil (en millions de dollars)

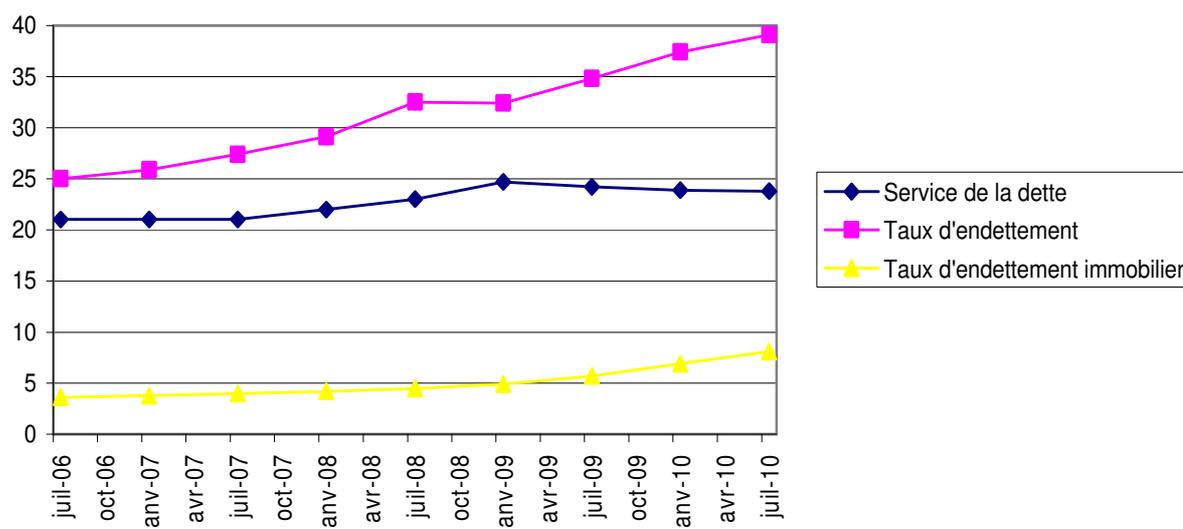


Source : Banco Central

2. Les situations de surendettement

Cette hausse de l'endettement apparaît aujourd'hui dangereuse, car la moindre baisse des prix sur le marché de l'immobilier risquerait d'engendrer des situations de surendettement. La hausse des prix de l'immobilier est supérieure à la croissance de la masse salariale depuis sept ans [Manarin d'Agostini L. (2010)], ce qui laisse présager de prochaines sérieuses difficultés de remboursement de la part des ménages. Cependant, selon une enquête de février 2011 réalisée par la CNC (Confédération Nationale du Commerce brésilienne), peu de ménages (3,6%) considèrent que leur endettement est lié à leurs emprunts immobiliers, alors qu'une majorité (71,6%) pensent qu'ils sont endettés en raison des achats liés à la détention et la mauvaise utilisation de leur carte bancaire, suivis par l'achat de viande (21,9%), et de voitures (10,6%). La progression de l'endettement global des ménages a ainsi été plus rapide que celle de l'endettement immobilier (figure n°14).

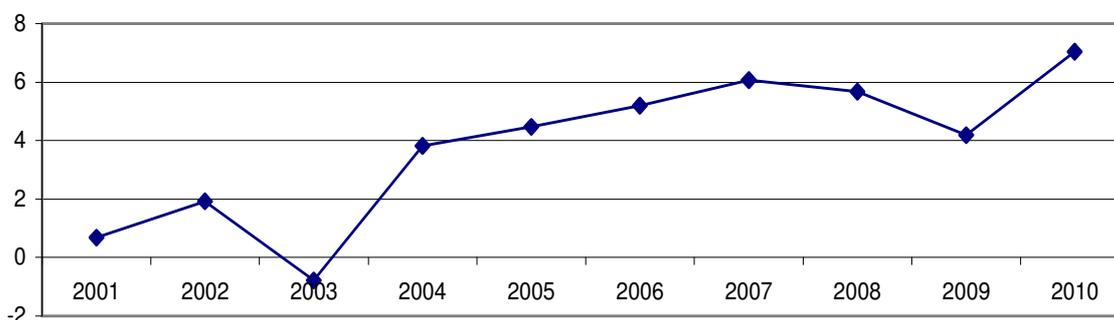
Figure 14 : Endettement des ménages brésiliens (en % du revenu disponible moyen)



Source : Banco Central, « Relatório da inflação », septembre 2010

Cette stimulation du crédit à la consommation, engendrée également par l’afflux de capitaux étrangers dans les banques brésiliennes, a accompagné la forte poussée de consommation des ménages depuis le début de la décennie 2000, cette dernière augmentant de 7% en 2010 (Figure 15). Une plus faible augmentation des prêts immobiliers n’écarte pourtant pas les risques portés par un éclatement de la bulle immobilière. Nous verrons que les ménages brésiliens présentent déjà des difficultés à rembourser leurs prêts, et une chute des prix immobiliers accentuerait leurs problèmes financiers en diminuant la valeur de leur patrimoine.

