

MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX EN 1991 ET 1992

DOMINIQUE NIVAT

DIRECTION DE LA PREVISION

Les deux années écoulées ont été marquées par une faible croissance économique. D'après l'OCDE la croissance de ses membres, qui s'établissait à 2.4 % en 1990, s'est réduite à 0.8 % en 1991 et 1.5 % en 1992. Une véritable récession a touché les Etats-Unis, le Canada et la Grande-Bretagne tandis que l'Allemagne et le Japon, moteurs de la croissance en 1990 ont connu un net fléchissement de l'activité (cf. ci-après).

Après la brutale accélération de la croissance allemande en 1990 dont les effets se sont propagés à l'ensemble de l'Europe occidentale et notamment à la France, des tensions inflationnistes sont apparues, justifiant un resserrement de la politique monétaire allemande courant 1991 et jusqu'à la mi-1992. Comme dans le même temps les Etats-Unis et le Japon adoptaient une politique plus souple destinée à contrarier le ralentissement de la croissance, les écarts entre les taux d'intérêt à court terme, en Europe d'une part, aux Etats-Unis et au Japon d'autre part, se sont inversés et considérablement amplifiés en valeur absolue, entraînant de fortes fluctuations des parités. De façon étonnante l'opposition des politiques monétaires allemande et américaine n'a pas compromis véritablement la stabilité monétaire en Europe dans un premier temps. Ce n'est qu'à l'approche du référendum français de septembre 1992 que les tensions se sont violemment accrues. Parmi les pays européens dont la monnaie était liée au Deutsche-Mark, soit dans le cadre du SME, soit par décision unilatérale, nombreux sont ceux qui alors n'ont pas pu ou voulu maintenir les liens existants en raison de la contrainte que des taux d'intérêt trop élevés faisaient peser sur des économies insuffisamment dynamiques. A l'été et à l'automne 1992 une série de dévaluations, puis le flottement de la Lire italienne et de la Livre sterling mettaient un terme à cinq ans de stabilité monétaire au sein du SME, rendant plus aléatoire pour ces pays une convergence rapide de leurs politiques économiques et monétaires avec celles des pays formant le noyau dur du SME et compromettant ainsi leurs chances d'adopter dès sa création la monnaie unique prévue dans le Traité sur l'Union Européenne.

MARCHÉS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

Malgré les phénomènes évoqués ci-dessus les marchés internationaux de capitaux ont fait preuve d'une remarquable sérénité, au moins jusqu'à la fin du premier semestre 1992. La contraction des avoirs bancaires internationaux a concerné essentiellement le marché interbancaire. Elle est au demeurant restée limitée (- 1 % en 1991) et a affecté essentiellement les banques japonaises et britanniques particulièrement vulnérables en raison de la crise immobilière dans leur pays. Pour ce qui est des financements à moyen et long terme on note également une régression des prêts consortiaux en 1991 (- 7 %) due avant tout à la stagnation de l'économie mondiale, à la réduction du nombre d'opérations de fusions-acquisitions transfrontalières et à l'accroissement des marges sur les taux de crédit, rendu nécessaire par la fragilité croissante de nombreux actifs au bilan des banques. Il est toutefois encourageant que quelques pays en développement, d'Amérique latine en particulier, aient pu bénéficier d'un nouvel accès au financement bancaire après avoir apuré une partie de leur dette. Ces facilités de crédit se sont étendues aussi à plusieurs pays d'Asie. De trop nombreux pays, d'Afrique notamment, semblent cependant demeurer durablement hors des circuits de financement internationaux privés tandis que les prêts consentis aux pays d'Europe centre-orientale sont loin d'avoir progressé autant que l'exigeraient leurs besoins en capitaux.

288

Les marchés obligataires internationaux ont été particulièrement dynamiques en 1991 et au début 1992 essentiellement en raison d'une progression (de plus de 30 % en 1991) du volume des émissions euro-obligataires¹. Celle-ci a été favorisée à la fois par une baisse générale des taux d'intérêt à long terme - dont l'évolution est largement indépendante de celle des taux monétaires - consécutive à la fin de la guerre du golfe persique et par l'augmentation des marges bancaires, qui ont amené beaucoup d'emprunteurs à refinancer leur dette sur les marchés obligataires et à se détourner du financement bancaire. L'arrivée à échéance de nombre d'emprunts antérieurs a stimulé le marché de même que la crédibilité retrouvée, pensait-on, de monnaies jugées auparavant peu fiables. Ont donc participé en premier lieu de l'essor du marché les titres libellés en francs français, liras italiennes, peseta espagnoles, florins néerlandais ou écus privés. Les émissions en yens et dollars canadiens ont également augmenté alors que la part des émissions en dollars américains régressait en 1991 pour la troisième année consécutive.

1. Les émissions internationales d'obligations rassemblent les émissions euro-obligataires et les émissions étrangères. Les premières sont des émissions de titres de créance négociables conduites par un syndicat international de banques et placées principalement dans d'autres pays que celui dont la monnaie sert à libeller l'emprunt. Les secondes sont des émissions obligataires lancées dans un pays, libellées dans la devise de ce pays, pour le compte d'un emprunteur non-résident dans ce pays.

MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX EN 1991 ET 1992

Parmi les emprunteurs on note en 1991 une présence accrue des émetteurs souverains d'Europe et d'Amérique latine, ces derniers ayant pu en 1991 pour la première fois depuis 1982 obtenir des financements nets significatifs (6 Mds de dollars) sur les marchés obligataires internationaux.

MARCHÉS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX
principales sources de financement

Emissions brutes en milliards de dollars	1989	1990	1991	1992 (9 mois)
Obligations à taux fixe	150,2	165,6	255,2	198,0
Obligations à bons de souscription d'actions	66,2	21,3	31,5	9,2
Obligations à taux variable	27,3	42,5	19,1	34,7
Obligations convertibles	14,0	10,9	10,0	3,5
Autres obligations	3,3	2,2	4,7	3,1
Total obligations	261,0	242,8	320,5	248,5
Actions	7,9	7,4	23,6	20,6
Prêts syndiqués	121,3	124,4	116,0	86,1
Autres financements	81,6	73,1	87,7	83,9
Financement total	471,9	447,6	547,8	439,1

289

Source: B.R.I. et O.C.D.E.

La décomposition des émissions (*cf. tableau 1*) montre que les titres à taux fixes ont représenté plus des trois-quarts du total en 1991 (contre 58 % en 1989), les anticipations de baisse des taux et la modération de l'inflation ayant rendu les investisseurs friands de ce type de support. En contrepartie le montant des émissions de titres à taux variable a fortement diminué. Les émissions d'obligations liées aux actions (obligations à bons de souscription d'actions et obligations convertibles), source de financement privilégiée des emprunteurs nippons jusqu'à la chute de la bourse de Tokyo en 1990, se sont sensiblement redressées à la suite de la guerre du golfe persique dont la rapide conclusion a provoqué un essor des cours sur la plupart des bourses mondiales. Mais la rechute des cours à Tokyo au dernier trimestre 1991 a limité l'expansion de ces titres.

L'année 1992 a été une année contrastée. Alors que le premier semestre était particulièrement bien orienté, un record étant même enregistré sur les émissions en euro-francs, la crise des changes en septembre a profondément déprimé les marchés. Les conditions se sont tendues sur les titres libellés en lire italienne et en peseta ; les attaques contre le franc français et les incertitudes quant à la réalisation de l'union économique et monétaire européenne ayant pour leur part entraîné une quasi-interruption des émissions en francs et en écus.

