

# LES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

## PRINCIPALES TENDANCES DE LA DÉCENNIE 1980

DOMINIQUE NIVAT, ANTOINE PARENT, AGNÈS PLASSARD,

*DIRECTION DE LA PRÉVISION*

La décennie 1980 se caractérise par une croissance sans précédent des flux de capitaux internationaux. Cette croissance, dont la plus grande part revient aux capitaux privés mais à laquelle les autorités publiques des pays industrialisés ont donné une impulsion décisive, ignore quasiment à partir de 1982 \* les pays en développement. Elle s'inscrit dans un contexte général que l'on peut résumer en trois mots : déréglementation (financière), inflation, flottement (des monnaies).

Au cours des années 1980 la différenciation des politiques économiques, des taux d'inflation et des taux de change a conduit à l'apparition des déséquilibres majeurs des balances courantes dont le mode de financement a profondément changé. Le développement des marchés internationaux de capitaux, sous l'effet de la déréglementation et d'innombrables innovations financières, a répondu à une double fonction : pour les Etats il permet d'obtenir un financement des déficits publics ; pour les agents privés il offre, selon leur aversion vis-à-vis du risque, soit des occasions d'augmenter le rendement de leurs placements, soit une protection contre l'inflation et les risques de change à travers une diversification des patrimoines. Ainsi se sont considérablement accrus les portefeuilles internationaux de titres, souvent au détriment des opérations classiques de prêt et d'emprunt bancaires.

La dernière tendance sur laquelle nous insisterons consiste en une forte progression des investissements directs à l'étranger qui touche la plupart des grands pays industrialisés, à la fois exportateurs et importateurs de capitaux.

Nous nous limiterons dans le bref exposé qui va suivre à l'analyse des flux de sortie et d'entrée de capitaux des cinq principaux pays industrialisés, à savoir les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France et la Grande-Bretagne, pays qui à eux seuls ont représenté entre 50 et 75 % des flux de capitaux internationaux selon les années dans la décennie 1980.

225

---

\* Date du moratoire décrété unilatéralement par le Mexique sur le service de sa dette extérieure.

*Les déséquilibres des opérations courantes*

Les déséquilibres des balances courantes, fréquents mais de faible ampleur et de durée généralement limitée dans les années 1960 et la première moitié des années 1970, se sont brutalement aggravés dès le début de la dernière décennie. La balance courante américaine s'est ainsi profondément dégradée de 1981 à 1986.

Inversement les balances courantes de la RFA et du Japon, déficitaires au début des années 1980, ont montré un excédent croissant jusqu'en 1986, tandis que la France, engagée dans une politique d'assainissement de ses comptes extérieurs depuis 1983, ne parvenait que deux ans plus tard à rééquilibrer ses comptes courants.

L'année 1986 est d'ailleurs un point de retournement des tendances antérieures (*cf. graphique 1*). Consacrée par les « accords du Plaza » à New York en octobre 1985, la dépréciation progressive du dollar américain (qui passe du cours moyen de 9,00 F en 1985 à 6,90 F en 1986) ainsi que la décélération de la demande intérieure américaine vont progressivement conduire à une atténuation des déséquilibres.

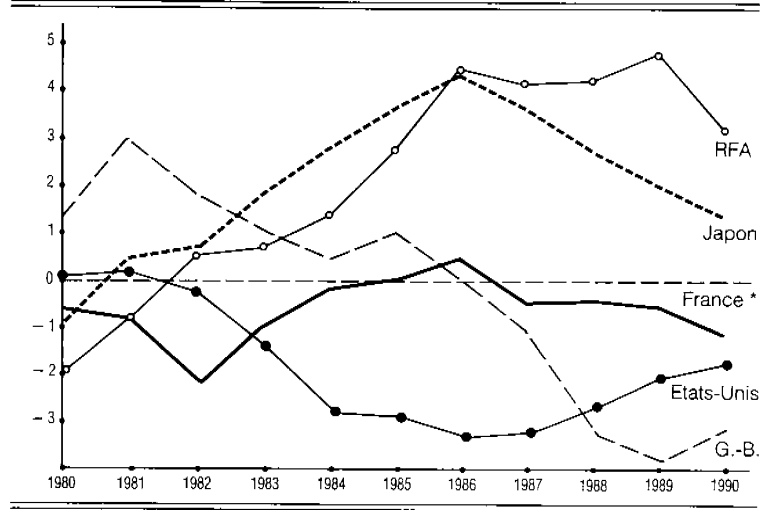
L'ajustement toutefois est long à se produire : si aux Etats-Unis la réduction du déficit courant semble se poursuivre depuis 1987 — sans que l'on puisse encore évoquer un véritable retour à l'équilibre —, l'excédent courant du Japon, après avoir décliné entre 1987 et 1990, devrait à nouveau progresser en 1991 (*cf. ci-après*). Pour l'Allemagne unifiée, le vif dynamisme de la demande joint à l'effondrement de la production dans la partie orientale du pays devrait entraîner une résorption totale de l'excédent courant qui devrait passer de 47,9 Mds de dollars en 1990 à - 21 Mds de dollars en 1991 d'après les prévisions de l'OCDE.

Pendant toute la décennie le solde courant britannique a diminué, passant d'un excédent égal à 3 % du PNB à un déficit de près de 4 %. Cette tendance ne s'est retournée qu'en 1990.

La Grande-Bretagne devrait voir diminuer son déficit courant jusqu'à 10 Mds de dollars en 1991, après un solde négatif de la balance courante de 24,5 Mds de dollars en 1990 et 32,5 en 1989.

Graphique 1

SOLDES DES PAIEMENTS COURANTS (EN % DU PIB)



\* Pour la France, y compris transferts en capital

*Les investissements de portefeuille*

Le recyclage des capitaux provenant de pays à la balance courante excédentaire dans la fin des années 1970 (notamment de l'OPEP) avait pris la forme principale de dépôts auprès des banques occidentales opérant sur les euro-marchés. Cette intermédiation bancaire au niveau mondial a rapidement buté sur la montée des taux d'intérêt, l'accélération de l'inflation et la non-solvabilité de bon nombre de débiteurs, mettant en péril le système bancaire mondial dans son ensemble.

Toutefois, les déséquilibres extérieurs et budgétaires persistant, il fallut trouver de nouveaux canaux de financement. Dans les années 1980 les innovations financières et l'ouverture des marchés financiers nationaux aux investisseurs étrangers offrirent la possibilité de résoudre les problèmes de financement par recours direct au marché, d'où le développement sans précédent des émissions de titres financiers, notamment à destination des non-résidents, au cours de la décennie (*cf. tableau 1*).