Figure 15 : Variation annuelle de la consommation des ménages (en %)



Source : Ipeadata

Selon l’IEF (Indice das expectativas das famílias, c’est-à-dire l’Enquête sur les Attentes des Familles), une enquête de l’Ipea du 1^{er} février 2011 effectuée sur 3810 ménages, 49,4%

des familles brésiliennes sont aujourd'hui endettées. Or, 32,2% de ces familles indiquent qu'elles ne sont pas en capacité de rembourser leurs crédits, et seulement 19,2% estiment qu'elles le pourront facilement (les autres considèrent qu'elles sont capables de rembourser uniquement une partie de leurs emprunts). Les ménages brésiliens sont actuellement parmi les ménages les moins endettés au monde, mais le niveau élevé des taux d'intérêt pèse considérablement sur eux. Même si, comme le révèle la figure 14, la dette totale des ménages brésiliens n'atteint que 40% de leurs revenus (contre 130% aux Etats-Unis actuellement), le service de la dette des ménages brésiliens, somme qu'ils doivent rembourser tous les mois, s'élève aujourd'hui à 25% de leur revenu disponible, ce qui est assez élevé si on compare ce chiffre aux 14% observés juste avant le déclenchement de la crise des subprimes aux Etats-Unis [Marshall P. (2011)]. Selon la Banque centrale brésilienne, les taux d'intérêt annuels liés à l'utilisation de la carte de crédit peuvent ainsi s'élever jusqu'à 238,3%. Bien que le spread bancaire soit en baisse depuis quelques années, il se maintient toujours à des niveaux élevés. Le taux de défaut (retards de paiements supérieurs à 90 jours) répertorié par les banques brésiliennes concerne 4% des prêts au début de l'année 2011, contre moins de 3% en 2008, et pourrait atteindre un record de 8% d'ici la fin de l'année [Fundap (2011)].

En 2010, l'OCDE⁹, l'ONU¹⁰, ainsi que l'économiste Paul Krugman¹¹, ont déjà fait part de leurs craintes de voir une expansion du crédit beaucoup trop forte dans les pays émergents relativement à la hausse de la masse salariale, évolution qui s'expliquerait par des entrées importantes de capitaux spéculatifs. Le Brésil se situait alors dans la liste des pays risqués établie par l'OCDE. Le grand danger serait que les pays développés relèvent leurs taux, et que les capitaux quittent brutalement le pays. Une telle évolution freinerait la forte croissance du crédit à la consommation, immobilier ou non, mais serait surtout dangereuse de par l'éclatement de la bulle immobilière qu'elle provoquerait. Suivant le chemin de la crise immobilière américaine, le Brésil se confronterait à une multiplication des phénomènes de surendettement, les ménages n'étant pas en mesure de rembourser leurs prêts par la vente de leurs biens, surendettement qui s'accompagnerait d'une crise bancaire provoquée non seulement par le non remboursement des prêts accordés aux ménages mais aussi par une

⁹ Center of International Finance and Développement, « OECD Chief warns of asset bubble forming in Brazil », Iowa, 7 février 2010

¹⁰ United Nations Organization, *World Economic Situation and Prospects 2011*, New York, 18 janvier 2011

¹¹ *La Nación*, « Krugman advierte sobre una burbuja brasileña », Buenos Aires, 6 décembre 2009

dégradation du bilan des banques liée à la dépréciation brutale de la monnaie brésilienne [Fundap (2011)].

Face à un tel risque, se conjuguant à toutes les difficultés que pourrait entraîner une fuite des capitaux, la taxe sur les opérations financières, l'IOF, est passée de 2 à 6% entre octobre 2009 et octobre 2010, afin de limiter encore davantage les entrées de capitaux étrangers et lutter contre la surchauffe de l'économie. Quelques pays asiatiques connaissant les mêmes difficultés que le Brésil, tels que la Corée et la Thaïlande, ont aussi instauré récemment des taxes à l'entrée des capitaux étrangers, mesures d'ailleurs conseillées par le FMI [Kokenyne A. (2010)], ce qui révèle parfaitement la menace que ces flux font planer sur l'économie mondiale [Griffith Jones S. et Gallagher K. (2011)]. Néanmoins, l'efficacité de cette mesure est fortement questionnée [Borges E. et Munhoz V. (2010)], car depuis deux ans, le real ne cesse de s'apprécier sous l'influence des flux massifs de capitaux étrangers. Pour cette raison, dès janvier 2011 la banque centrale a mis en place un nouveau dispositif pour limiter ces flux, et impose dorénavant aux banques de déposer une garantie de 60% auprès de la banque centrale sur les positions vendeuses en dollars lorsque ces dernières sont supérieures à trois milliards. Des mesures de restriction du crédit bancaire sont également conseillées par les économistes de l'Institut Peterson afin de ralentir le gonflement des bulles spéculatives [Subramanian A. et Williamson J. (2010)].

Enfin, il est important d'observer que la banque centrale brésilienne mène une politique de baisse des taux depuis septembre 2011, le taux directeur passant de 12,25% en août à 11,50% en octobre 2011. Il s'agit surtout de stimuler la croissance brésilienne dans un contexte de ralentissement économique mondial, mais cette politique pourrait engendrer une baisse des entrées de capitaux spéculatifs, similaire à celle connue par la Turquie depuis la fin de l'année 2010 suite à la décision prise par le gouvernement turc d'enrayer les entrées de capitaux par une diminution de son taux directeur. En raison de la récente baisse du taux directeur brésilien, le real s'est ainsi légèrement déprécié, de 10% face à l'euro durant le mois de septembre 2011, ce qui est le résultat d'un ralentissement de l'entrée de capitaux étrangers. Reste à savoir si cela n'arrive pas trop tard, maintenant que les capitaux spéculatifs ont déjà grandement contribué à la surchauffe de l'économie brésilienne ; dans de telles conditions, il s'agit davantage de craindre leur départ du pays que leur entrée...