Au total sur les neuf premiers mois de l'année 1992 comparés aux neuf premiers mois de 1991, la croissance des émissions d'obligations internationales ressort à 9 %. Les compartiments du marché qui avaient bénéficié en 1991 de la perspective de l'adoption des accords de l'UEM et d'une relative convergence des taux d'intérêt en Europe ont souffert de l'instabilité des marchés monétaires. Par contre les compartiments traditionnellement actifs (DM, dollar) ont enregistré le retour des investisseurs et emprunteurs tandis que se confirmait le repli des emprunteurs japonais.

Par ailleurs les évolutions boursières ont été peu propices aux émissions d'obligations liées aux actions et la baisse des taux d'intérêts au troisième trimestre sur le marché de l'euro-dollar a entraîné un regain d'intérêt pour les obligations à taux variable (dont les trois-quarts sont libellées en dollars).

290

BALANCES DES PAIEMENTS ET FLUX INTERNATIONAUX DE CAPITAL

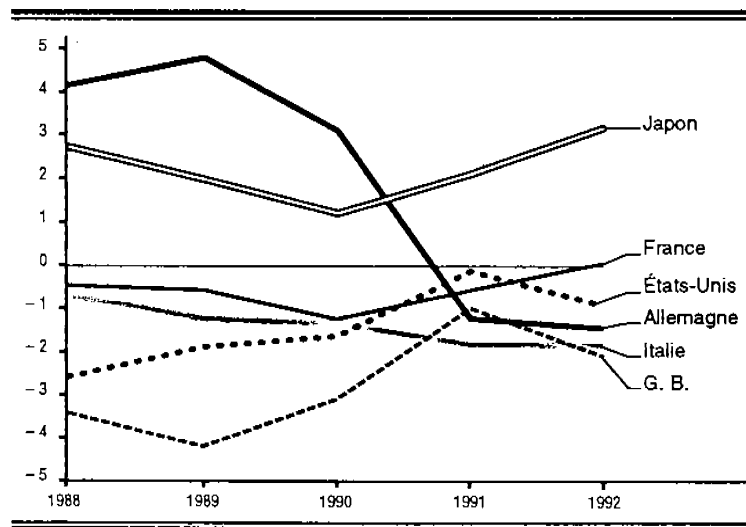
Du point de vue des soldes courants, le fait majeur de l'année 1991 est sans doute le quasi-retour à l'équilibre de la balance des transactions courantes américaine (*cf. graphique 1*). Cela résulte d'une nette réduction du déficit commercial due à la récession intérieure qui a freiné la croissance des importations, et de l'excédent des transferts unilatéraux obtenu grâce aux contributions reçues de pays alliés pour la participation des forces armées américaines à la guerre du golfe persique. Après plusieurs années de baisse, l'excédent courant japonais a recommencé à croître (*cf. ci-après*) tandis que les comptes courants français s'amélioraient du fait d'une réduction des transferts en capital et d'une progression des performances à l'exportation des producteurs nationaux. La balance courante britannique s'est également redressée sous l'effet d'une réduction des importations de biens, conséquence de la récession, alors que le solde courant de l'Allemagne et de l'Italie s'est dégradé. Les échanges extérieurs de l'Italie ont pâti d'une forte dégradation de la compétitivité-coût des exportateurs, partiellement compensée par une compression des marges commerciales, et de la hausse des prix intérieurs qui a entraîné un recul des recettes

enregistrées au titre des services (par exemple la fréquentation touristique a diminué d'importance, le montant des recettes de l'Italie en dollars ayant régressé de 7 % en 1991). Le solde courant allemand a accusé une chute vertigineuse, ceci résultant en grande partie de l'unification (cf. ci-après). Parmi les pays en développement et les anciens pays à économie dirigée enfin, les plus engagés dans les réformes en Amérique latine et en Europe de l'Est ont pu accroître leur commerce avec les pays industrialisés et améliorer leurs résultats courants.

Les tendances ne se sont guère modifiées en 1992 sauf pour la Grande-Bretagne qui malgré une récession plus prononcée qu'ailleurs a vu sa balance courante se dégrader de nouveau, et pour les Etats-Unis où les transferts unilatéraux sont revenus à leur niveau de 1990 et où la reprise économique a relancé les importations tandis que les exportations en valeur souffraient d'une dégradation des termes de l'échange.

Graphique 1

Balance des transactions courantes des six principaux pays membres de l'O.C.D.E. (en % du PIB)



L'atonie de l'économie mondiale au cours des deux dernières années a entraîné, après plusieurs années de croissance, une réduction des investissements directs à l'étranger. Parmi les principaux pays concernés, presque tous ont diminué leur effort d'investissement à l'étranger. En 1991 c'est au Japon, en Grande-Bretagne et en France que l'inflexion a été la plus nette,

les Etats-Unis et les autres pays européens, plus en retrait les années antérieures, ayant globalement maintenu le niveau de leurs investissements à l'étranger.

Parmi les pays de destination les Etats-Unis ont été particulièrement touchés, les flux de toute provenance étant en réduction sensible. Ainsi en 1991 le montant des investissements directs de l'étranger n'a représenté que le cinquième du niveau record ² atteint en 1989 (67.9 Mds de dollars), et devrait être encore inférieur en 1992 (lorsque nous connaissons les chiffres détaillés de la balance des paiements américaine pour l'année). Les pays de la CE ont attiré près de 68 Mds de dollars d'investissements étrangers en 1991 ³, ce qui représente une baisse de 20 % par rapport à l'année précédente. Mais tous ses membres n'ont pas subi le même reflux : en Grande-Bretagne les entrées de capitaux ont reculé de 12 Mds de dollars, elles ont également baissé en Espagne; elles ont par contre légèrement augmenté en Allemagne et même crû dans d'importantes proportions en France (*cf. ci-après*). Les capitaux investis dans les pays en développement ont été en forte hausse en 1991, représentant un total de 43 Mds de dollars (+ 40 % par rapport à 1990). Alors que la part des PED ⁴ dans le total mondial des entrées d'investissements directs s'était réduite à 17 % sur la période 1985-1990, l'année 1991 marque un redressement notable, cette même part atteignant 27 %.

292

Ceci est dû non seulement au retour de capitaux occidentaux dans quelques pays d'Amérique latine ⁵ à la faveur d'opérations de conversion de leur dette extérieure ou attirés par la stabilisation économique, les privatisations et des conditions plus favorables quant à l'imposition et au rapatriement des profits des entreprises étrangères, mais aussi à l'accroissement des flux entre pays en développement, des économies nouvellement industrialisées d'Asie (Taïwan, Corée du Sud principalement) vers leurs voisines en développement rapide et aux coûts de main-d'œuvre inférieurs (Chine, Indonésie, Thaïlande). Les flux à destination de l'Europe de l'Est, d'origine allemande principalement, ont également augmenté mais restent d'un montant faible (2.3 Mds de dollars en 1991 dont 1.5 Md pour la seule Hongrie).

Conformément à ce que l'on pouvait augurer de la croissance des émissions sur les marchés obligataires internationaux, les entrées de capitaux recensées au titre des investissements de portefeuille ont fortement progressé (de près de 150 %) en 1991.