Tableau 1

ENCOURS MONDIAUX EN ACTIONS ET OBLIGATIONS (EN MDS DE \$)

	1983	1985	1988	1989
Portefeuille mondial (1)				
actions	3 284	4 667	9 297	10 926
obligations	4 318	6 049	10 057	10 622
Portefeuille de non résidents (2)				
actions	233	341	619	728
obligations	345	589	1 148	1 357
(2)/(1)				
actions	7,10 %	7,31 %	6,66 %	6,66 %
obligations	7,99 %	9,74 %	11,40 %	12,78 %

Source : BRI (Banque des Règlements Internationaux)

Les investissements en actions étrangères ont également connu un vif succès depuis le début de la décennie, mais outre qu'il s'agit d'un phénomène antérieur à la décennie 1980, la progression rapide des cours de la plupart des Bourses mondiales entre 1980 et 1987 a contribué à stabiliser la part des non-résidents parmi les détenteurs d'actions (*cf. tableau 1*) tandis que les secousses successives d'octobre 1987, de la mi-1988 et de l'année 1990 ont généralement incité les investisseurs internationaux à la prudence.

Pour l'ensemble des marchés de capitaux, d'ailleurs, l'année 1990 s'est révélée peu favorable. La baisse des cours de la plupart des Bourses mondiales au second semestre s'est traduite par un repli du volume des opérations, tandis que les entreprises ont réduit leurs émissions obligataires et notamment leur appel aux marchés internationaux de capitaux, les émissions nettes d'obligations internationales étant revenues de 174 Mds de dollars en 1989 à 131 Mds en 1990.

Si l'on observe l'ensemble des flux annuels d'investissements de portefeuille transfrontières, on relève, outre leur accroissement considérable depuis le milieu de la décennie (*cf. tableau 2*), un mouvement symétrique d'augmentation des engagements américains et de croissance des avoirs japonais à l'étranger. Incontestablement la décennie 1980 consacre en matière d'investissements de portefeuille le déclin des Etats-Unis, principal pays débiteur, et la montée du Japon qui s'est imposé comme le premier pourvoyeur mondial de capitaux.

**I**l n'est pas exagéré de dire que si dans les années 1970 les banques finançaient les déficits des paiements courants, ce rôle est depuis quelques années dévolu dans une large mesure aux fonds de placement, sociétés d'investissement et autres maisons de titres.

En 1980 les euro-émissions et les émissions étrangères<sup>1</sup> d'obligations atteignaient ensemble 38 Mds de dollars dont la quasi-totalité était libellée en dollars et dont près de 75 % émanaient d'opérateurs américains. En 1989 le total de ces émissions s'élevait à 262 Mds de dollars, soit sept fois plus, dont moins de la moitié en dollars, et provenait principalement du Japon et de Grande-Bretagne, ces deux pays représentant respectivement 49 % et 12 % des émissions nettes d'obligations internationales (*source* : BRL). On peut également noter que ces émissions se sont fortement diversifiées au cours de la décennie.

Alors que les émissions classiques à taux fixe représentaient les trois quarts du marché international en 1980, elles ont été concurrencées par des émissions à taux variable, particulièrement dans les années 1985 et 1986 en raison de la forte volatilité des taux d'intérêt à l'époque (ainsi en 1985 les émissions à taux variable sont montées à 58,7 Mds de dollars, soit 35 % du total, presque toutes en dollars) ; jusqu'au krach d'octobre 1987, les émissions d'obligations convertibles en actions ont eu la faveur des investisseurs tandis que de 1986 à 1989 s'est développé le marché des obligations à bons de souscription d'actions (25 % du total des émissions en 1989) sur lequel les Japonais furent très actifs jusqu'à la baisse de la Bourse de Tokyo en mars et août 1990.

Les marchés internationaux ont également attiré les autorités publiques de nombreux pays qui ont réservé une partie des émissions de titres publics aux non-résidents. Dès 1983, les Etats-Unis ont pu financer leur déficit budgétaire en plaçant une part importante des nouvelles émissions de bons du Trésor auprès d'investisseurs internationaux, principalement japonais (qui ont été acquéreurs de 40 % du montant total des bons du Trésor américain en 1989). D'autres pays ont suivi, l'Allemagne fédérale à partir de 1985, la Grande-Bretagne à compter de 1988, la France à partir de 1989.

A la fin 1990 les non-résidents détenaient 35 % des titres de la dette des gouvernements locaux (*Länder*) et fédéral allemands, 20 % des bons du Trésor américain ou encore 255 Mds de francs en valeurs du Trésor public français, soit 15 % de l'encours total.

<sup>1</sup> Les euro-émissions sont des émissions d'obligations dans un pays différent de celui qui émet la monnaie dans laquelle elles sont libellées tandis que les émissions étrangères sont des obligations lancées dans un pays dans la monnaie de ce pays et pour le compte d'un emprunteur étranger.

Tableau 2

## MOUVEMENTS DE CAPITAUX DE TREIZE PAYS INDUSTRIELS

Poste	1977-79	1980-84	1985	1986	1987	1988	1989	1990 <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU, moyenne annuelle								
<b>Investissements de portefeuille</b>								
Total des sorties <sup>2</sup>	17,0	45,7	119,6	180,3	122,7	197,0	266,7	157,6
Etats-Unis	5,8	5,8	7,5	4,3	5,3	7,9	21,9	26,7
Japon	2,6	13,8	59,8	102,0	87,7	87,0	113,1	39,7
Communauté européenne <sup>3</sup>	3,8	18,7	43,8	62,9	20,8	85,6	116,0	83,0
<i>Allemagne</i>	1,5	4,3	11,0	9,7	13,5	41,4	26,7	14,6
<i>France</i>	0,9	1,2	2,5	6,0	3,3	4,2	6,7	6,8
<i>Royaume-Uni</i>	0,8	10,8	24,7	34,0	—	6,7	17,8	28,5
Autres pays <sup>4</sup>	4,8	7,4	8,5	11,1	8,9	16,5	15,6	8,2
Total des entrées <sup>5</sup>	21,8	57,3	146,4	170,3	110,6	153,1	288,9	160,5
Etats-Unis	4,6	16,7	71,4	74,8	34,5	46,6	69,5	5,2
Japon	3,0	11,9	16,7	0,5	—	6,1	20,3	85,1
Communauté européenne <sup>3</sup>	8,1	17,1	38,6	65,4	62,0	61,4	107,7	97,5
<i>Allemagne</i>	3,9	8,7	12,5	33,5	11,4	—	2,3	21,8
<i>France</i>	1,3	5,2	8,9	7,8	8,7	11,9	29,0	39,5
<i>Royaume-Uni</i>	1,7	1,6	12,5	17,9	33,8	25,3	17,4	9,7
Autres pays <sup>4</sup>	6,1	11,6	19,7	29,6	20,2	24,8	26,6	23,1
<b>Investissements directs</b>								
Total des sorties <sup>2</sup>	34,1	39,6	53,7	86,0	131,0	154,0	189,3	202,8
Etats-Unis	15,9	9,6	13,2	18,7	31,0	16,2	31,7	36,4
Japon	2,1	4,3	6,5	14,5	19,5	34,2	44,1	48,0
Communauté européenne <sup>3</sup>	14,0	20,7	23,1	40,6	62,4	76,0	89,1	96,0
<i>Allemagne</i>	3,0	3,6	4,9	10,0	9,1	11,4	14,2	22,5
<i>France</i>	1,6	2,9	2,3	5,3	8,8	12,7	18,1	26,6
<i>Royaume-Uni</i>	6,2	9,3	10,7	17,2	31,4	37,3	35,6	17,5
Autres pays <sup>4</sup>	2,1	5,0	10,9	12,2	18,1	27,6	24,4	22,4
Total des entrées <sup>5</sup>	18,4	34,2	33,4	58,7	92,0	120,5	155,0	114,9
Etats-Unis	6,1	18,6	19,0	34,1	46,9	58,4	72,2	25,7
Japon	0,1	0,3	0,6	0,2	1,2	—	0,5	—
Communauté européenne <sup>3</sup>	10,6	13,3	12,2	17,1	34,0	49,5	69,8	72,2
<i>Allemagne</i>	1,3	0,8	0,5	1,1	1,9	1,0	6,8	1,5
<i>France</i>	1,9	2,2	2,2	2,8	4,7	7,2	9,7	8,1
<i>Royaume-Uni</i>	4,2	5,3	4,7	7,3	—	18,3	28,8	31,6
Autres pays <sup>4</sup>	1,6	2,0	1,6	7,3	9,9	13,1	14,1	15,2