Conclusion

Malgré la reprise brésilienne de 2010 et les bonnes évaluations accordées par les agences de notation, il est peu probable que le pays soit réellement sorti de la dernière crise

économique mondiale. Au contraire, les politiques monétaires expansives menées dans les pays développés, et notamment aux Etats-Unis, risquent de fragiliser l'économie du géant latino-américain. La création monétaire américaine et la politique de détente quantitative de la FED sont effectivement à l'origine d'une multiplication des flux de capitaux s'orientant vers les pays émergents comme le Brésil. Ce phénomène est responsable d'une survalorisation du real, diminuant la compétitivité des exportations brésiliennes et accentuant le processus de désindustrialisation, ce qui contribue à creuser de plus en plus le déficit de la balance des transactions courantes. Cependant, les réserves de change de la banque centrale atteignent aujourd'hui des sommets, et le risque d'éclatement d'une crise financière, en cas de fuite des capitaux dans une situation de déficit courant, semble pour l'instant assez faible.

Le danger principal impliqué par ces flux de capitaux est surtout lié au gonflement des bulles spéculatives dont ils sont responsables. Les entrées de capitaux se réalisent le plus souvent sous la forme d'investissements de portefeuille, contribuant à gonfler la bulle financière, et de prêts externes au secteur privé, stimulant les prêts à la consommation et l'endettement des ménages. Ce phénomène accompagne une hausse des prix de l'immobilier, atteignant 100% depuis deux ans dans les grandes métropoles brésiliennes, accroît la valeur du patrimoine des ménages et encourage la réalisation de nouveaux prêts. Un éclatement de la bulle immobilière entraîné par une sortie brutale des capitaux étrangers ou par des difficultés intérieures risquerait de dévoiler de profondes situations de surendettement.

Reste à s'interroger maintenant sur ce qui pourrait provoquer une sortie de ces capitaux. La dernière catastrophe rencontrée par le Japon est par exemple un facteur susceptible d'engendrer un débouclage partiel des activités de *carry-trade* et un rapatriement massif de ces investissements vers le Japon afin de financer la reconstruction du pays. C'est la raison pour laquelle il est essentiel aujourd'hui de relancer une vaste discussion à l'échelle internationale sur l'intérêt et la possibilité de limiter la forte volatilité des capitaux, notamment par une taxation des opérations de change comme cela le fut proposé en 1972 par James Tobin.

Bibliographie :

Agosin M. R., Ffrench Davis R. [1996], « Managing capital inflows in Latin America », in Mahbub Ul Haq, *The Tobin tax, coping with financial instability*, Oxford University Press, Oxford, p. 161-191

Araujo E. C. de, Leite M. [2009], « Sobre apreciação cambial no Brasil : estimativa, causas e consequências (1994-2008) », *Textos para Discussão*, Brasília, IPEA, n°1404, avril

Bello da Silva T. [2010], « Déficit em transações correntes : o retorno », *Textos para Discussão*, Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emmanuel Heuser, n°75, Porto Alegre, juin

Borges E., Munhoz V. [2010], « Controle de capitais na economia brasileira : uma análise do IOF como medida de restrição dos influxos financeiros », 4^{ème} Rencontre Internationale de l'Association Keynésienne Brésilienne, Rio de Janeiro, 3-5 août

BREP (Brazil Real Estate Partners) [2011], *Brazil Real Estate and Land Investment Guide*, São Paulo

Bresser-Pereira L.C. [2008], « The Dutch disease and its neutralization : a Ricardian Approach », *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 28, n° 1, janvier-mars, p. 47-71

Brown B. [2008], *Bubbles in credit and currency, How hot markets cool down*, Palgrave MacMillan, New York

Burnside C., Eichenbaum M, Rebelo S. [2007], « The return to currency speculation in emerging markets », *AEA Papers and Proceedings*, vol. 97, n°2, p. 333-338

CNC (Confederação Nacional do comércio) [2011], *Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor*, Rio de Janeiro, février

Ferrari F., Arestis P., Paula L.F. de [2009], « A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil » *Economia e Sociedade*, Campinas, 18(1), avril, p. 1-30

Fundap [2011], « O boom de capitais externos para o Brasil em 2011 », *Boletim 5*, Sao Paulo, juin

Galati G., Heath A., Mac Guire P. [2007], « Evidence of carry-trade activity », *BIS Quarterly Review*, septembre

Gamble W. [2011], « Brazil : warning signs of a credit bubble being ignored », *Moneylife*, 28 février

Gaulard M. [2011], *L'Economie du Brésil*, Bréal, Paris

Griffith Jones S. [2008], *Global capital flows, should they be regulated?*, MacMillan press, New York

Griffith Jones S., Gallagher K. [2011], « Curbing hot capital flows to protect the real economy », *Economical and Political Weekly*, Mumbai, 15 janvier

Grislain N., Jacquet-Saillard F. [2008], « Carry-trades et évolutions récentes du yen », *Trésor Eco*, n°33, avril

IEDI [2011], « O novo boom do endividamento externo brasileiro », Carta IEDI n°472, 17 juin

IPEA [2011] *Índice das expectativas das famílias*, Rio de Janeiro, 1^{er} février

Jonglez O. [2008], « Appréciation réelle du taux de change dans les pays émergents », *Trésor Eco*, n°35, avril

Kaltenbrunner A. [2010], « International Financialization and Depreciation: The Brazilian Real in the International Financial Crisis ». *Competition and Change*, Vol. 14 (3-4), décembre

Kokenyne A. [2010], « Face aux afflux croissants de capitaux », *Finances et Développement*, Fonds Monétaire International, Washington, septembre, p. 57-58

Manarin d'Agostini L. [2010], « A bolha imobiliária no Brasil está formada », *Economia e Tecnologia*, vol. 23, octobre-décembre

Marshall P. [2011], « Brazil may be heading for a subprime crisis », *Financial Times*, 21 février

Munhoz V., Libânio G. [2009], « Volatilidade dos fluxos financeiros e fuga de capitais : uma análise exploratória da vulnerabilidade externa no Brasil », *Texto para Discussão*, Universidade Federal de Minas Gerais, n°371, novembre