Après une année marquée par la chute de la plupart des bourses mondiales à la suite de l'inquiétude née de l'invasion du Koweït par l'Irak,

2. Y compris bénéfices réinvestis et flux de capitaux à court terme.

3. Y compris les flux intra-européens.

4. Pays d'Europe centrale et orientale compris.

5. Parmi lesquels le Mexique, souvent cité, mais également l'Argentine et le Venezuela

année durant laquelle les achats d'actions étrangères avaient fortement diminué dans l'ensemble du monde, une forte reprise a été enregistrée en 1991 : les achats d'actions japonaises par les non-résidents se sont élevées au montant record de 47 Mds de dollars (contre des ventes nettes de 13 Mds de dollars en 1990), les marchés boursiers américains et français ont reçu respectivement 10 Mds de dollars (contre des sorties nettes de 15 Mds en 1990) et près de 8 Mds de dollars (soit 44 Mds de francs). En Amérique latine l'ouverture des marchés financiers aux capitaux étrangers et les opérations de privatisation d'entreprises publiques ont attiré des investisseurs occidentaux, et des capitaux qui avaient auparavant fui leurs pays d'origine, entraînant sur quelques marchés nationaux relativement étroits une envolée des cours.

Les placements en obligations étrangères ont également augmenté dans de fortes proportions. Ceci a concerné non seulement les obligations internationales, en forte progression comme on l'a vu, mais aussi les investissements en obligations émises sur les marchés nationaux et notamment les obligations publiques. Les non-résidents du secteur privé ont acquis pour plus de 16 Mds de dollars de bons du Trésor américains en 1991 (contre des ventes nettes de 2.5 Mds de dollars en 1990), essentiellement au second trimestre lorsque les anticipations étaient favorables au dollar. Durant la seconde moitié de l'année le montant croissant des émissions de bons d'Etat allemands résultant de la progression du déficit budgétaire s'est placé à l'étranger sans difficulté dans un contexte marqué par une hausse de l'écart des taux à long terme entre l'Allemagne et les Etats-Unis et une remontée du deutsche-mark face au dollar. Comme souvent, cette inversion des taux et des flux entre l'Allemagne et les Etats-Unis a entraîné un désintérêt relatif des non-résidents pour les titres en francs et notamment pour les titres d'Etat dont seulement 10 Mds de francs ont pu être placés à l'étranger au cours du second semestre 1991, contre 40 Mds pour l'ensemble de l'année et 140 Mds en 1990.

En 1992 l'ensemble des investissements de portefeuille internationaux a suivi la tendance observée sur les marchés de capitaux : nouvelle croissance des flux nets en début d'année, qui ont été investis particulièrement en Europe dans des pays ayant une monnaie à fort rendement (Lire, Peseta, Franc) puis, au fur et à mesure que les anticipations de croissance économique devenaient plus défavorables et que la nervosité gagnait les marchés des changes, une prudence accrue des investisseurs qui ont préféré les emprunts libellés en monnaies «sûres» émises aussi bien sur les marchés nationaux qu'internationaux.

LA BALANCE DES PAIEMENTS FRANÇAISE EN 1991 ET 1992

Les données de balance des paiements pour 1992 sont établies en date du 5 mars 1993 et sont, de ce fait, tout à fait provisoires.

Depuis le début des années 1980 la balance courante française est déficitaire (à l'exception de 1986). Ces déficits ont été financés selon les années soit par des entrées de capitaux à court terme, soit par des entrées de capitaux à long terme ayant principalement pris la forme d'emprunts extérieurs jusqu'en 1988. A partir de 1989 l'ouverture des marchés financiers nationaux, l'activité des grandes entreprises françaises sur les marchés obligataires internationaux ont entraîné un développement considérable des flux d'investissements de portefeuille en provenance de l'étranger permettant un financement spontané des déséquilibres courants.

Il paraît pour le moins paradoxal que les efforts de rééquilibrage de la balance courante ayant porté leurs fruits, on ait assisté à une défiance des investisseurs étrangers dont ont témoigné les événements du dernier trimestre 1992 et du premier trimestre 1993.

1 — LES TRANSACTIONS COURANTES

294

Le solde des paiements courants était déficitaire de près de 53 MdF en 1990, conséquence d'un déséquilibre conjugué de la balance commerciale et des transferts unilatéraux, atténué par un solde positif des échanges de services. En 1992 le solde définitif des paiements courants devrait être légèrement excédentaire, proche de 15 MdF. Ce renversement de tendance est avant tout une conséquence du redressement de la balance commerciale. La désinflation et le ralentissement de la progression des coûts salariaux ont accru la compétitivité des exportateurs français qui dès le second semestre 1990 ont pu bénéficier en outre de la croissance de la demande intérieure allemande consécutive à l'unification. Des gains de parts de marché significatifs ont également été obtenus dans l'ensemble des pays de l'OCDE. Ainsi notre déficit commercial bilatéral cumulé avec l'Allemagne sur douze mois est revenu de 53 MdF (CVS) en juin 1990 à 5 MdF (CVS) en février 1992. Au total, en deux ans, le solde de la balance des marchandises ¹ a progressé de près de 80 MdF pour s'établir à un niveau supérieur à l'équilibre.

1. La balance des marchandises est l'un des postes de la balance des paiements établie par la Direction du Trésor et la Banque de France. Elle reprend les données de la balance commerciale de source douanière auxquelles sont appliquées quelques corrections résultant de la différence de champ territorial (Les Douanes enregistrent les échanges entre la France métropolitaine - Corse comprise - et l'étranger alors que la balance des paiements prend en compte les échanges réalisés entre l'ensemble des territoires français - comprenant les DOM-TOM - et l'étranger), provenant d'aménagements divers (liés aux opérations sans paiement pour l'essentiel) et de l'harmonisation des statistiques d'importations et d'exportations (enregistrement de la balance sur une base FAB-FAB). A cela s'ajoute, en balance des paiements, la prise en compte des opérations de négoce international.

Les échanges de services au contraire, excédentaires de 45 MdF en 1989, se dégradent continûment depuis lors. Tandis que la plupart des lignes de balance des paiements dégagent de confortables excédents - notamment la ligne voyages dont l'excédent de 20 MdF en 1987 a presque triplé en 1992 -, un poste présente depuis 1989 un déficit croissant qui, à lui seul, annule les progrès réalisés ailleurs, les revenus du capital dont le solde, positif, s'élevait à 3 MdF en 1989 et qui devraient présenter une position débitrice supérieure à 42 MdF en 1992.

Les transferts unilatéraux, en déficit croissant depuis le milieu des années 1980, se sont sensiblement redressés en 1991 grâce aux contributions financières reçues de pays alliés d'Europe ou du Moyen-Orient pour notre participation à la guerre du Golfe (10.2 MdF au total). En 1992 la non-reconduction de ces contributions entraîne mécaniquement une dégradation équivalente du solde des transferts unilatéraux qui en outre s'accroît légèrement du fait de la progression des dépenses au titre de l'aide publique au développement. Notre contribution nette aux budgets des Communautés Européennes, après avoir augmenté en 1991 (+ 5 MdF serait par contre sensiblement réduite en 1992 (- 7 MdF).