1 Chiffres obtenus en partie sur la base d'estimations.

2 Augmentation des avoirs des résidents.

3 Allemagne, Belgique, Luxembourg, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni.

4 Autres pays du Groupe des Dix plus l'Australie.

5 Augmentation des avoirs des non-résidents.

Sources : Données nationales et FMI, statistiques de balance de paiements. BRI, rapport annuel 1991.

*Les investissements directs*

Les investissements directs ont crû très rapidement ces dernières années, atteignant 185 Mds de dollars<sup>2</sup> en 1989, soit quatre fois le montant moyen du début de la décennie 1980. Si les capitaux sont comme auparavant originaires des pays industrialisés occidentaux, leur destination géographique a radicalement changé depuis le début des années 1980. Au cours de la décade 1975-1984 entre le quart et le tiers des investissements directs était dirigé vers les pays en développement. En 1989 leur part est revenue à moins de 10 % du total des entrées nettes.

Les flux croissants d'investissements directs de ces dernières années ont été orientés essentiellement vers les pays industrialisés, et particulièrement vers les Etats-Unis. Dans les années 1980 le solde net des investissements directs est devenu fortement excédentaire dans ce dernier pays (*cf. tableau 2*), notamment à partir de 1987 et de la dépréciation du dollar qui a incontestablement facilité les prises de participation et les opérations de fusion-acquisition. L'un des paradoxes de ces investissements massifs aux Etats-Unis est que toutes ces dernières années le rendement en fut extrêmement bas, voire négatif. (Le taux de retour moyen sur les investissements directs aux Etats-Unis est passé de 3 % en 1980 à 1 % en 1988). Pour expliquer cela on peut alléguer que le stock d'investissements étrangers y est de constitution récente, et donc pas encore rentable (les entreprises acquises étant dans une phase de restructuration ou d'investissements lourds). On peut aussi mettre l'accent sur les autres buts de ces investissements : contourner les barrières protectionnistes ou assurer, pour des entreprises à stratégie mondiale intégrée, une présence, même onéreuse, sur un marché incontournable et fortement innovateur.

Une autre zone de destination majeure des investissements directs à l'étranger est apparue ces quatre dernières années, la CEE. Les entrées nettes y ont dépassé 73 Mds de dollars en 1989, dont une part significative relevait de flux intra-CEE. Toutefois il faut souligner que l'ensemble des pays industrialisés ont accru leurs investissements dans la CEE. La perspective de constitution d'un marché unique européen en 1993 et les avancées dans la réalisation de l'Union économique et monétaire ne sont certainement pas étrangères à ce phénomène.

Au sein de la Communauté européenne trois zones géographiques apparaissent comme des destinations privilégiées : l'Espagne, où la plupart des investisseurs étrangers sont originaires de la CEE, la Grande-Bretagne (le stock d'IDE y est évalué à 135 Mds de dollars fin 1989) choisie préférentiellement par des firmes non européennes, américaines et japo-

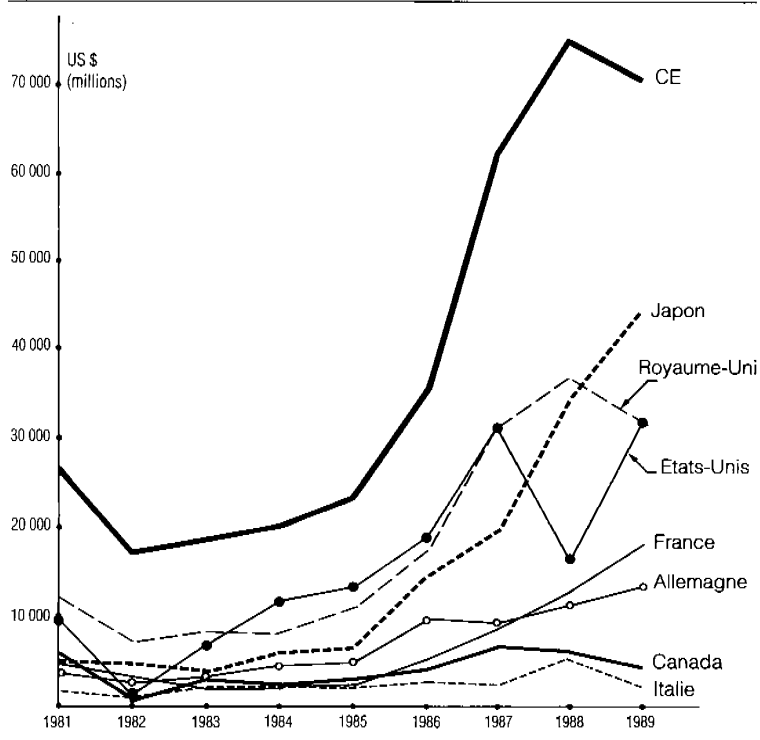
<sup>2</sup> Soit le total des entrées nettes recensées dans le monde, lesquelles sont bien inférieures depuis plusieurs années au total des sorties nettes.

naïses surtout, et le Bénélux, terre d'élection des banques et sociétés-holding.

Du point de vue des sorties nettes, au-delà de la forte croissance générale à partir de 1986 qui témoigne des progrès de l'internationalisation des économies, on peut relever le poids important du Royaume-Uni, le rôle toujours majeur des Etats-Unis et l'explosion récente — depuis 1988 — des investissements directs français à l'étranger qui fait de ce pays en 1990 le troisième investisseur mondial à l'étranger, avec des sorties nettes s'élevant à 150,5 Mds F. Cependant, comme pour les investissements de portefeuille, c'est le Japon qui est devenu ces trois dernières années le principal pays d'origine des IDE (*cf. graphique 2*), et ce changement décisif dans la stratégie des entreprises nippones ne semble pas devoir être remis en cause par le ralentissement conjoncturel de 1991. Les entreprises japonaises d'un côté

Graphique 2

INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER (1981-1989)



Source : Secrétariat de l'OCDE



délocalisent une partie amont de leur production vers des zones économiques proches pour bénéficier d'avantages en termes de coûts de production et d'un autre côté cherchent à s'implanter, en aval, dans les pays développés pour y assurer leurs débouchés.