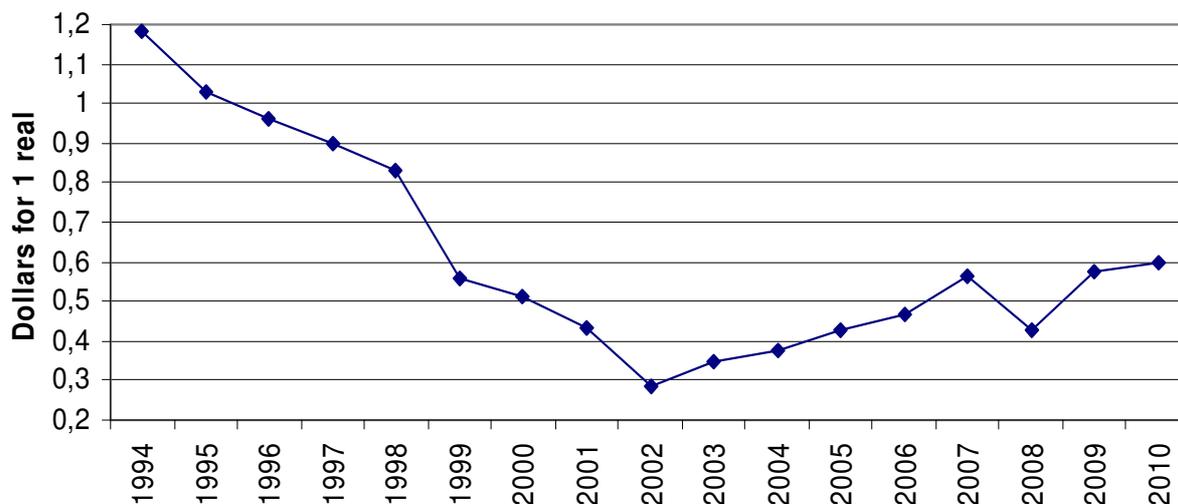
Sonaglio C. M., Zamberlan C.O., de Lima J. E., Campos A. C. [2010], « Evidências de desindustrialização no Brasil : uma análise com dados em painel », *Economia Aplicada*, vol.14, n°4, octobre-décembre

Subramanian A., Williamson J. [2009], « The fund should help Brazil to tackle capital inflows », *Financial Times*, Peterson Institute for International Economics , Washington, 25 octobre

Suttle P. [2010], « Capital flows to emerging market economies », *Research Note*, Institute of International Finance, Washington, 4 octobre

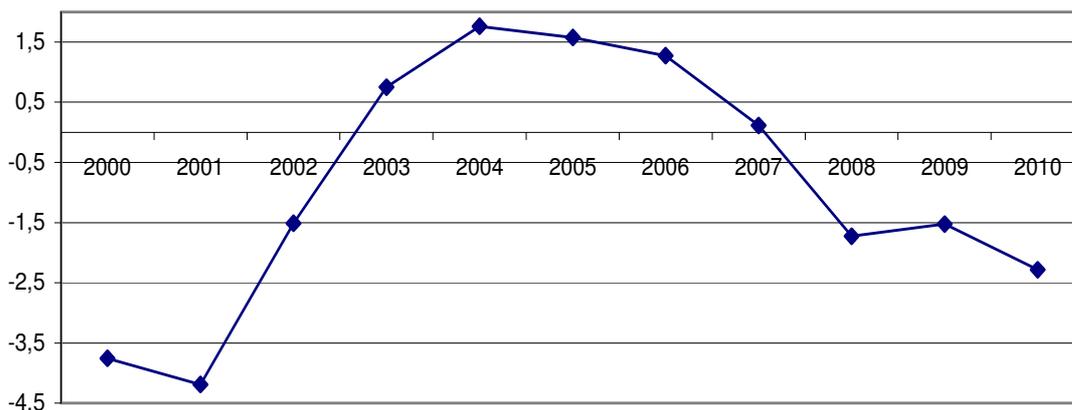
Graphiques

Figure 1 : Taux de change real/dollar



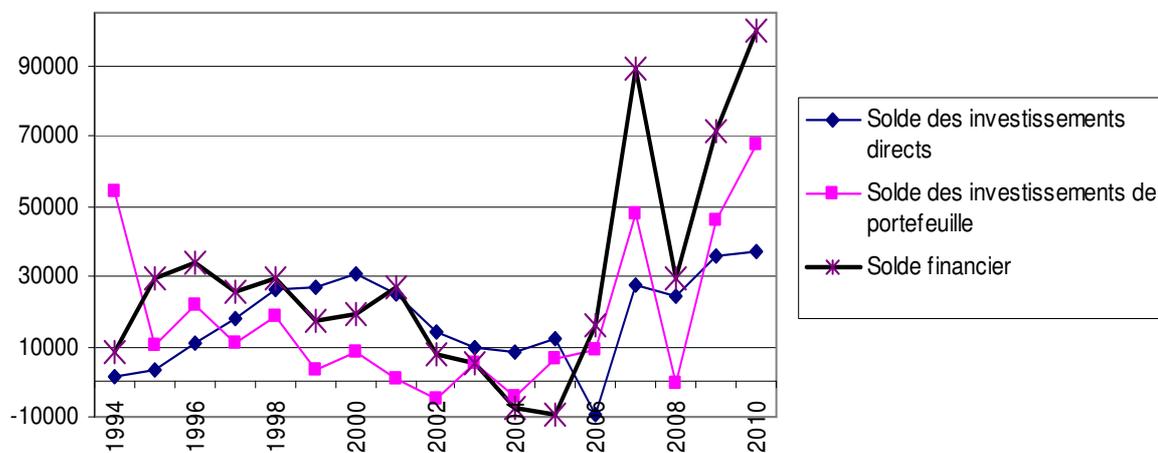
Source : Ipeadata

Figure 2 : Solde de la balance des transactions courantes (en % du PIB)