Tableau 1 — Balance française des paiements courants
(soldes nets en Mds de Francs). Source : Banque de France

295

	1989	1990	1991	1992 (résultats provisoires)
TOTAL dont:	-29,833	-52,738	-33,369	14,7
- marchandises	-64,258	-70,335	-49,772	09,4
- revenus de facteurs	2,161	-17,514	-28,709	-45,0
- services (hors revenus de facteurs)	43,314	40,657	46,262	55,3
- autres biens et services	37,210	38,866	40,203	41,7
- transferts unilatéraux	-48,260	-44,412	-41,353	-46,6

N.B. Les revenus de facteurs sont constitués des lignes: Intérêts, dividendes et autres revenus du capital, Salaires et autres revenus du travail.

2 — LES FLUX DE CAPITAUX A LONG TERME

En 1991 et 1992, les sorties nettes de capitaux longs résidents se sont stabilisées. Ceci est le résultat de deux phénomènes contraires : d'une part

les flux d'investissements directs français à l'étranger ont régressé, pour la première fois depuis 1983, d'autre part les investissements de portefeuille en titres étrangers se sont accrus de façon accélérée par rapport aux années antérieures.

Les entrées nettes de capitaux étrangers ont culminé en 1990 à plus de 300 MdF, principalement en raison d'investissements de portefeuille massifs, en titres publics notamment. Ces flux se sont partiellement taris en 1991 mais ils ont repris au cours de l'année 1992, même si des mouvements de retrait temporaires ont été constatés lors de la crise des changes de septembre dernier. Par contre les investissements directs qui avaient diminué de près de 20 % en 1990 semblent de nouveau sur une pente ascendante.

Au total le solde des capitaux à long terme largement excédentaire en 1989 et 1990, encore positif en 1991 mais dans des proportions cinq fois moindres que l'année précédente, a atteint une nouvelle apogée en 1992, à 154 MdF.

Tableau 2-Balance des capitaux à long terme
(soldes nets en Md de Francs.). Source : Banque de France

	1989	1990	1991	1992 (résultats provisaires)
Sorties nettes de capitaux résidents +	-187,592	-218,328	-215,225	-214,1
Entrées nettes de capitaux étrangers =	260,888	307,734	232,922	368,2
Capitaux à long terme dont:	73,296	89,406	17,697	154,2
Investissements directs (hors secteur public)	-54,770	-97,377	-53,343	-10,0
- français à l'étranger	-115,715	-147,649	-115,801	-96,4
- étrangers en France	60,945	50,272	62,458	86,4
Opérations sur titres	162,827	188,069	86,081	212,2
- étrangers	-42,343	-46,057	-77,995	-77,6
- français	205,170	234,126	164,076	289,7
Prêts à long terme	-31,776	1,564	-11,167	-44,6
- à l'étranger	-26,549	-21,772	-17,555	-36,6
- de l'étranger	-5,227	23,336	6,388	-8,0

*INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE ET PRÊTS
A LONG TERME*

En apparence le solde des opérations de prêts à long terme ² s'est inversé en 1991 et l'on devrait s'attendre à une vive progression du déficit en 1992. En fait le résultat de l'année 1990 est artificiel dans une large mesure. En effet cette année-là d'importantes remises de dettes à divers pays en développement d'Afrique et d'Amérique latine ont été consenties tant par le secteur public (pour 23 MdF) que par le secteur bancaire (7 MdF) et enregistrées en transferts en capital, ligne de balance des paiements intermédiaire entre le compte courant et le compte de capital. En contrepartie l'extinction de ces dettes a donné lieu à une diminution équivalente du montant des prêts à l'étranger, minorant ainsi de façon fictive le solde des prêts à long terme de quelque 30 MdF.

Tableau 3-Transferts en capital (soldes nets en Md de francs).

Source: Banque de France

	1989	1990	1991	1992 (résultats provisoires)
Transferts en capital	5.851	-29.857	-3.173	-1.165

297

Hors contrepartie des remises de dettes le déficit des prêts à long terme s'est donc réduit en 1991, revenant à 14 MdF après 28 MdF en 1990. Il devrait atteindre en 1992 un niveau supérieur à celui de 1990.

Après avoir fortement augmenté au cours des années 1980 en raison d'une progression régulière de l'aide au développement et de la croissance des sinistres sur crédits commerciaux garantis ³, les prêts du secteur public à l'étranger décroissent depuis deux ans : les indemnités de la COFACE se réduisent du fait d'une diminution des mises en place de nouveaux prêts à partir du milieu des années 1980 ; par ailleurs l'aide au développement prend de plus en plus fréquemment la forme de dons sans contrepartie ⁴ qui se substituent partiellement aux crédits à long terme et à taux privilégiés, forme traditionnelle de l'aide publique au développement jusqu'alors.

La réduction du déficit des prêts à long terme en 1991 (hors contreparties des remises de dettes) est donc avant tout imputable au secteur public alors que l'accroissement du déficit en 1992 provient de l'activité du secteur bancaire. Ainsi les banques résidentes qui avaient réduit leurs avoirs nets

2. Dans le tableau 2 ci-dessus et dans le présent exposé les prêts à long terme comprennent, outre les opérations figurant comme telles en balance des paiements, les prêts enregistrés à la rubrique crédits commerciaux.

3. Qui conduisent la COFACE, Compagnie Française pour le Commerce extérieur, à endosser, pour le compte de l'Etat, les créances impayées après indemnisation des prêteurs privés.

4. Lesquels sont enregistrés en transferts unilatéraux du secteur public.

à l'étranger en 1991 suite à d'importants remboursements de crédits antérieurement consentis à des établissements allemands et soviétiques notamment, auraient procédé à de nouvelles mises en place nettes en 1992 à destination de pays du Moyen-Orient et d'Amérique latine. D'autre part les banques étrangères, japonaises en premier lieu, auraient quasiment interrompu leurs concours l'an passé pour respecter les ratios de fonds propres entrés en vigueur le 1er janvier 1993, contraignant les banques résidentes à procéder à des remboursements nets.

Les acquisitions nettes de titres étrangers par des résidents ont progressé de près de 65 % en 1991 alors même que les flux de 1990 avaient été majorés de 40 % par les opérations de titrisation de la dette extérieure du Mexique et du Venezuela consécutives à l'application du plan Brady à ces deux pays. Elles ont encore progressé en 1992, quoique à un rythme plus modéré que l'année précédente.

En 1991 on observe notamment un retournement complet des flux d'achats d'actions : aux ventes nettes de 1990 (2.8 MdF) ont succédé des achats nets, pour 16.3 MdF, l'année suivante. Ce phénomène s'explique sans doute par l'amélioration de la conjoncture boursière sur les principales places financières internationales liée à la rapide conclusion de la crise du golfe Persique, laquelle avait au contraire pesé sur les cours en 1990 ; la plupart des achats ont effectivement eu lieu au cours du premier trimestre 1991 tandis que des cessions nettes étaient enregistrées pendant le 3^e trimestre 1990. Il paraît quelque peu paradoxal toutefois que les achats se soient en grande partie portés sur des actions japonaises (se montant à 12 MdF) alors que la bourse de Tokyo, au contraire de ses homologues européennes ou nord-américaines, a conclu l'année en baisse sensible.

