

# RISK&OPPORTUNITIES

Société Générale Études économiques et sectorielles

## Le ralentissement des investissements directs étrangers

Olivier de BOYSSON

Chef Économiste

Pays Émergents

*Les flux de capitaux internationaux ont nettement diminué depuis la grande crise financière de 2009. Les tensions protectionnistes, puis la crise du Covid-19, ont contribué à ce repli. Les investissements directs étrangers ont dans l'ensemble mieux résisté mais ils ralentissent aussi, pour des raisons structurelles. Même s'il est trop tôt pour affirmer que nous avons dépassé un « pic de globalisation », le risque d'une « désintégration » progressive est bien réel.*

L'activité mondiale a redémarré vigoureusement en 2021, mais le rythme de croissance potentielle des pays a sans doute légèrement baissé, en raison des cicatrices laissées par la crise de la Covid 19 sous la forme de pertes de capital humain, d'impact sur les modes de consommation et de hausse générale de l'endettement. Le niveau faible des taux d'intérêts devrait en principe favoriser les investissements directs étrangers<sup>1</sup> (IDE), mais ils sont par ailleurs freinés par des tendances structurelles et par la perception des risques de fragmentation technologique, climatique, digitale et réglementaire.

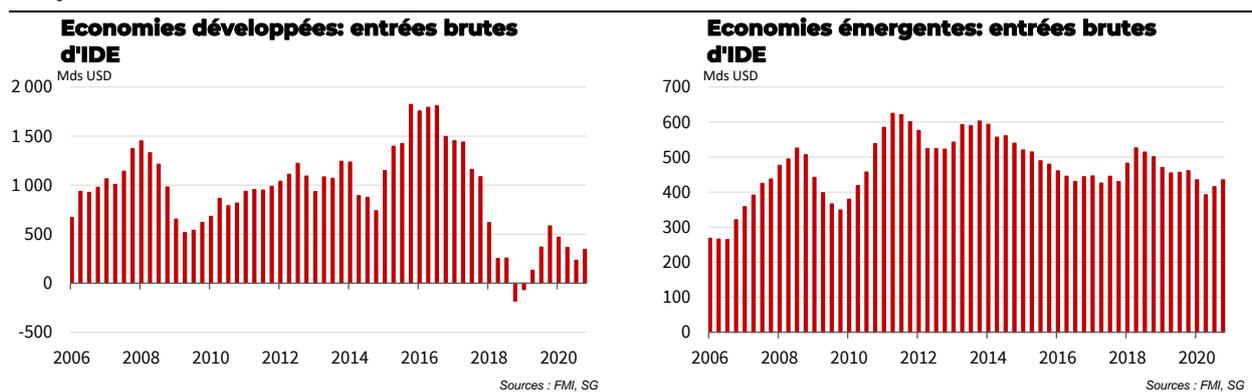
### Un ralentissement des IDE se précisait avant la crise du Covid

Les flux annuels de capitaux transfrontaliers ont diminué de plus de 60% par rapport au pic atteint en 2007. Une grande partie de cet ajustement résulte de la réduction des expositions transfrontalières des banques européennes lors la crise de la dette de la zone euro. Les flux d'investissement direct étranger (IDE) sont moins volatils et ils ont dans l'ensemble beaucoup mieux résisté. Toutefois, à partir de 2017, ils ont nettement baissé dans les pays développés. Une raison de cette baisse est la taxation ponctuelle par l'administration Trump des revenus stockés à l'étranger par

<sup>1</sup> Selon la définition du FMI, les IDE désignent les investissements réalisés dans une autre économie dans le but d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise, ce qui est présumé lorsque l'investisseur détient au moins 10% des actions ou droits de vote. Les IDE englobent l'ensemble des ressources mises à disposition de l'entreprise, c'est à-dire les opérations en capital, les prêts ainsi que les bénéfices réinvestis.

les multinationales américaines. Elle a entraîné un mouvement de rappatriation des dividendes vers les Etats-Unis, accompagné d'un dégonflement des montages financiers sous forme de SPV<sup>2</sup>, domiciliés dans les pays à faible fiscalité. Le FMI estimait dans une étude de 2019<sup>3</sup> que le Luxembourg était le premier pays récipiendaire d'IDE au monde, avec un stock de USD 5,1tn, devant les USA et loin devant la Chine. Le stock mondial d'IDE en 2018 était ainsi constitué à hauteur de 38% par ces «IDE fantomes» dont l'objet est l'optimisation fiscale. Le FMI estimait dans cette même étude que le dégonflement partiel de ces montages expliquait l'essentiel de l'effondrement des IDE des pays développés en 2018. La bonne nouvelle est que ces mouvements comptables dans les livres des multinationales n'affectent pas directement l'économie réelle des pays récipiendaires. En revanche, ce montant d'IDE fantomes pourrait continuer à baisser. Le consensus trouvé autour de l'OCDE par 130 pays en Novembre 2021 pour diminuer l'optimisation fiscale internationale, en établissant un taux minimum de 15% de taxation des revenus des plus importantes entreprises multinationales, laisse penser que ce mouvement de débouclage pourrait reprendre.