### *Les opérations bancaires*

La forte croissance des crédits bancaires internationaux, observée du début des années 1970 jusqu'en 1981, s'est brutalement interrompue l'année suivante. Le solde net des nouveaux prêts bancaires internationaux est ainsi revenu à 165 Mds de dollars en 1981 à 95 Mds en 1982. Jusqu'en 1985 — où l'ensemble des concours bancaires internationaux nets se sont élevés à 100 Mds de dollars — l'activité est restée faible sur ces marchés. En sont à l'origine l'arrêt quasi-total des crédits à destination des PED consécutif aux difficultés de paiement d'un certain nombre d'importants pays débiteurs (selon la BRI les prêts nets des banques « déclarantes », aux PED hors PEP, qui s'élevaient à 40 Mds de dollars en 1981, se sont montés à 8,5 Mds de dollars en 1985). Mais cela correspond aussi à un phénomène de désintermédiation à l'échelle mondiale.

Les années 1982-1985 sont donc caractérisées sur le plan international par une substitution partielle des emprunts obligataires aux emprunts bancaires traditionnels. Les banques elles-mêmes ont d'ailleurs activement participé à ce mouvement de substitution dans la mesure où elles ont renforcé leurs positions comme intermédiaires et également comme emprunteurs et investisseurs sur les marchés obligataires au détriment de leurs opérations de refinancement interbancaire.

A partir de 1986 on assiste à une reprise des crédits bancaires internationaux. Cela tient en partie à la divergence croissante des taux d'intérêt sur les principales monnaies et aux possibilités d'arbitrages offertes par les marchés d'instruments financiers. Ceux-ci connaissent depuis quelques années un succès croissant, lié à la déréglementation générale de la fin de la décennie, à la concurrence accrue entre les places et les institutions financières et à la réduction des frais et commissions bancaires qui en a résulté. Sur les marchés de contrats à terme de taux d'intérêt ou de devises et sur les marchés d'options, le nombre des opérations traitées a dépassé les 300 millions en 1990. A la fin 1990 selon la BRI les positions ouvertes sur les principaux marchés de produits dérivés atteignaient plus de 2 000 milliards de dollars.

Ces opérations qui permettent la couverture de risques liés aux variations de taux d'intérêt et de change participent à l'expansion considérable ces dernières années des mouvements de capitaux bancaires à court terme en devises. Ils sont une conséquence et une contrepartie de l'augmentation des

flux d'investissements directs et de portefeuille à l'étranger et du décloisonnement des marchés de capitaux.

Pour toutes les opérations bancaires on relève le rôle majeur des banques japonaises depuis une demi-douzaine d'années, corollaire du poids des investisseurs japonais sur les marchés extérieurs, la grande activité des banques britanniques et le dynamisme des banques françaises, encouragé par la nouvelle crédibilité du Franc français, le développement récent des avoirs en Francs d'investisseurs privés non-résidents et du marché de l'euro-franc. A la fin 1989 les banques japonaises détenaient 17 % des avoirs extérieurs en monnaies nationales et en devises<sup>3</sup>, les banques françaises 7 %, les banques britanniques 18,5 %, et les banques américaines, jadis les plus importantes sur ces marchés, 12 %.

En 1990 le montant des concours bancaires internationaux nets s'est contracté, à 380 Mds de dollars contre 410 en 1989. Les banques japonaises, très actives les années précédentes, ont été particulièrement touchées en raison de la baisse du prix des actifs au Japon — baisse des cours à la Bourse de Tokyo et baisse du cours des obligations libellées en yens consécutive au resserrement de la politique monétaire japonaise — qui en pesant sur leurs fonds propres les a contraintes à limiter leurs prêts et emprunts pour respecter le ratio Cooke. Les banques américaines confrontées à une forte progression des défaillances et à la récession économique sur leur marché intérieur ont vu le niveau de leurs avoirs extérieurs revenir à 10 % de l'encours mondial, soit le niveau le plus bas de la décennie. *A contrario* on peut souligner les bonnes performances des banques européennes à l'origine des deux-tiers des nouveaux crédits internationaux.

<sup>3</sup> Les statistiques de position extérieure de la BRI regroupent l'ensemble des créances (ou engagements) des banques originaires d'un pays donné sur les non-résidents en devises ou en monnaie nationale.

## LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET L'EXTÉRIEUR EN 1990 ET 1991

L'année 1990, et plus encore l'année 1991, sont marquées par deux mouvements significatifs de la balance des paiements américaine : moindre déficit des paiements courants et contraction des entrées nettes de capitaux étrangers.

La réduction du déficit des paiements courants constitue un nouveau progrès dans l'ajustement extérieur débuté en 1988. Pour ce qui concerne les entrées nettes de capitaux, leur contraction reflète partiellement l'amélioration du solde courant. Toutefois, hors les circonstances exceptionnelles de 1991 (contributions au financement de la guerre du Golfe), et compte-tenu de l'ampleur prévisible du déficit courant des années à venir, d'importantes entrées de capitaux seront encore nécessaires, ce qui pourrait être source de tensions sur le dollar et les taux d'intérêts américains.

### *Assainissement extérieur et ralentissement des entrées nettes de capitaux*

235

● Le solde des paiements courants qui s'était fortement dégradé pendant la décennie 1980, passant d'une situation équilibrée en 1981 à  $-3,3\%$  du PIB en 1987, a poursuivi en 1990 son redressement amorcé en 1988 pour s'établir à  $-1,8\%$  du PIB, et retrouverait un niveau proche de l'équilibre en 1991.

L'amélioration du solde courant en 1990 est essentiellement imputable à la croissance de l'excédent des invisibles, le déficit commercial ne se réduisant que de façon très marginale (*cf. tableau 1*).

En première analyse l'impact positif de la guerre du Golfe persique sur les comptes courants américains en 1990 est resté limité : si les États-Unis ont reçu une aide financière globale de 4,3 Mds de dollars au titre de l'opération « Bouclier du désert »<sup>1</sup> dans le courant du dernier trimestre, au cours de la même période la hausse de 20 % en valeur des importations pétrolières (données CVS) a entraîné un surcroît de 3,1 Mds de dollars.

De plus, des dépenses imprévues sont venues grever les comptes au dernier trimestre : l'annulation de la dette égyptienne pour 7 Mds de dollars et une aide exceptionnelle à Israël se montant à 2,9 Mds de dollars.

*In fine*, si l'on tient compte de ces deux derniers montants, l'intervention militaire américaine dans le conflit s'est soldée en 1990 par un bilan négatif pour la balance des paiements courants ( $-8,7$  Mds de dollars).