Les acquisitions d'actions étrangères se sont poursuivies au cours du premier semestre 1992 et ont concerné également au premier chef le marché nippon avant de s'interrompre au début du troisième trimestre, la progression des cours boursiers étant contrariée par des résultats et des anticipations économiques défavorables, par la persistance de taux d'intérêt élevés et par une forte instabilité des marchés des changes européens.

Les achats d'obligations étrangères⁵ ont eux aussi progressé nettement en 1991, à 54 MdF contre 44 MdF l'année précédente. L'une des principales raisons en est le considérable développement des émissions de l'eurofranc (dont le volume a triplé). Alors que ce marché était jusqu'en 1990 plutôt confidentiel, sollicité surtout par des emprunteurs français, il a attiré pour la première fois en 1991 des emprunteurs étrangers de tout premier plan tels que les Etats finlandais, suédois et espagnol. Les investisseurs résidents ont ainsi souscrit pour 20 Md de titres étrangers libellés en eurofrancs contre 12 Md en 1990.

L'activité sur ce marché a redoublé au cours des huit premiers mois de l'année 1992 à tel point que près des trois-quarts des achats d'investisseurs résidents en titres étrangers émis sur le marché primaire consistaient en titres libellés en eurofrancs. Les événements monétaires de septembre dernier ont brutalement interrompu les émissions sur ce marché jusqu'à la fin de l'année. Et on constate au contraire depuis août 1992 des achats importants sur le marché secondaire de titres libellés en Deutsche-Mark. Ces mouvements toutefois ne se sont pas poursuivis par la suite, malgré les pressions constantes pesant sur la parité du franc vis-à-vis du Deutsche-Mark. Au total les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille ont atteint en 1992 un niveau proche de celui de 1991.

Les acquisitions de titres français par les non-résidents en forte progression en 1989 et 1990 ont marqué le pas en 1991. Elles se sont, par contre, fortement accélérées sur l'ensemble de l'année 1992.

Les achats d'actions en progression de 33 % en 1991 à 44 MdF, se sont effectués régulièrement tout au long de l'année, avec toutefois un creux au dernier trimestre marqué par un resserrement de la politique monétaire allemande et française et une hausse des taux d'intérêt de court terme. Des flux positifs, mais inférieurs à ceux de 1991, ont caractérisé les deux premiers trimestres de 1992 ; la confirmation d'un ralentissement conjoncturel et les résultats moins favorables que prévu des entreprises françaises patents à partir de juillet-août, l'élévation des taux d'intérêt rendue nécessaire par la défense du franc à partir de septembre ont incité les investisseurs étrangers à cesser leurs achats. Des flux nets positifs de faible ampleur ont eu lieu en fin d'année qui ont ramené l'ensemble des achats annuels à un niveau nettement inférieur à celui de l'an passé.

Les achats obligataires de non-résidents s'étaient élevés à des niveaux sans précédent en 1989 et 1990, conséquence à la fois de la modernisation du marché français, d'une stratégie active de placement de titres publics auprès d'investisseurs étrangers (cf. le lancement des obligations assimilables du Trésor - OAT - dont les dates d'échéances sont peu nombreuses et les émissions importantes, ce qui assure une bonne liquidité aux titres, qualité qu'apprécient particulièrement les investisseurs étrangers) et surtout de la politique dite de « désinflation compétitive » qui restaurait une confiance en notre monnaie quelque peu ébranlée au début des années 1980. La détention d'avoirs en francs, mieux rémunérés que les titres américains, allemands ou japonais, est ainsi apparue souhaitable aux investisseurs internationaux qui avaient jusqu'alors délaissé notre monnaie estimant les risques trop élevés. Des achats importants ont donc concerné les valeurs du Trésor émises sur le marché domestique (respectivement 116 et 140 MdF en 1989 et 1990) et les obligations privées libellées en francs ou eurofrancs (17 MdF en 1989 et 31 MdF en 1990).

Le tassement de ces achats en 1991 résulte sans doute pour partie du fait que la hausse de la part du franc dans les portefeuilles internationaux avait été particulièrement vive les deux années précédentes. Que la désaffectation des investisseurs étrangers ait particulièrement touché les titres publics (dont les acquisitions nettes se sont montées à 42 MdF) découle probablement de la réduction du différentiel de taux d'intérêt avec la plupart des grands pays industrialisés, particulièrement nette en ce qui concerne les titres publics. Il est vrai également qu'en 1991 l'amélioration du solde courant et la réduction du déficit des investissements directs à l'étranger ont réduit le besoin de financement de la balance des paiements, rendant moins nécessaires les investissements de portefeuille étrangers.

En 1992 les achats de titres français par des investisseurs non-résidents se sont élevés à des niveaux exceptionnels durant les deux premiers trimestres privilégiant valeurs publiques et obligations privées libellées en eurofrancs et en écus. Puis les flux ont diminué pendant l'été avant de s'inverser en septembre. Ils ont repris avec une vigueur sans précédent au dernier trimestre en raison des anticipations de baisse des taux longs. Les incertitudes sur le maintien du franc au sein du SME n'ont semble-t-il, pas découragé les investisseurs non-résidents qui se sont livrés à des opérations de couverture sur les marchés des changes au comptant ou à terme pour circonscrire les hypothétiques risques de change.

300

LES INVESTISSEMENTS DIRECTS

Les investissements directs français à l'étranger, après avoir stagné au début de la décennie 1980, se sont fortement accélérés depuis 1986 jusqu'à leur niveau record de 1990 (148 MdF). Les deux dernières années par contre ont été marquées par un fléchissement important.

Pour expliquer la croissance des investissements directs français dans la seconde moitié des années 1980 (lesquels ont plus que septuplé en valeur entre 1985 et 1990) on évoque souvent un effet de rattrapage lié à l'amélioration plus tardive qu'ailleurs des résultats des entreprises françaises et à la suppression du contrôle des changes. Sans doute un rattrapage a-t-il bien eu lieu en 1986-1987 mais peut-on se contenter de cette explication pour les années suivantes ? Rapportés au produit intérieur brut les investissements directs français à l'étranger en 1988, 1989 et 1990 sont supérieurs à ceux des principaux pays de l'OCDE, à l'exception de la Grande-Bretagne. A l'instar des entreprises de ce pays il semble que les entreprises françaises aient adopté une véritable stratégie d'internationalisation qui les conduit à s'implanter plus activement encore que leurs concurrentes européennes, nord-américaines ou japonaises, sur les marchés extérieurs.

Comment dans ce cas comprendre la réduction des investissements à l'étranger en 1991 (revenus à 115 MdF, soit à un niveau comparable à celui de 1989 après 148 MdF en 1990) et en 1992 (année durant laquelle ils n'ont pas dépassé 100 MdF) ? Il est certain que ces résultats sont à mettre en relation avec une conjoncture économique peu favorable depuis la mi-1990 qui à la fois ralentit la croissance des débouchés des entreprises et amoindrit leurs disponibilités financières. On constate d'ailleurs que la plupart des pays industrialisés sont touchés par une baisse de leurs investissements directs à l'étranger en 1991 et 1992. Par ailleurs selon des études privées les entreprises françaises auraient été particulièrement actives dans le domaine des fusions-acquisitions transfrontalières en 1992, ceci malgré la baisse notable des investissements directs à l'étranger enregistrée en balance des paiements. Pour résoudre cette contradiction apparente on peut émettre l'hypothèse que nombre de fusions-acquisitions ont été réalisées par des filiales d'entreprises françaises à l'étranger ou par des entreprises étrangères elles-mêmes sous contrôle d'entreprises françaises qui se sont procurées partiellement hors du territoire national les fonds nécessaires. Ainsi les entreprises françaises étendraient-elles indirectement leurs activités à l'étranger en limitant les transferts financiers depuis la France, ce qui réduirait en apparence les investissements directs.