### Graph 1 et 2 : baisse des IDE



Source : SG Études économiques et sectorielles

Source : SG Études économiques et sectorielles

## Effritement des IDE vers pays émergents

On note aussi une tendance à l'effritement des IDE vers les pays émergents après un pic en 2011. Même si elle est moins spectaculaire que dans les pays développés, nous nous interrogeons sur cette tendance qui est commune à l'ensemble des pays émergents et concerne également la Chine.

Cet effritement est paradoxal car le différentiel de croissance en faveur des pays émergents a augmenté après la grande crise financière de 2009 et le rendement financier dans les pays développés a baissé, deux facteurs qui auraient pu soutenir les flux. Par ailleurs, pour l'ensemble des pays émergents les IDE sont porteurs de transferts technologiques et de formation humaine et ils permettent de financer

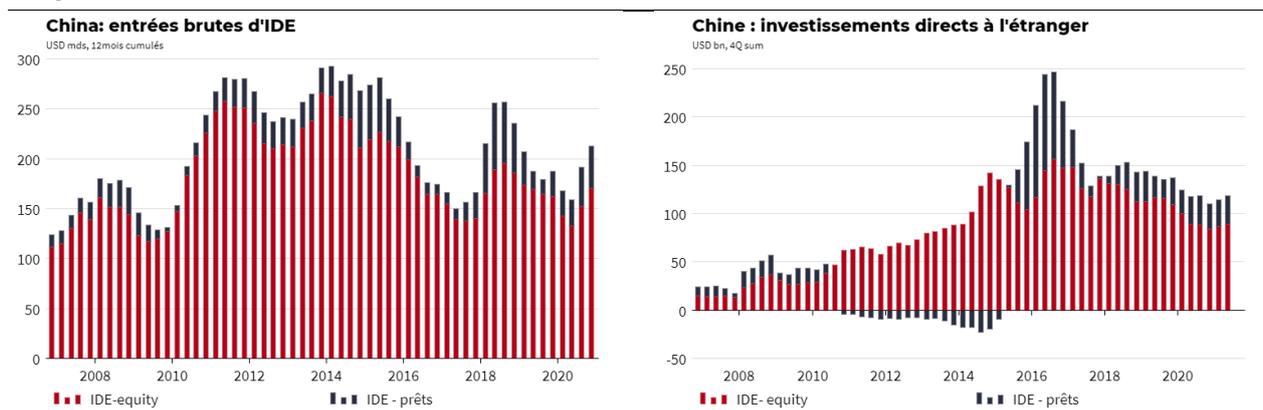
<sup>2</sup> désigne des sociétés créées pour un objectif spécifique, en l'occurrence fiscal.

<sup>3</sup> FMI (2019), "The rise of phantom investments", *Finance and Development*, Septembre 2019.

l'investissement avec un moindre recours à l'endettement. Pour ces raisons, ils continuent d'être favorisés par la grande majorité des pays, y compris parfois sur le plan fiscal. On observe cependant sur la période récente une attitude qui est devenue moins favorable, avec une augmentation des exigences de contenu local et une révision à la baisse de ces avantages fiscaux.

Au cours de la dernière décennie, la Chine est devenue un des principaux pays investisseurs à l'étranger, avec la thématique des nouvelles routes de la soie. Ce mouvement a décollé dans la première partie de la décennie mais il s'est ensuite essoufflé. Plusieurs raisons sont mises en avant : la fin du « supercycle » des matières premières, puis la recherche par la Chine à partir de 2016 d'un mode de croissance moins rapide et plus équilibré. En outre, les conditions d'accueil des investissements chinois dans les pays récipiendaires n'étaient pas toutes favorables à leur rendement, en particuliers dans les pays les moins développés. A partir du milieu de la décennie, les campagnes de lutte contre la corruption en Chine ont également contribué à ralentir les prises de décision impliquant des sorties de capitaux.