<sup>1</sup> Comptabilisée dans la balance des transferts unilatéraux.

En 1991 le déficit de la balance des transactions courantes se limiterait à 4 Mds de dollars selon les dernières prévisions de l'OCDE, soit une réduction de 95 % par rapport à 1990.

Ce quasi-retour à l'équilibre serait imputable à hauteur de 40 % à la régression du déficit commercial, à une nouvelle croissance de l'excédent des services, et surtout à une forte progression de la balance des transferts unilatéraux (cf. *tableau 1*). Cette performance serait obtenue en grande partie grâce aux transferts publics liés à la guerre du Golfe estimés par l'OCDE à 45 Mds de dollars pour toute l'année 1991.

Il convient donc de relativiser les données prévisionnelles pour 1991 qui surestiment la capacité des Etats-Unis à rééquilibrer leurs comptes courants dans une perspective de moyen terme.

Tableau 1

LA BALANCE AMÉRICAINE DES PAIEMENTS COURANTS

	1989	1990	1991 (prévision)
TOTAL	- 106,3	- 92,1	- 4,1
dont :			
— marchandises	- 115,9	- 108,1	- 73,6
— services	+ 25,1	+ 38,3	+ 41,5
— transferts unilatéraux	- 15,1	- 22,3	+ 28

Source : OCDE, en Mds de dollars.

• Les entrées nettes de capitaux<sup>2</sup> connaissent depuis 1989 une forte contraction qui s'explique avant tout par la baisse des entrées nettes de capitaux étrangers (cf. *tableau 2*).

Ainsi, alors qu'en 1987 les entrées nettes de capitaux aux Etats-Unis culminaient à 167 Mds de dollars — niveau le plus élevé de la décennie 1980 —, celles-ci se sont graduellement réduites jusqu'en 1989, avant de s'effondrer littéralement depuis lors, à tel point que le solde de la balance des capitaux est devenu négatif au 1<sup>er</sup> semestre 1991.

<sup>2</sup> Entrées nettes de capitaux = entrées nettes des non-résidents (c'est-à-dire les investissements de ceux-ci dans le pays nets de leurs désinvestissements) — les sorties nettes des résidents (investissements des résidents à l'étranger nets de leurs désinvestissements).

CHRONIQUE: MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

Tableau 2

PRINCIPAUX SOLDES DE LA BALANCE DES PAIEMENTS AMÉRICAINES \*

	1988	1989	1990	1 sem. 91
Balance courante	- 126,2	- 106,3	- 92,1	- 13,5
Entrées nettes de capitaux	135,5	87,9	28,6	- 26,2
— entrées nettes de non-résidents	221,5	216,5	86,3	1,5
— sorties nettes de résidents	- 86,1	- 128,6	- 57,7	- 27,7
Erreurs et omissions	- 9,2	18,4	63,5	12,7

\* La balance des paiements américaine ne présente pas de classification des mouvements de capitaux selon leur durée. Il n'est donc pas possible d'isoler un solde de base (somme du solde des transactions courantes et des mouvements de capitaux à long terme), la distinction s'opérant seulement entre résidents et non-résidents, secteur public et secteur privé.

Source : Balance des paiements américaine.

Tableau 3

PROFIL SEMESTRIEL DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

Mds de \$	2 s 88	1 s 89	2 s 89	1 s 90	2 s 90	1 s 91
Entrées nettes des non-résidents	130,4	72,1	144,4	- 1,8	88,1	1,5
Sorties nettes des résidents	- 70,4	- 41,9	- 86,7	3,6	- 61,3	- 27,7
Entrées nettes de capitaux	60,0	30,2	57,7	1,8	26,6	- 26,2

237

• On peut cependant relever en 1990 un accroissement considérable du poste d'ajustement « erreurs et omissions » qui passe de 18,4 Mds de dollars à 63,5 Mds de dollars. L'administration américaine a estimé nécessaire de revenir dans un encadré spécifique du « *Survey of Current Business*, n° 71, mars 1991 » sur la teneur de ce poste d'ajustement. Il en ressort que l'aggravation de ce poste qui mesure l'écart d'enregistrement entre la balance courante et le compte de capital (qui donc en théorie, doit être résiduel voire nul) proviendrait de plusieurs facteurs. Les erreurs et omissions les plus importantes trouveraient leur origine dans le compte de capital en raison d'une part de la difficulté croissante d'adaptation du système statistique aux innovations financières, d'autre part d'une probable sous-évaluation des investissements directs aux Etats-Unis. Par ailleurs, certains postes d'exportations de marchandises et de services pourraient avoir été durablement sous-évalués. Il convient donc de relativiser les résultats enregistrés par la balance des paiements américaine.

*Principales tendances des sorties  
de capitaux des résidents américains*<sup>3</sup>

• Les investissements directs américains à l'étranger<sup>4</sup> ont atteint en 1990, comme en 1989, un montant record de 33,4 Mds de dollars, équilibrant presque le niveau des investissements directs étrangers aux Etats-Unis (37,2 Mds de dollars en 1990).

Les résultats du premier trimestre 1991 semblaient amplifier les tendances des deux dernières années, les investissements américains à l'étranger ayant approché 12 Mds de dollars, mais au second trimestre ceux-ci se sont fortement contractés à 2,6 Mds de dollars. Hors bénéfices réinvestis<sup>5</sup> le solde net des investissements directs américains à l'étranger est passé de 4,4 Mds de dollars au premier trimestre à - 2,5 Mds de dollars au second.

La prééminence de l'Europe, zone de destination privilégiée des investissements américains, s'est accentuée encore. L'Europe a capté 53 % des flux en 1990 contre 48 % en 1989, la part de la Grande-Bretagne ayant cependant diminué de plus d'un tiers d'une année à l'autre. En 1991 il se confirme que la Grande-Bretagne souffre d'un désintérêt relatif de la part des investisseurs américains, ceux-ci se désengageant également du Japon.

• Depuis 1989 les investissements de portefeuille de résidents américains à l'étranger progressent de façon très significative. Ils ont augmenté de plus de 25 % en valeur en 1990 à 28,5 Mds de dollars et se montent à 22,6 Mds de dollars uniquement pour le premier semestre 1991.

Si en 1990 les investisseurs américains ont préféré acheter des obligations plutôt que des actions en raison de l'atonie des Bourses européennes et japonaise et de la hausse des taux d'intérêt de long terme, en 1991 ils semblent avoir privilégié les actions. Ainsi les achats d'actions qui se sont élevés à 6,6 Mds de dollars en 1990 se montent à 15,8 Mds de dollars pour les six premiers mois de 1991. Le mouvement d'acquisition d'obligations était très important en 1990 (21,9 Mds de dollars) et concentré sur le Canada et l'Amérique latine en liaison avec la politique de restructuration de la dette, du Mexique et du Venezuela notamment. Il s'est fortement ralenti en 1991 du fait de la baisse des taux d'intérêt.