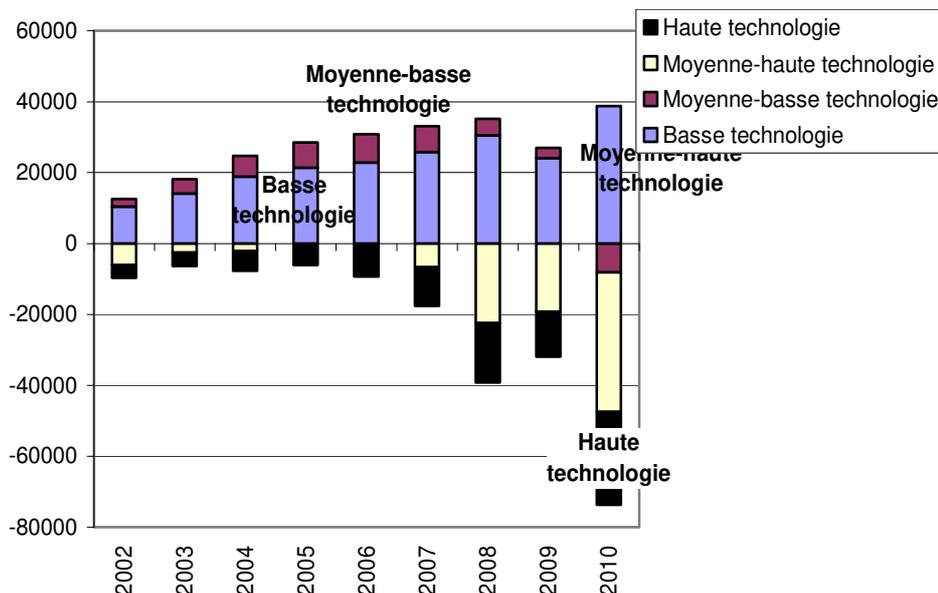
Source : Ipeadata

Figure 3 : Solde financier du Brésil, en millions de dollars



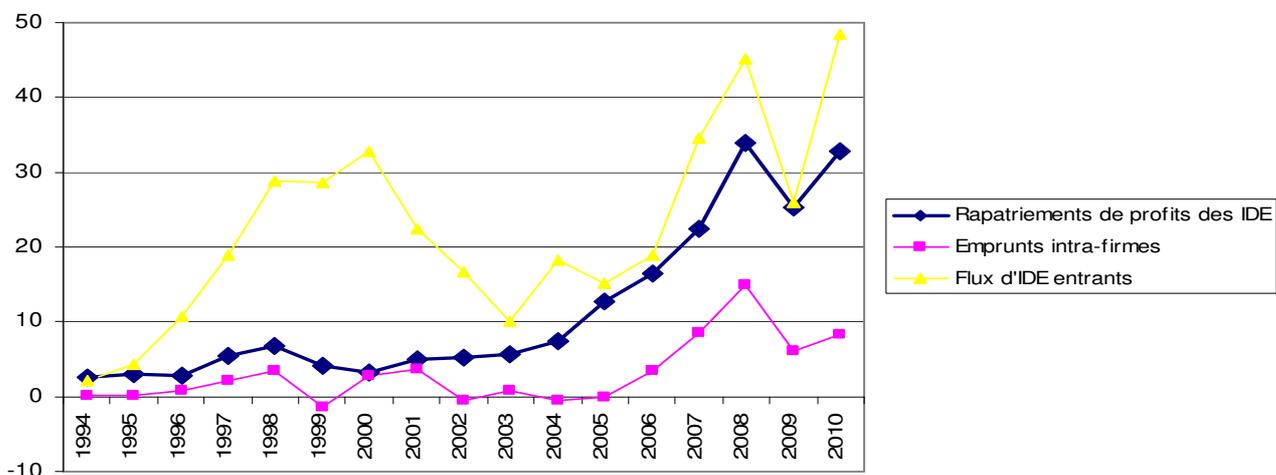
Source : Ipeadata

Figure 4 : Solde commercial industriel du Brésil
 (selon l'intensité technologique¹ des biens manufacturés échangés,
 en millions de dollars)



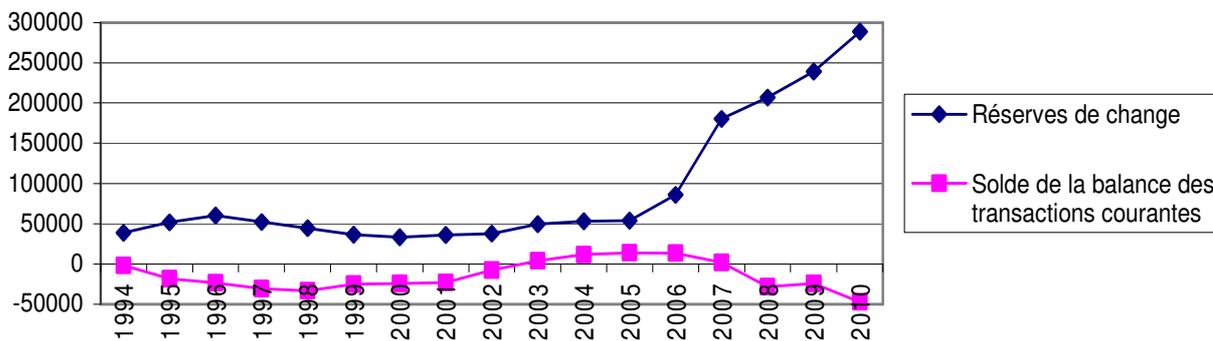
Source : IEDI

Figure 5 : Rapatriements de profits et emprunts intra-firmes des investissements directs étrangers (en milliards de dollars)