**Graph 3et 4 : Chine : IDE entrants**



Source : SG Études économiques et sectorielles

Source : SG Études économiques et sectorielles

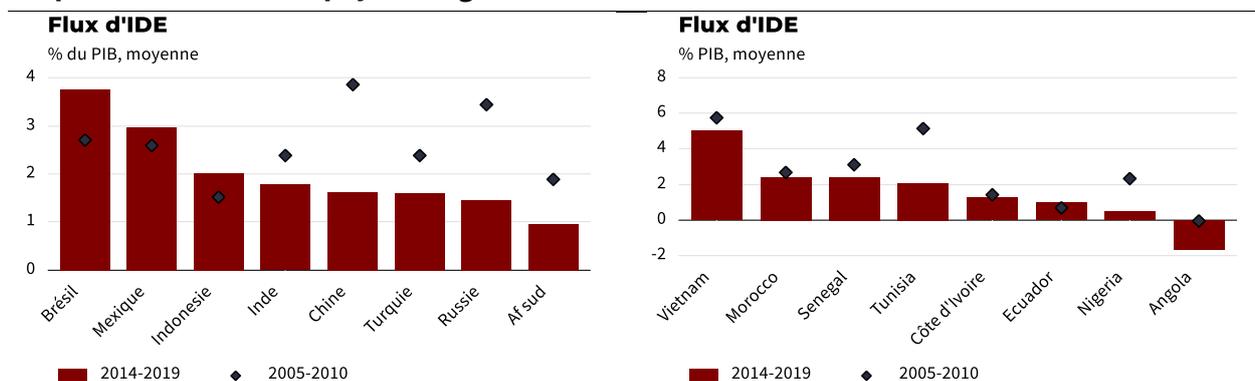
Pour l'ensemble des pays émergents, cet effritement des IDE est tenu en valeur nominale, mais il est plus net lorsqu'il est exprimé en pourcentage du PIB des pays concernés. Plusieurs facteurs y contribuent comme la baisse des perspectives de croissance des principaux pays récipiendaires, le moindre dynamisme du secteur des matières premières par rapport au début de la décennie et la baisse des incitations à la fragmentation des chaînes de valeur. Enfin, on note que dans divers pays les nouvelles politiques nationales d'investissement sont devenues plus critiques à l'égard de l'investissement étranger.

Dès avant la crise du Covid, dans un contexte de ralentissement structurel en Chine, les trajectoires de croissance d'un certain nombre de grands pays émergents comme le Mexique, l'Afrique du Sud ou la Russie, se sont avérées décevantes. Par ailleurs, les

modèles de croissance de nombreuses économies émergentes trop dépendants du pétrole, de la demande chinoise ou du crédit devront à l'avenir être repensés. Au-delà du redémarrage post Covid en cours, les prévisions du FMI<sup>4</sup> illustrent un risque d'amplification des lignes de fracture dans l'économie mondiale. Le soutien de politique budgétaire en réponse à la pandémie a ainsi été beaucoup moins prononcé dans les pays émergents. Ce soutien y est en moyenne inférieur à 4% du PIB pour les années 2020 et 2021, contre près de 18% du PIB dans les pays développés.

Les IDE les plus mobiles sont ceux qui visent les marchés d'exportation mondiaux et sont principalement à la recherche d'efficacité opérationnelle. Ils sont affectés non seulement par le ralentissement du commerce international et la montée des politiques protectionnistes, mais aussi par la baisse des incitations à la segmentation des processus de production. La montée des risques associés à cette segmentation, de type géopolitique, climatique, ou simplement logistique a été singulièrement illustrée par l'épisode récent de la pandémie. L'adoption de politiques augmentant les exigences en matière de contenu local incite également à un recentrage voire une contraction des chaînes de valeurs. Les coûts de main-d'œuvre semblent ainsi avoir un peu moins d'influence sur les décisions en matière de localisation. Parallèlement, il existe des incitations nouvelles à la localisation dans des unités de production plus petites, plus flexibles et plus proches des marchés finaux, en raison aussi de l'évolution vers des modes de consommation durables. Par conséquent, les multinationales repensent leurs stratégies de localisation pour s'adapter à cette évolution de l'économie mondiale.