De 1980 à 1990 nos investissements directs se sont dirigés majoritairement vers les pays de l'OCDE. Cette tendance s'est même accentuée au cours des dernières années, lesdits pays ayant attiré chaque année plus de 90 % de nos investissements directs depuis 1986, contre une proportion variant entre 65 et 85 % auparavant. L'augmentation rapide des flux d'investissements directs français vers l'étranger qui a débuté en 1986 a donc bénéficié quasi-exclusivement aux pays développés à économie de marché. Parmi ceux-ci les Etats-Unis sont demeurés entre 1985 et 1990 le premier pays d'accueil. On peut noter cependant que leur part a décliné durant les dernières années (pour s'établir à 22% en 1990 contre 40% en 1985), les entreprises françaises ayant notablement renforcé leur implantation dans la CEE au cours de la même période, particulièrement au Royaume-Uni, en Espagne et au Benelux, terre d'élection des institutions financières et sociétés-holding. *A contrario* deux pays sont restés peu ouverts aux investissements directs français (comme à l'ensemble des investissements directs étrangers), l'Allemagne et surtout le Japon.

Dans le cas de l'Allemagne on peut s'étonner que l'ensemble des opérations de privatisation à l'est depuis 1991 n'aient pas entraîné une augmentation des investissements directs français alors qu'il est avéré que les entreprises françaises y ont été les entreprises étrangères les plus présentes. Mais tant la balance des paiements allemande que le dernier rapport de la BRI montrent que ces investissements ont représenté des

montants financiers négligeables (1 Md de DM d'investissements directs étrangers en Allemagne orientale en 1991), l'effort essentiel devant porter sur les indispensables restructurations et investissements physiques à venir.

Pour les flux vers l'ensemble des autres pays, l'année 1991 ne s'est guère différenciée de 1990. Les Etats-Unis ont confirmé leur place de premier pays d'accueil (26 % du total des IDE) devant l'Espagne (13 %) et, fait nouveau, la Suède - conséquence des opérations de participation croisées entre Renault et Volvo ; la CEE a attiré plus de la moitié des investissements français (les deux-tiers en 1990), l'OCDE 94 %.

Au cours du premier semestre 1992 on note une forte désaffection vis-à-vis des Etats-Unis (qui ont accueilli moins de 3 % des investissements directs français à l'étranger au cours de la période) et une importante croissance de la part de la CEE (81 %) au sein de laquelle les Pays-Bas prennent la première place (21% du total des IDE).

Les investissements directs étrangers en France sont restés peu élevés jusqu'en 1986 avant de progresser au cours des années ultérieures pour culminer à 62,5 MdF en 1991, niveau qu'ils ont encore dépassé en 1992.

La France a longtemps été considérée comme un pays peu ouvert aux investissements directs étrangers. Les exemples ne manquent pas, des obstacles politiques aux procédures administratives complexes opposés aux entreprises étrangères, qui abondent dans ce sens. Cependant la levée des premiers, la simplification des secondes, les aménagements fiscaux et la stabilité économique retrouvée durant ces dernières années ont certainement contribué à améliorer l'image de notre pays. En témoigne la progression des investissements directs étrangers en France depuis 1986 qui ne s'est pas démentie en 1991 et 1992 malgré le ralentissement de la croissance mondiale et la baisse générale des investissements directs à l'étranger. Si l'on rapporte les investissements directs de l'étranger au produit intérieur brut on constate que parmi les grands pays industrialisés la France occupe sur les trois dernières années connues⁶ une position moyenne qui la situe derrière la Grande-Bretagne et les Etats-Unis mais devant l'Italie, la RFA et le Japon. Nous sommes cependant loin des niveaux atteints par des pays tels que les Pays-Bas, l'UEBL ou l'Espagne.

L'année 1992 est caractérisée par une nouvelle accélération des investissements étrangers qui se montent à plus de 90 MdF - alors que la plupart des pays d'accueil traditionnels de ces investissements subissent un recul des flux. Au premier semestre la France est ainsi devenue le second pays d'accueil des investissements transnationaux derrière le Royaume-Uni, bénéficiant entre autres de nouvelles mesures de simplification des règles

administratives relatives aux investissements directs non-communautaires.

Parmi les pays investisseurs on note depuis le début des années 1980 jusqu'en 1990 la prépondérance des membres de la CEE. Viennent ensuite les Etats-Unis, la Suisse et le Japon dont les investissements ont régulièrement progressé de 1987 à 1990, année où ils ont représenté 13 % du total.

L'année 1991 n'a pas montré de grands changements par rapport à 1990. On note simplement une nette diminution des investissements japonais (divisés par deux d'une année à l'autre) et le montant élevé des investissements suédois, dû il est vrai à la seule opération de prise de participation de Volvo au capital de Renault.

Au premier semestre 1992 les investissements japonais en France (comme dans l'ensemble des autres pays) se sont effondrés, tandis que les investissements néerlandais, suisses, américains s'accroissaient nettement. La part de la CEE restait stable à plus de 50 %.

CONCLUSION

Il peut paraître étonnant que précisément lorsque la France commence à récolter les succès de sa politique de large ouverture sur l'extérieur et de compétitivité - rééquilibrage de sa balance commerciale, augmentation des investissements étrangers ... -, et alors que les taux d'intérêt y sont élevés, sa monnaie ait été confrontée à la plus grave crise de confiance depuis cinq ans.

Au regard de ses performances économiques sur les plans extérieur et intérieur la France est sans doute actuellement l'un des pays les plus « vertueux » de la Communauté Européenne : qu'il suffise de rappeler qu'elle est en 1992 avec le Danemark et le Luxembourg, l'un des rares pays qui ait presque satisfait à l'ensemble des critères exigés pour pouvoir adhérer à l'union économique et monétaire prévue par les accords de Maastricht.

Conforté par une saine évolution des prix et des coûts salariaux et par de bons résultats économiques d'ensemble, le franc français devrait - avec le soutien de la Bundesbank - triompher de vicissitudes passagères avant qu'une nette baisse des taux d'intérêt européens ne vienne relancer durablement la croissance.

LA BALANCE DES PAIEMENTS ALLEMANDE EN 1991 ET 1992

De 1982 à 1990 la balance des paiements allemande s'est caractérisée par un excédent des paiements courants, permettant le financement d'importantes sorties de capitaux à court et à long terme (à l'exception de 1986 marquée par un excédent de la balance des capitaux à long terme). Ainsi grâce à ses excédents courants l'Allemagne a durant dix ans largement alimenté en capitaux les marchés financiers internationaux et financé l'expansion de ses entreprises à l'étranger.

L'année 1991 constitue, sur ces points, une brutale rupture avec les années antérieures: au déficit des capitaux à long terme vient s'ajouter celui de la balance courante et, en conséquence, l'Allemagne devient importatrice nette de capitaux à court terme.