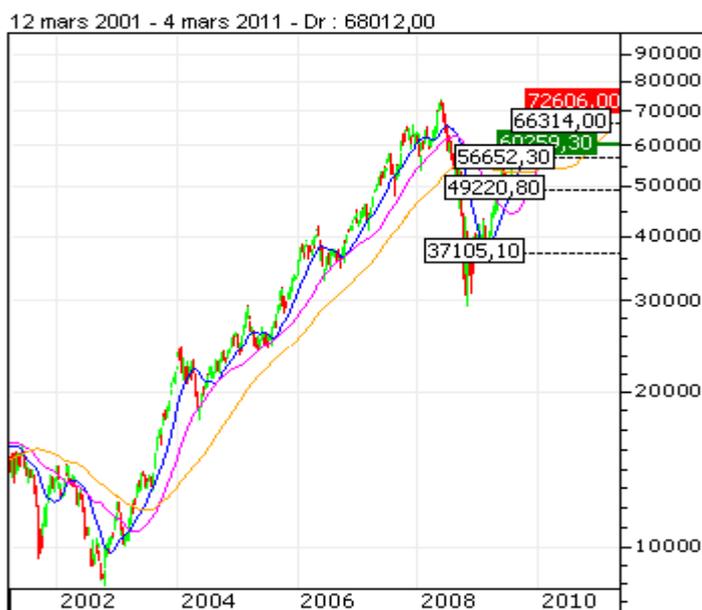
Source : Banco Central

Figure 6 : Réerves de change et solde de la balance des transactions courantes (en millions de dollars)



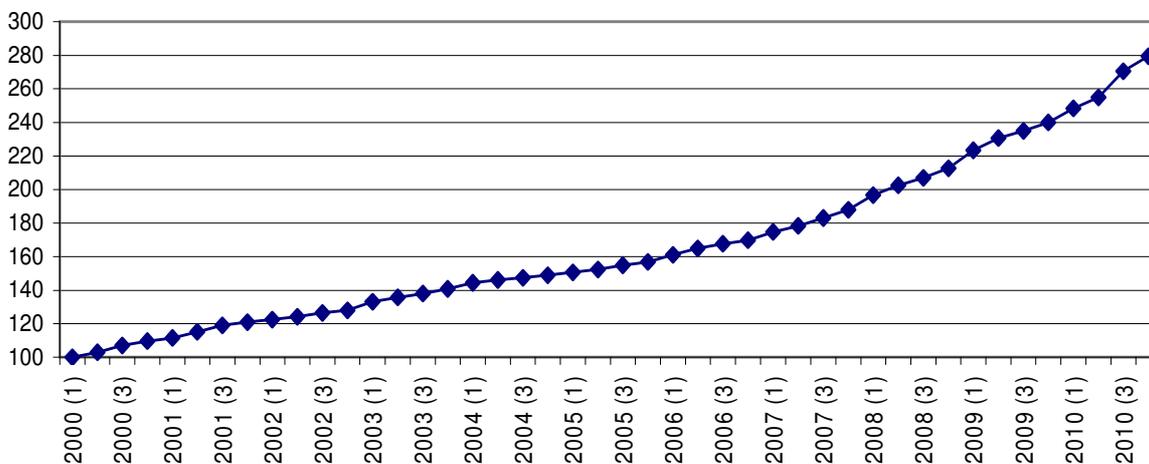
Source : Ipeadata

Figure 7 : Indice Bovespa



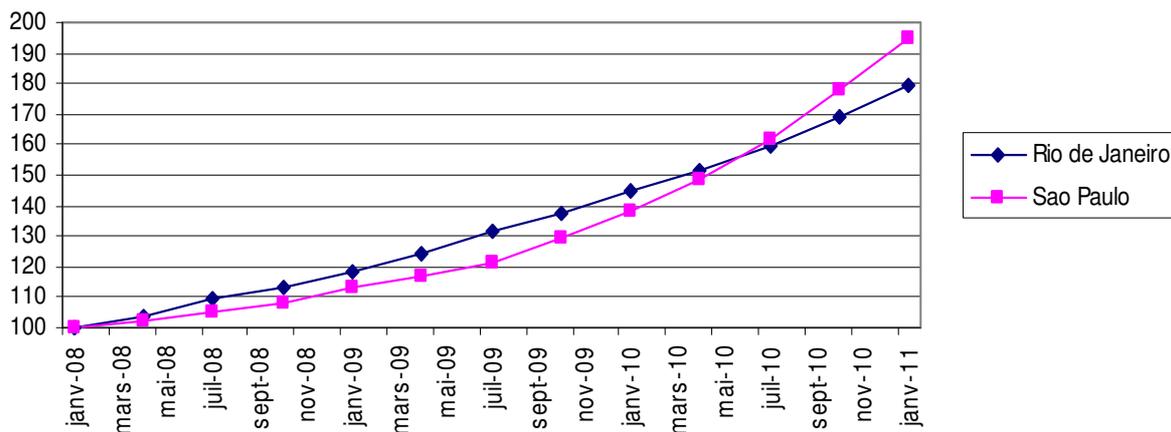
Source : Zonebourse

Figure 8 : Evolution des prix de l'immobilier commercial (base 100 en janvier 2000)