• On note aussi un mouvement important tant en 1990 qu'en 1991 en matière de prêts et emprunts du secteur bancaire, puisque ce poste est passé de la situation de sorties nettes en 1989 (- 51,3 Mds de dollars) à celle

<sup>3</sup> Seuls les mouvements de capitaux privés sont analysés ici.

<sup>4</sup> Aux Etats-Unis, on distingue un investissement de portefeuille d'un investissement direct en ce que dans le second cas la participation au capital doit dépasser 10 % (20 % en France).

<sup>5</sup> Dans la balance des paiements américaine les bénéfices réinvestis à l'étranger par des sociétés sous contrôle américain sont considérés comme des investissements directs à l'étranger (de même les bénéfices des sociétés américaines sous contrôle étranger réinvestis sur place sont considérés comme des investissements directs de non-résidents aux Etats-Unis). En cela la balance des paiements américaine se différencie de la balance des paiements française qui ne prend pas en compte les bénéfices réinvestis.

d'entrées nettes en 1990 (5,3 Mds de dollars) et au premier semestre 1991 (9,4 Mds de dollars). Les banques américaines ont très nettement ralenti leur activité de prêt à l'étranger du fait du ralentissement de l'économie mondiale mais aussi de la fragilisation de leur situation financière.

*La contraction des apports  
de capitaux par les non-résidents*

- L'implantation étrangère aux Etats-Unis sous forme d'investissements directs s'est fortement ralentie ; le flux diminue de 47 % en 1990 par rapport au niveau — exceptionnellement élevé — de 1989, à 37,2 Mds de dollars, et les résultats du premier semestre 1991 s'inscrivent encore en retrait par rapport à ceux de l'an passé, à 7,6 Mds de dollars. Si l'on ne peut parler de désengagement puisque le flux d'entrée reste positif<sup>6</sup>, une telle évolution, si elle se poursuivait, marquerait un sensible revirement de tendance.

Les investissements directs étrangers aux Etats-Unis ont, en effet, connu ces dix dernières années une croissance très rapide (presque 400 %) qui a largement alimenté un débat sur la dépendance accrue de l'économie américaine vis-à-vis des capitaux étrangers. Dans ce contexte, on a même assisté à la mise en place progressive d'une réglementation de l'investissement étranger, avec notamment l'amendement Exon-Florio, voté en décembre 1988, qui autorise le président des Etats-Unis à bloquer la fusion, l'acquisition ou la prise de contrôle d'entreprises américaines, si celui-ci juge que l'entité étrangère ainsi constituée menace la sécurité nationale.

239

On observe un net désengagement de l'Europe de l'Ouest et notamment du Royaume-Uni, dont les flux d'investissement diminuent de 70 % en 1990. Le Japon est également concerné puisque ses flux d'investissement diminuent de moitié, entre 1989 et 1990 et encore en 1991 où ils représentent seulement 1 Md de dollar, y compris les bénéfices réinvestis sur place.

- L'analyse des investissements de portefeuille montre un repli de la part des opérateurs non-résidents en 1990 : après 68,5 Mds de dollars d'entrées nettes en 1989, on n'enregistre plus qu'un solde positif de 2,9 milliards de dollars l'année suivante.

Le recul de 1990 s'observe tous titres confondus : les achats nets d'actions et d'obligations privées passent de 39,6 Mds de dollars en 1989 à 1,8 Md de dollars, soit le plus bas niveau depuis 1979. La majorité des investisseurs étrangers notamment japonais ont été vendeurs nets d'actions avec un désengagement particulièrement prononcé au troisième trimestre. Le même mouvement de désengagement s'est produit, avec une moindre ampleur, sur le marché obligataire.

<sup>6</sup> Hors bénéfices réinvestis, le montant total des investissements directs étrangers aux Etats-Unis s'inscrit à - 0,7 Md de dollars.

Les bons du Trésor américains connaissent une évolution similaire (passant de 128,9 Mds de dollars nets à 1,1 Md de dollars). Les Britanniques et surtout les Japonais ont même été vendeurs nets notamment en fin d'année en raison de la réduction de l'écart de rendement avec des titres publics concurrents (augmentation des taux sur les autres places et parallèlement montée de l'inflation aux Etats-Unis) et de la dépréciation du dollar.

Au premier semestre 1991, on enregistre toutefois une assez forte reprise des achats nets de titres américains par les investisseurs non-résidents à 37,9 Mds de dollars. Les bons du Trésor américain retrouvent la faveur des investisseurs suisses, japonais et britanniques qui s'en étaient détournés à la fin 1990 avec un courant d'achat de 17,3 Mds de dollars. On observe une reprise similaire des achats d'obligations privées encouragés par les anticipations de reprise économique aux Etats-Unis et l'appréciation du dollar. Quant aux acquisitions d'actions elles ont atteint 9 Mds de dollars dans la première moitié de 1991 dont plus des quatre-cinquièmes au second trimestre, période pendant laquelle les cours boursiers aux Etats-Unis connaissaient des hausses record.

Il est à craindre que le retournement des anticipations, le repli des Bourses de valeur et la dépréciation du dollar aidant, les tendances des deux premiers trimestres ne soient pas confirmées en fin d'année 1991.

• Les prêts au secteur bancaire américain qui s'étaient inscrits en forte baisse en 1990 (10 Mds de dollars contre 63,4 Mds de dollars en 1989) dégagent un solde déficitaire de 45,5 Mds de dollars au premier semestre 1991. Cette inversion des flux montre la prudence des banques étrangères face au ralentissement économique des Etats-Unis. Elle est également la contrepartie de la contraction des concours des banques américaines au reste du monde (*cf. ci-dessus*) dans la mesure où ce sont notamment les filiales étrangères des banques américaines qui ont réduit les crédits à leurs maisons-mères.

Le déficit commercial et la forte contraction des entrées nettes de capitaux privés aux Etats-Unis en 1990 et surtout en 1991, sont dans une large mesure, compensés par l'augmentation des transferts publics en provenance du Japon, d'Allemagne et de pays du Moyen-Orient. A brève échéance donc, les Etats-Unis ne devraient pas éprouver de difficultés de financement de leur balance des paiements.

Mais à moyen terme, si les tendances actuelles devaient se poursuivre, la conjonction d'un déficit courant — que nulle contribution exceptionnelle de gouvernements étrangers ne permettrait de réduire — et de sorties nettes de capitaux privés devrait peser sur la monnaie américaine. Les Etats-Unis seraient alors confrontés au dilemme suivant : laisser se déprécier le dollar, au risque d'accroître dans un premier temps leurs déficits, ou relever leurs



taux d'intérêt sur le marché monétaire, augmentant en cela le coût et la pénurie de crédit sur le marché intérieur, ce qui pourrait compromettre les espoirs de reprise économique. Les événements survenus à la fin de décembre 1991 (baisse du taux d'escompte et dépréciation du dollar) montrent que la première solution semble avoir été retenue.

LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX  
ENTRE LE JAPON ET L'EXTÉRIEUR  
EN 1990 ET 1991

On connaît les principales caractéristiques de la balance des paiements japonaise dans la décennie 1980 : accroissement rapide de l'excédent courant et gonflement des sorties de capitaux financiers à long terme. Toutefois dès 1988 s'amorce une inflexion de ces tendances : le solde excédentaire de la balance courante décroît et les sorties nettes de capitaux diminuent. L'année 1990 et les premières estimations sur 1991 offrent des résultats contrastés : alors que l'on a assisté à une nouvelle réduction du solde courant en 1990, l'OCDE attend pour 1991 un doublement de l'excédent des paiements courants par rapport à l'année passée. En revanche, tant en 1991 qu'en 1990, se poursuivrait le mouvement de rapatriement des capitaux financiers placés à long terme à l'étranger par les Japonais dans la décennie 1980 ce qui pourrait remettre en cause le rôle du Japon comme principal créancier à long terme du système international.

241

*La réduction de l'excédent courant japonais  
de 1988 à 1990  
et le renversement de tendance de 1991*

Après s'être fortement accru de 1980 à 1986 en passant de - 10,7 Mds de dollars à 85,8 Mds de dollars<sup>1</sup>, le solde de la balance des paiements courants s'est contracté de 8,5 % en 1988, de 28 % tant en 1989 qu'en 1990 pour atteindre 35,4 Mds de dollars.

Au cours de cette période, tous les postes de la balance courante voient leur solde se dégrader (cf. tableau 1), mais c'est essentiellement sous l'effet d'une forte progression des importations de marchandises qui augmentent de 14 % par an en valeur de 1987 à 1990 qu'est obtenue la réduction des excédents.

---

<sup>1</sup> Soit de - 1 % à 4,3 % du PIB.

En 1991, malgré une forte augmentation du solde débiteur des transferts unilatéraux en raison de la contribution japonaise à l'effort de guerre américain dans le Golfe persique — qui devrait s'élever à 9 Mds de dollars pour l'année — le retournement est d'importance puisque l'excédent courant devrait dépasser celui de 1989 et le solde de la balance commerciale s'inscrire à près de 100 Mds de dollars.

Ce retournement a des raisons mécaniques, l'appréciation du yen par rapport aux principales devises — qui contribue en effet, toutes choses égales par ailleurs, à renchérir le prix des exportations en dollars tout en maintenant le coût des importations — et la baisse du prix du pétrole. Il est également dû au ralentissement des importations de biens et services qui ont diminué de 8 % en volume au premier semestre 1991 par rapport au second semestre 1990. Mais il est plus fondamentalement le fruit des investissements considérables réalisés au Japon ces dernières années qui pourraient permettre à ce pays de conserver durablement un avantage sur les marchés internationaux.

Tableau 1

LA BALANCE JAPONAISE DES PAIEMENTS COURANTS

En Mds de \$	1988	1989	1990	1991 (prévision)
Transactions courantes	79,6	57,2	35,7	67,8
dont :				
— marchandises	95	76,9	63,5	96,6
— services	- 11,3	- 15,5	- 22,3	- 16
— transferts unilatéraux	4,1	4,2	5,5	12,8

Source : OCDE et Bank of Japan

*La balance de base en 1990 et 1991*

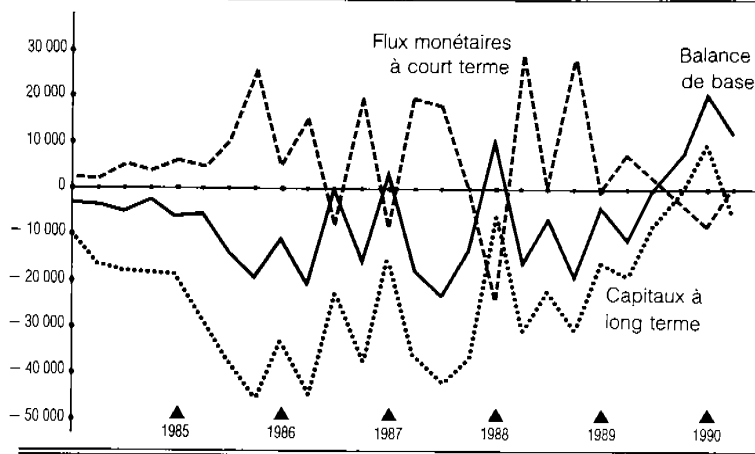
En 1990 les sorties nettes de capitaux longs se sont contractées de moitié par rapport à 1989, des deux tiers par rapport à 1988. Ce mouvement de contraction a été particulièrement marqué au second semestre pendant lequel les sorties nettes ont été quatre fois moindres qu'au premier trimestre. Ainsi au troisième et au quatrième trimestre 1990, la balance de base<sup>2</sup> est

<sup>2</sup> La balance de base est définie comme la somme des transactions courantes et des mouvements de capitaux à long terme.

devenue excédentaire respectivement de 0,2 et 6,9 Mds de dollars. Depuis 1983, en données trimestrielles, la balance de base n'avait été excédentaire que deux fois (au premier trimestre 1988 et au premier trimestre 1989).

*Graphique*

BALANCE DE BASE ET SOLDE DES CAPITAUX JAPONAIS À LONG TERME, DEPUIS 1985  
(DONNÉES TRIMESTRIELLES, EN MDS DE \$)



Le premier semestre 1991 amplifie les tendances antérieures puisque pour la première fois depuis 1983 le solde de la balance des capitaux à long terme est positif (cf. tableau 2). Ceci joint à l'amélioration du solde courant rend le début d'année 1991 tout à fait exceptionnel dans la mesure où la balance de base japonaise se retrouve fortement excédentaire, de 32,7 Mds de dollars pour les six premiers mois de l'année.

*Structures et évolutions  
des mouvements de capitaux*

*Les investissements de portefeuille et les prêts à long terme*

Alors que depuis le début des années 1980 les sorties nettes de capitaux consistaient essentiellement en investissements de portefeuille, le solde net des opérations sur titres s'est contracté de plus de moitié en 1989, à - 28,1 Mds de dollars du fait de très importantes entrées de capitaux, soit 85 Mds de dollars dont près de 76 en *external bonds*, titres qui représentent les emprunts émis par les résidents japonais sur les euro-marchés. En 1990 le

Tableau 2

LA BALANCE DES CAPITAUX À LONG TERME

En Mds de \$	1988	1989	1990	1991 1 <sup>er</sup> Sem.
Sorties nettes de capitaux résidents	- 149,9	- 192,1	- 120,8	- 68,6
Entrées nettes de capitaux étrangers	19	102,9	77,2	72,4
soit				
Capitaux à long terme	- 130,9	- 89,2	- 43,6	+ 3,8
dont :				
— investissements directs (solde net)	- 34,7	- 45,2	- 46,2	- 18,6
japonais à l'étranger	- 34,2	- 44,1	- 48	- 18,6
étrangers au Japon	- 0,5	- 1,1	1,8	0,3
— opérations sur titres (solde net)	- 66,6	- 28,1	- 5	+ 9,5
étrangers	- 86,9	- 113,2	- 39,7	- 40,9
japonais	20,3	85,1	34,7	50,4
(dont : titres émis sur marché international)	(35,1)	(75,7)	(30,9)	(21,6)
— Prêts à long terme à l'étranger	- 15,2	- 5,2	16,9	10,4
de l'étranger	- 15,2	- 23	- 22,2	- 8,5
	—	+ 17,8	+ 39,1	+ 18,9