1 - LES TRANSACTIONS COURANTES

Le solde des paiements courants de l'Allemagne en hausse constante de 1980 à 1986 a culminé à 108 Md de DM en 1989, soit 4.8 % du PIB. Encore excédentaire de 76 Md de DM en 1990, il s'inscrit à - 33 Md de DM (ou - 112 Md de F) en 1991; en 1992 le déficit devrait approcher 40 Md de DM, soit 1.3 % du PIB.

304

Tableau 1 - Balance allemande des paiements courants
(soldes nets en Md de D.M.).

	1989	1990	1991	1992 (chiffres provisoires)
TOTAL dont:	108,1	76,4	-33,1	-40,3
- marchandises	133,3	104,8	24,5	34,0
- revenus du capital	22,2	27,5	29,9	17,0
- autres services	-13,6	-19,3	-28,3	-41,4
- transferts unilatéraux	-33,7	-36,7	-59,2	-49,9

Source : Deutsche Bundesbank

N.B. A partir de juillet 1990 la balance allemande des paiements comprend également les comptes consolidés relatifs à la partie orientale du pays.

L'unification allemande sur les plans économique et monétaire a pris effet au 1^{er} juillet 1990. Favorisée par un taux de conversion particulièrement favorable des avoirs monétaires locaux en DM et par la mise en place de transferts publics massifs qui ont entraîné un net accroissement du

déficit budgétaire fédéral, la demande intérieure dans les Lander orientaux a vigoureusement progressé durant deux semestres. Ceci joint à l'effondrement de la production en Allemagne orientale, a entraîné à la fois de fortes tensions sur l'appareil productif ouest-allemand déjà presque saturé, d'importantes hausses de salaire et en fin de compte une vive progression des importations jusqu'à la mi-1991. En fin d'année 1991 toutefois la demande intérieure s'est ralentie sous l'effet de la politique monétaire restrictive de la Bundesbank et des hausses d'impôts directs et indirects mis en place au cours du second semestre. Au total les importations ont progressé de près de 16 % en valeur en 1991 bénéficiant largement aux partenaires commerciaux européens de l'Allemagne, dont la France.

Dans le même temps les exportations de l'ex RDA déclinaient rapidement en raison d'une interruption quasi-totale des commandes en provenance d'Europe orientale tandis que les industriels ouest-allemands se repliaient sur leur marché intérieur. Ce repli a cessé au début du second semestre mais la récession en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, le ralentissement général de la croissance ailleurs n'ont pas permis une reprise significative des exportations. De ce fait l'excédent commercial s'est contracté de plus de 80 % en 1991 (*cf. tableau 1*).

D'autres facteurs ont également contribué à la dégradation du solde des transactions courantes en 1991: une diminution de l'excédent des échanges de services due surtout à une progression sensible des voyages à l'étranger de touristes allemands et une forte croissance du déficit des transferts unilatéraux. Celle-ci résulte des paiements de l'Allemagne aux pays ayant directement participé aux opérations guerrières dans le golfe Persique (Etats-Unis d'Amérique et dans une moindre proportion France et Grande-Bretagne), de dédommagements financiers consentis à la CEI à la suite de l'unification et d'un accroissement sensible (+ 7.4 Md de DM) de la contribution allemande au budget des Communautés Européennes. Au total le poste Transferts unilatéraux s'est dégradé de 23 Md de DM en 1991 (*cf. tableau 1*).

En 1992 du fait d'un sérieux ralentissement de la demande intérieure en Allemagne, la balance commerciale s'est significativement redressée. De même les transferts publics à destination de l'étranger se sont réduits. Ceci et cela n'ont pas empêché pourtant pas une nouvelle dégradation de la balance des transactions courantes sous l'effet d'une forte augmentation du déficit des services. Trois postes sont à l'origine de ce déficit, les «voyages» dont le solde s'est dégradé de plus de 6 Md de DM au cours de l'année - comparé au solde de 1991-, les «transactions officielles», dont l'excédent traditionnel s'est réduit de 3 Md de DM en raison d'une réduction des recettes liées au stationnement de troupes étrangères en Allemagne, enfin les «revenus du capital» qui, eux-aussi traditionnellement excédentaires, se sont dégradés de près de 13 Md de DM sur l'ensemble de l'année en raison

d'une forte progression des intérêts versés à l'étranger suite aux entrées nettes de capitaux étrangers enregistrées en 1991 et au début 1992, et de la hausse relative des taux d'intérêt sur les titres libellés en Deutsche-Mark par rapport aux titres libellés en d'autres devises.

2. LES FLUX DE CAPITAUX A LONG TERME

En 1991 les sorties nettes de capitaux longs se sont poursuivies en dépit de l'apparition d'un déficit des transactions courantes, mais pour des montants inférieurs à ceux enregistrés en 1990 (cf. tableau 2). Les sorties de capitaux résidents se sont légèrement réduites en 1991 tandis que les entrées nettes de capitaux étrangers ont fortement augmenté contribuant ainsi à atténuer le déficit de la balance des capitaux. Pour l'ensemble de l'année 1992. L'accélération des sorties de capitaux résidents a été plus que compensée par les flux d'entrée qui ont atteint un montant jamais égalé par le passé. De ce fait la balance des capitaux à long terme présente en 1992 un excédent proche de 50 Md de DM.

Tableau 2 - Balance des capitaux à long terme
(soldes nets, en Md de D.M.). Source : Deutsche Bundesbank

	1989	1990	1991	1992 (chiffres provisoires)
Sorties nettes de capitaux résidents	-95,0	-107,2	-94,3	-113,7
Entrées nettes de capitaux étrangers	72,8	41,2	69,0	160,3
Capitaux à long terme dont:	-22,2	-65,9	-25,4	46,6
Investissements directs (hors secteur public)	-13,9	-33,6	-30,9	-22,1
- allemands à l'étranger	-27,4	-37,4	-37,1	-28,1
- étrangers en Allemagne	13,4	3,8	6,2	6,0
Opérations sur titres	-5,0	-6,1	37,4	62,0
- étrangers	-50,2	-23,4	-26,5	-68,0
- allemands	45,2	17,3	63,9	130,0
Prêts à long terme	0,1	-22,6	-27,2	11,4
- à l'étranger	-14,2	-43,1	-26,2	-13,2
- de l'étranger	14,3	20,5	-1,0	24,6

Investissements de portefeuille et prêts à long terme

Au cours de l'année 1990 les prêts internationaux nets des banques allemandes qui ont atteint un montant record de 37 Md de DM se sont dirigés principalement vers les pays industrialisés occidentaux et les pays d'Europe centrale et orientale. Le recul général de l'activité bancaire internationale en 1991 et au début de 1992, lié au ralentissement de la croissance mondiale et aux difficultés des établissements bancaires à respecter les ratios de fonds propres¹ devant entrer en vigueur le 1^{er} janvier 1993, n'a pas épargné les banques allemandes dont les prêts à l'étranger ont été limités respectivement à 22,3 et 9,4 Md de DM. Cette réduction a surtout affecté les pays occidentaux, les mises en place de nouveaux crédits ayant même été inférieures aux remboursements au début de 1992. Par contre un flux important a persisté vers les pays d'Europe centrale et orientale : les crédits nets se sont élevés à 5,3 Md de DM en 1991 et à 6 Md de DM en 1992 contre 9,5 Md de DM en 1990. Incontestablement les banques germaniques, déjà les plus exposées dans les pays de l'Est et en URSS avant les réformes, sont celles qui, pour des raisons politiques autant qu'économiques, jouent le rôle le plus actif depuis lors.