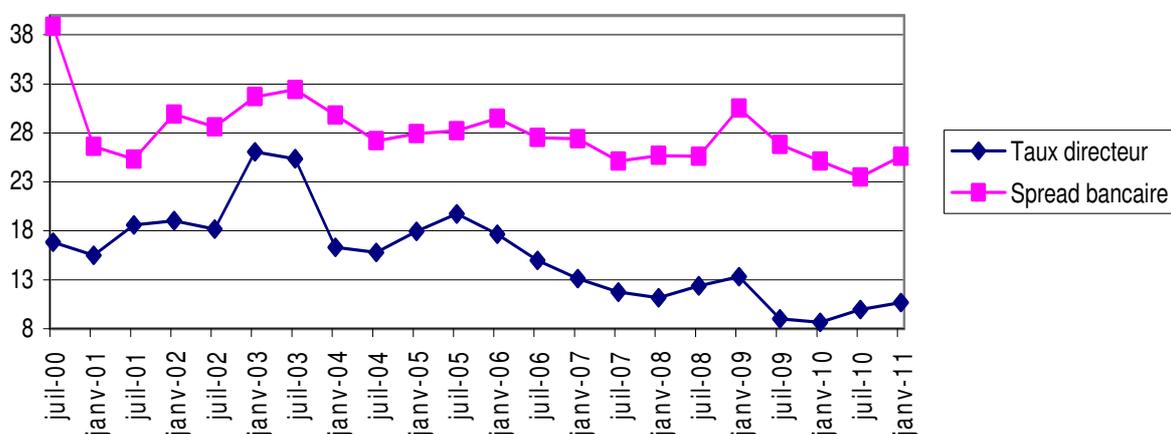
Source : Bovespa, Fondation Getulio Vargas

Figure 9 : Evolution des prix de l'immobilier résidentiel (base 100 en janvier 2008)



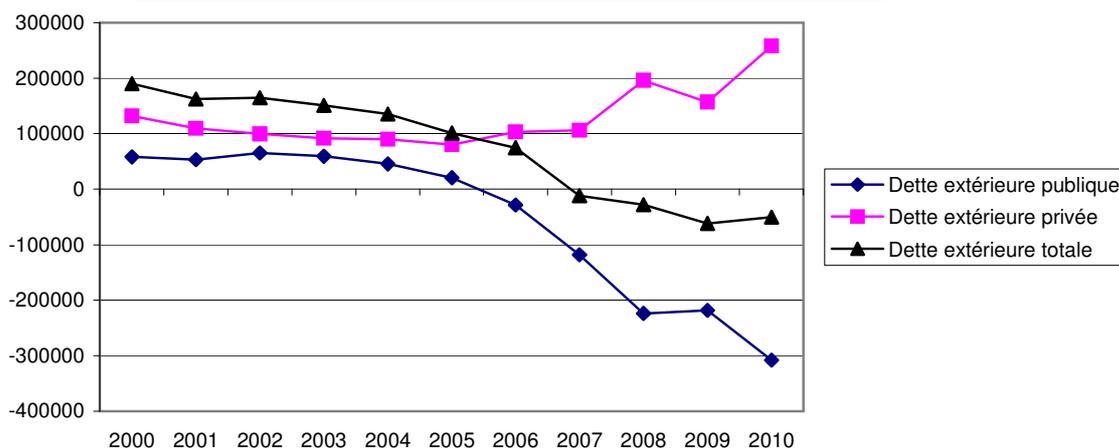
Source : Fipezap

Figure 10 : Evolution du taux directeur et du spread bancaire au Brésil



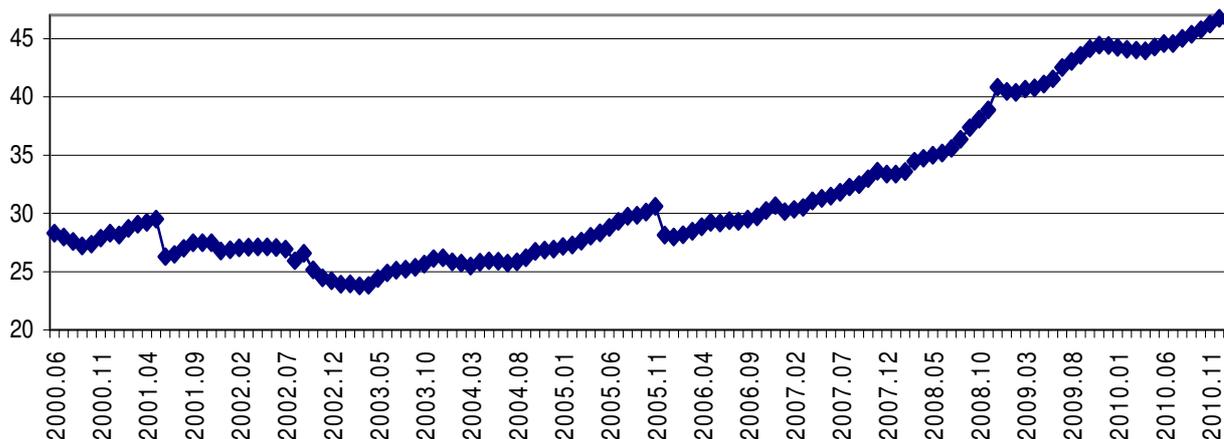
Source : Ipeadata, taux annualisés (% par an)

Figure 11 : Dette extérieure nette du Brésil (en millions de dollars)