Source : Bank of Japan

solde se réduit encore à - 5 Mds de dollars avant de s'inverser au début 1991. Dans cette évolution plusieurs phénomènes sont en jeu :

- Les acquisitions nettes d'actions étrangères par les résidents japonais ont décliné entre 1989 et le début 1991, allant même jusqu'à des cessions nettes au quatrième trimestre 1990 et au premier trimestre 1991. Les achats d'obligations se sont également contractés en 1990 avant de reprendre modestement au second trimestre 1991 à un niveau toutefois inférieur à celui de 1989. On peut noter à ce propos que les investisseurs japonais semblent se détourner des placements en bons et obligations du Trésor public américain.

- Une fraction importante des investissements de portefeuille au Japon depuis 1989, et particulièrement en 1991, correspond à un rapatriement des capitaux résidents investis à l'étranger dans les années précédentes.

- Enfin si les non-résidents ont été vendeurs nets d'actions japonaises en 1990, année où les cours de la Bourse de Tokyo ont baissé de 30 %, on observe un très fort courant d'achats au premier semestre 1991 (20,9 milliards de dollars). De même après le creux de 1990 les achats d'obligations internationales émises par des entreprises japonaises retrouvent un niveau élevé, peu éloigné de celui de 1989.

Depuis 1989, donc, et particulièrement depuis le début 1991, on observe à la fois un intérêt soutenu pour les titres japonais de la part des non-résidents et une désaffection des investisseurs locaux pour les titres étrangers.

Pour les prêts à long terme, la tendance est tout à fait comparable. Au premier semestre 1991 les banques japonaises ont drastiquement réduit leurs prêts à l'étranger, à 8,5 Mds de dollars, alors que les prêts nets de l'étranger sont en progression constante depuis 1988. Ainsi le solde des prêts à long terme, constamment déficitaire ces dernières années, s'est-il fortement contracté en 1989 avant de s'inverser en 1990 et au début de l'année 1991 (cf. *tableau 2*).

Quelles raisons peut-on avancer pour expliquer cette situation ?

- La dégradation de la conjoncture aux Etats-Unis et en Europe en 1990 et au début 1991 a certainement incité les investisseurs japonais à la prudence, d'autant que l'écart des taux d'intérêt nominaux à long terme entre les obligations d'Etat américaines et japonaises a diminué, passant de 3,45 points en 1989 à 1,15 point en 1990 et à 1,5 point environ au cours du premier semestre 1991.

- L'appréciation du yen depuis le printemps 1990 (malgré une interruption au début de 1991) et le sentiment que la hausse de la devise japonaise est appelée à se poursuivre réduisent l'opportunité des placements en devises pour les Japonais. En revanche, ils accroissent l'intérêt pour les valeurs locales, intérêt qui se porte à la fois sur les actions que la baisse de leur valeur (de la fin décembre 1989 à janvier 1991 l'indice Nikkei a chuté d'environ 40 %) rend plus attractive, et sur les euro-obligations assorties de bons de souscriptions d'actions.

- Du fait des fortes pertes enregistrées sur les actions à la Bourse de Tokyo en 1990, les banques et les compagnies d'assurances japonaises ont dû limiter depuis leurs placements et crédits à l'étranger pour pouvoir respecter le ratio Cooke<sup>3</sup>. Cette même contrainte les a conduites à des ventes d'actifs étrangers tandis que la politique monétaire restrictive du Japon depuis le début 1990 a amené les banques japonaises à développer les prêts financés en yens à partir de leurs réseaux étrangers et destinés à la clientèle résidente

245

#### *Les investissements directs*<sup>4</sup>

Ces deux dernières années, où l'on a assisté à une contraction du solde net des opérations sur titres, ont enregistré de fortes sorties de capitaux au titre des investissements directs. Ainsi en 1989, et pour la première fois depuis 1983, le solde des investissements directs a dépassé celui des investissements de portefeuille (cf. *tableau 2*).

<sup>3</sup> Selon les directives de la BRI, le ratio Cooke impose aux banques le respect d'un rapport minimum entre le montant des fonds propres et l'ensemble des actifs (pondérés par leurs risques). Ainsi, compte tenu de la chute de la bourse de Tokyo, la baisse des résultats et les difficultés pour lever de nouveaux fonds propres ont contraint les banques japonaises à réduire leurs acquisitions d'actifs, sous forme de prêts ou de titres, à l'étranger.

<sup>4</sup> La participation au capital retenu pour les investissements directs au Japon est de 10 %.

Depuis 1985 les investissements japonais à l'étranger sont en forte croissance (ils sont en effet passés de 6,5 Mds en 1985 à 48 Mds en 1990) et témoignent de la stratégie active de conquête des marchés extérieurs par les Japonais. Même si le premier semestre 1991 montre une légère décélération de ces investissements, il est clair que les perturbations de la Bourse de Tokyo en 1990 et les difficultés conjoncturelles du début 1991 n'ont pas fondamentalement incité les grands groupes japonais à réviser leur politique de développement externe. Mais là encore on note une réorientation des choix au détriment des Etats-Unis (32,5 Mds d'investissements directs japonais en 1989, contre 20 en 1990 et 1 Md de dollars au premier semestre 1991) et en faveur de l'Asie ou de l'Europe.

L'année 1991 pourrait marquer un retournement de tendance tant en ce qui concerne le rôle du Japon au sein du système financier international que les évolutions du yen sur les marchés des changes.

Le mouvement de rapatriement des capitaux japonais ainsi que l'attrait exercé par le Japon sur les investisseurs étrangers, joints à la reprise de la croissance du solde des paiements courants, s'ils se confirment, risquent de remettre en cause le rôle du Japon comme principal pourvoyeur de capitaux sur les marchés internationaux, ce qui laisse augurer des difficultés pour les entreprises et les Etats qui alimentaient à cette source leurs besoins de financement.

En contrepartie on devrait assister à une appréciation de la devise japonaise face aux autres devises, et notamment face au dollar. En effet le déficit de la balance de base japonaise dans les années 1980, en ayant pour conséquence une détérioration continue de la position monétaire extérieure de ce pays, avait permis de maintenir le yen à un niveau durablement sous-évalué en dépit du solde fortement excédentaire de la balance courante. Mais le tarissement des sorties de capitaux à long terme et le rétablissement de la balance de base s'ils se confirment devraient entraîner un effet inverse et se traduire par de fortes pressions à la hausse du yen.