### Graphes 5 et 6 : IDE vers pays émergents



Source : SG Études économiques et sectorielles

Source : SG Études économiques et sectorielles

Il est difficile, faute de statistiques, de faire la distinction entre les IDE visant les marchés d'exportations mondiaux, par nature sensibles à la croissance du

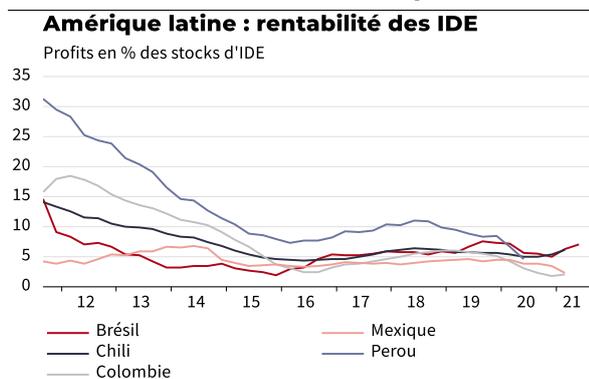
<sup>4</sup> <https://blogs.imf.org/2021/07/27/drawing-further-apart-widening-gaps-in-the-global-recovery/>

commerce international, aux coûts de productions locaux et exposés aux mesures protectionnistes, des IDE visant les marchés domestiques, davantage sensibles à la croissance des marchés locaux et dont la rentabilité peut au contraire bénéficier de mesures protectionnistes.

Pour cette seconde catégorie d'IDE visant les marchés domestiques, l'environnement devient également plus complexe. La croissance moyenne des grands pays émergents a décéléré au long de la dernière décennie. Ces pays ont en outre moins de moyens pour mettre en œuvre des politiques contracycliques, comme cela a été illustré lors de la pandémie. C'est le cas par exemple en Amérique Latine, mais la rentabilité des IDE y semble relativement résiliente (cf graphique). Elle est même raisonnablement élevée au Brésil malgré plusieurs années de récession ou de croissance très faible depuis sept ans. C'est d'ailleurs le grand pays émergent qui attire le plus d'IDE en proportion de son PIB. Paradoxalement, le niveau élevé de barrières à l'entrée protège la rentabilité des IDE au Brésil.

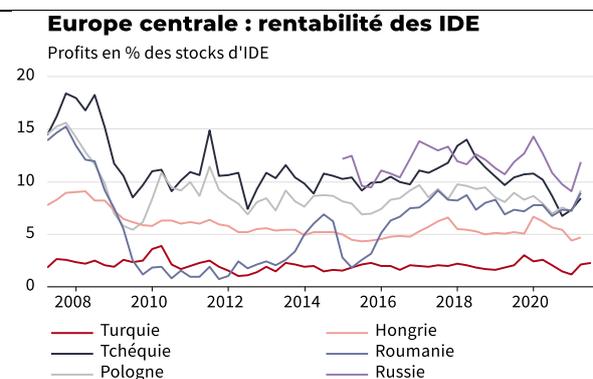
L'environnement est également devenu plus complexe en Europe centrale, cette fois-ci pour des raisons opposées : la croissance y est relativement élevée mais la place importante prise par les IDE dans les économies de ces pays à la fin des années de transition a incité plusieurs gouvernements de la région (en particulier Hongrie et Pologne), à les taxer indirectement davantage ou à tenter de diminuer leurs parts de marché. La volonté de réduire ce qui était perçu une forme de dépendance économique vis-à-vis de l'étranger a affecté surtout les secteurs les plus sédentaires, comme les infrastructures énergétiques et les services financiers.

### Rentabilité résiliente en Amérique latine



Source : SG Études économiques et sectorielles

### Rentabilité élevée dans les Pécos



Source : SG Études économiques et sectorielles

## Le risque d'une économie mondiale moins intégrée est réel

Parmi les développements récents, la montée en 2019 des tensions dans les secteurs de haute technologie entre les Etats-Unis et la Chine, et celle des préoccupations de

logistique d'approvisionnement dans le cadre de la pandémie sont les plus notables. Les questions de sécurité digitale et technologique, si elles se confirment, sont porteuses d'un découplage durable dans ces secteurs et sans doute au-delà. Par ailleurs, l'adoption de mesures tarifaires et l'affirmation par plusieurs pays de politiques plus nationalistes nourrissent des incertitudes. Un nombre croissant de pays utilise des arguments de sécurité nationale pour filtrer et parfois bloquer des opérations transfrontalières. Enfin, la Chine soutient avec la nouvelle route de la soie des projets d'investissements massifs dans les infrastructures dont la gouvernance restera hybride, combinant à la logique des IDE celle des accords bilatéraux entre Etats. Dans cet environnement, malgré le retour des Etats-Unis, le nombre des pays qui soutiennent sincèrement le multilatéralisme commercial sont devenus moins nombreux.