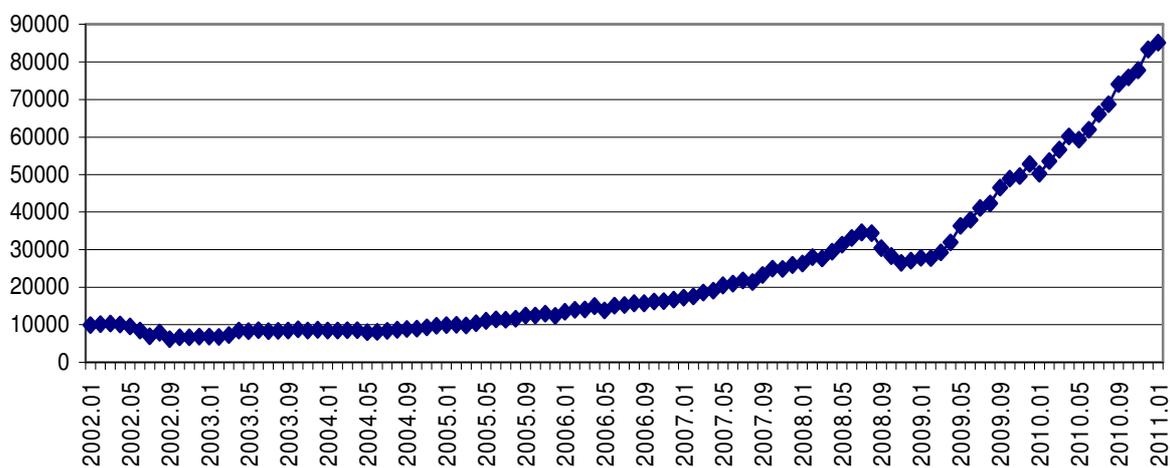
Source : Ipeadata, Banco Central do Brasil

Figure 12 : Evolution du crédit au secteur privé (en % du PIB)



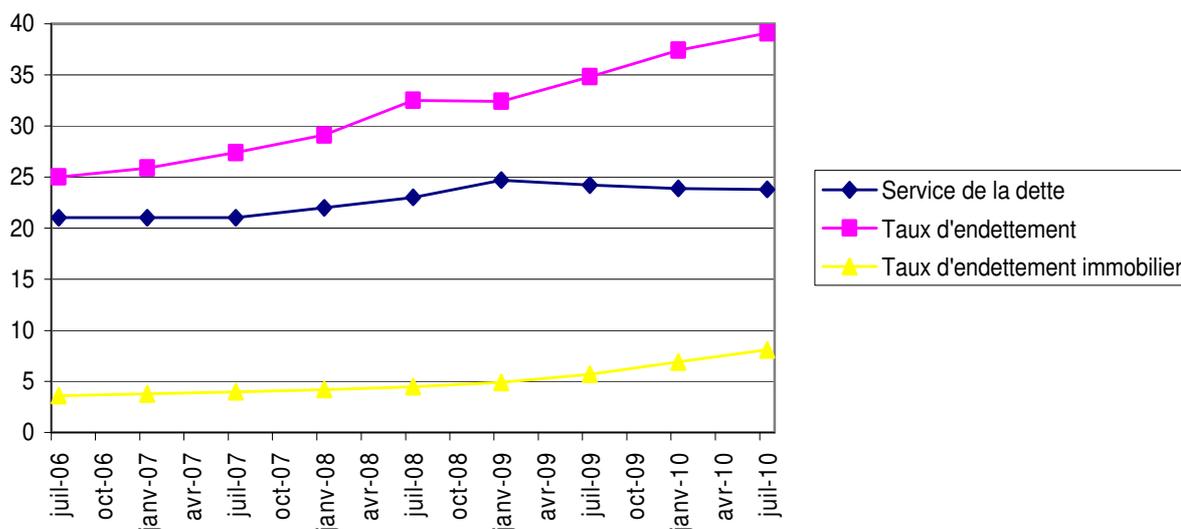
Source : Ipeadata

Figure 13 : Les prêts immobiliers au Brésil (en millions de dollars)



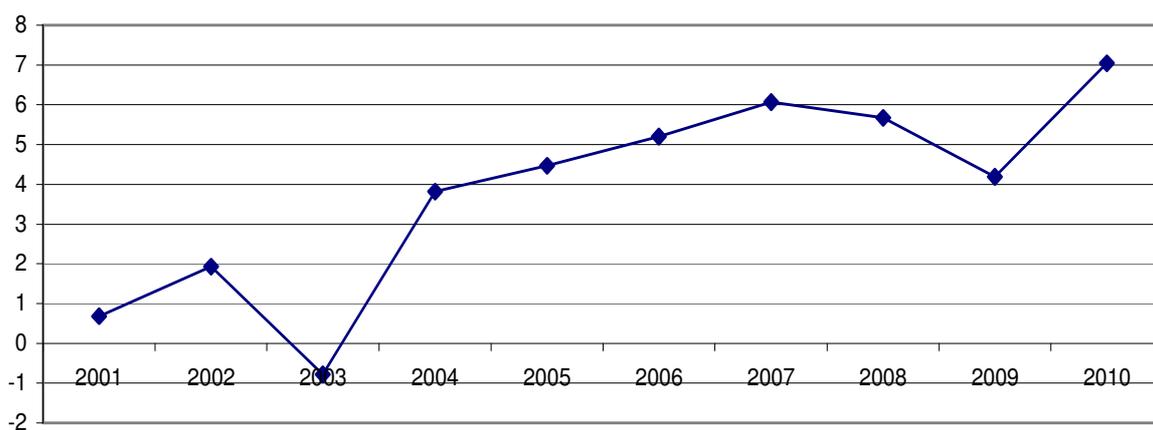
Source : Banco Central

Figure 14 : Endettement des ménages brésiliens (en % du revenu disponible moyen)



Source : Banco Central

Figure 15 : Variation annuelle de la consommation des ménages (en %)



Source : Ipeadata