Par ailleurs, les investisseurs tiennent davantage compte de l'environnement, des questions sociales et de la gouvernance, ce qui implique en retour davantage de vigilance de la part des entreprises multinationales. Les transitions attendues touchent des enjeux variés. Pour la transition climatique, le combat pour l'adoption de normes vertes et de taxes carbone aux frontières ne fait que commencer. Dans ce cadre, le paysage des accords commerciaux et d'investissement pourrait continuer à se fragmenter, ou du moins à se remodeler autour de grandes régions. Le découplage en matière de normes technologiques entre grandes zones pourrait s'accroître. Il existe ainsi une possibilité de stagnation et même de repli lent des liens de production entre les économies. La composition des flux d'IDE serait ainsi affectée par des doutes croissants sur la stabilité des avantages des IDE orientés vers l'exportation. Ces évolutions peuvent entraîner un repli de la globalisation financière, mais on peut aussi espérer qu'elles permettent d'en renforcer la résilience. La dernière COP26 a ainsi été le théâtre de ces appels renouvelés à une coopération internationale renforcée.

## CONTACTS

---

**Michala MARCUSSEN**

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
[michala.marcussen@socgen.com](mailto:michala.marcussen@socgen.com)

**Olivier de BOYSSON**

Chef économiste Pays émergents  
+33 1 42 14 41 46  
[olivier.de-boysson@socgen.com](mailto:olivier.de-boysson@socgen.com)

**Ariel EMIRIAN**

Analyse macro-économique  
+33 1 42 13 08 49  
[ariel.emirian@socgen.com](mailto:ariel.emirian@socgen.com)

**François LETONDU**

Analyse macro-sectorielle et macro-financière  
+33 1 57 29 18 43  
[francois.letondu@socgen.com](mailto:francois.letondu@socgen.com)

**Evelyne BANH**

Asie  
+33 1 57 29 37 39  
[evelyne.banh@socgen.com](mailto:evelyne.banh@socgen.com)

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe centrale et orientale, Russie  
+33 1 58 98 98 69  
[constance.boublil-groh@socgen.com](mailto:constance.boublil-groh@socgen.com)

**Laurent DEJARDIN-VERKINDER**

Analyse macro-sectorielle  
+33 1 58 98 40 53  
[laurent.dejardin-verkinder@socgen.com](mailto:laurent.dejardin-verkinder@socgen.com)

**Clément GILLET**

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
[clement.gillet@socgen.com](mailto:clement.gillet@socgen.com)

**Erwan JAIN**

Analyse macro-sectorielle  
+33 1 58 98 05 35  
[erwan.jain@socgen.com](mailto:erwan.jain@socgen.com)

**Alan LEMANGNEN**

Zone euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
[alan.lemangnen@socgen.com](mailto:alan.lemangnen@socgen.com)

**Simon RAY**

Analyse macro-financière, Royaume-Uni  
+33 1 42 13 70 80  
[simon.ray@socgen.com](mailto:simon.ray@socgen.com)

**Valérie RIZK**

Analyse macro-sectorielle  
+33 1 58 98 82 85  
[valerie.rizk@socgen.com](mailto:valerie.rizk@socgen.com)

**Danielle SCHWEISGUTH**

Zone euro, Italie, Espagne  
+33 1 57 29 63 99  
[danielle.schweisguth@socgen.com](mailto:danielle.schweisguth@socgen.com)

**Edgardo TORIJA ZANE**

Prévisions économiques mondiales  
Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale  
+33 1 42 14 92 87  
[edgardo.torija-zane@socgen.com](mailto:edgardo.torija-zane@socgen.com)

**Joe ZAKHIA AL DOUAIHY**

Analyse macro-sectorielle  
+33 1 58 98 64 87  
[joe.zakhia-al-douaihy@socgen.com](mailto:joe.zakhia-al-douaihy@socgen.com)

**Stéphanie HUET**

Assistante  
+33 1 57 29 34 97  
[stephanie.huet@socgen.com](mailto:stephanie.huet@socgen.com)

**Yolande NARJOU**

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
[yolande.narjou@socgen.com](mailto:yolande.narjou@socgen.com)

Société Générale | Société Générale Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

## DISCLAIMER

---

*La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.*

*Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.*

*L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.*

*Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).*

*Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.*

*Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.*

*Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).*

*La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.*

© 2021