Les prêts à long terme de non-résidents ont en apparence fortement diminué en 1991. En réalité la contraction des prêts nets est la conséquence de remboursements importants (14 Md de DM) de crédits antérieurement consentis par des non-résidents à la RDA. Nonobstant ce phénomène les flux nets se sont maintenus en 1991 et ont même augmenté en 1992.

Les investissements de portefeuille des résidents allemands à l'étranger se sont montés à 26,5 Md de DM en 1991 après 23,4 Md de DM en 1990. Parmi ceux-ci les investissements en actions sont restés de faible ampleur en raison des fortes incertitudes pesant sur les marchés boursiers. Ont été privilégiés en 1991 les achats de parts de Fonds communs de Placement (pour un montant net de 12 Md de DM), effectués en quasi-totalité au Luxembourg, pays dans lequel la plupart des banques allemandes ont établi des filiales, et les achats d'obligations étrangères (pour 12 Md de DM également). Notons qu'en 1991, comme en 1990 d'ailleurs, les investisseurs allemands ont manifesté une nette préférence pour les titres libellés en DM résultant d'émissions internationales ou d'émissions étrangères en Allemagne. Il faut voir là sans doute une conséquence de la volatilité accrue des marchés des changes et de la hausse, absolue et relative, des taux d'intérêt sur le DM. Par exemple l'écart de rémunération entre les bons d'Etat à 10 ans des gouvernements fédéraux américain et allemand qui s'élevait à 1,4 point en 1989 en faveur des titres américains, est passé à 0,8 point en faveur des titres allemands en 1991; cet écart s'est même amplifié en moyenne en

1992. Il devrait se réduire progressivement en 1993. Les investissements sur obligations libellées en devises étrangères n'ont atteint que 3.2 Md de DM en 1991 et ont porté sur des monnaies à haut rendement - et à haut risque comme l'ont montré les événements de ces derniers mois - telles que la Lire, la peseta ou des monnaies scandinaves, tandis que des ventes nettes affectaient les titres en Francs, en Sterlings et en dollars.

Pour l'année 1992 l'ensemble des investissements de portefeuille des résidents se monte à près de 70 Md de DM dont plus des trois quarts au Luxembourg et en Belgique. On a assisté au second semestre, compte tenu de la mise en place d'une retenue à la source sur les intérêts obligataires à partir du 1^{er} janvier 1993, à une accélération des sorties de capitaux résidents vers le Luxembourg et à destination du marché de l'euromark en nette expansion depuis quelques mois.

Les investissements de portefeuille étrangers en Allemagne se sont considérablement accrus en 1991, à 64 Md de DM contre 17 Md de DM en 1990. Attirés par le relèvement des taux d'intérêt, les étrangers ont massivement investi en obligations libellées en DM émises sur les marchés domestique (42.3 Md de DM) ou international (18.5 Md de DM). Ceci apporte une nouvelle preuve du développement du marché de l'euromark qui jusqu'en 1990 n'intéressait guère que les investisseurs résidents. La forte progression du déficit budgétaire fédéral a donné lieu à de nombreuses émissions de bons du Trésor dont près de la moitié ont été souscrits par des investisseurs non-résidents. Les investissements en actions sont par contre restés à un niveau modeste en 1991 (3.7 Md de DM). Si le début de l'année 1992 a montré un net retrait des investisseurs étrangers (13 Md de DM au total au 1^{er} semestre), la tendance s'est à nouveau inversée en fin d'année. Les dévaluations successives et le flottement de plusieurs monnaies européennes à partir de septembre, les tensions constantes sur le franc français, ont favorisé les investissements en titres allemands. Ainsi dès le mois de septembre d'importants mouvements d'achats de titres allemands par des investisseurs français ont été enregistrés. Au total, les investissements de portefeuille de non-résidents se sont montés à 92 Md de DM au cours des quatre derniers mois de 1992.

308

LES INVESTISSEMENTS DIRECTS

Les investissements directs d'entreprises allemandes à l'étranger qui ont augmenté progressivement au cours des années 1980-1990 ne se sont guère ralentis en 1991 où ils ont totalisé 37 Md de DM², soit presque autant que les investissements directs français à l'étranger. En ont bénéficié avant tout les pays de l'OCDE destinataires de plus de 92 % de l'ensemble des flux,

2. Y compris les bénéfices réalisés à l'étranger et réinvestis sur place.

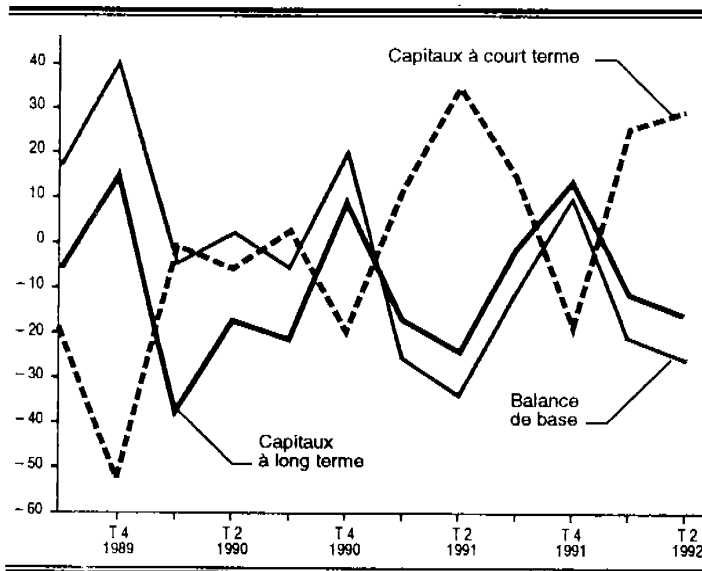
et parmi eux les pays de la Communauté Européenne dont la part s'est élevée aux deux tiers du total. Pour la première fois depuis plusieurs décennies les entreprises allemandes ont également investi de façon significative en Europe centrale et orientale (1.5 Md de DM).

En 1992 la dégradation des résultats des entreprises allemandes et de moindres espoirs de rentabilité des investissements directs dans les pays occidentaux ont entraîné un ralentissement des sorties de capitaux à ce titre. Seuls les investissements directs à destination des ex-pays de l'Est et de l'ex-URSS se sont maintenus et ont même dans certains cas légèrement augmenté en 1992. Toutefois les capitaux allemands investis dans ces pays représentent encore des montants modestes, loin de leurs attentes et de leurs besoins.

Les investissements directs étrangers en Allemagne, traditionnellement faibles en raison du contrôle exercé par le système financier local sur le capital de la plupart des entreprises, ont peu progressé en 1991, de 6 Md de DM. Le désir des autorités d'associer des capitaux étrangers à la reconstruction de l'Allemagne orientale semble avoir eu peu d'effets, les investissements vers cette région ayant été inférieurs à 1 Md de DM. Les flux ne devraient guère avoir augmenté en 1992, le recul de la demande intérieure allemande joint à la rapide hausse des coûts salariaux à l'Est étant de nature à écarter la plupart des investisseurs étrangers.

Graphique 1

Balance de base et solde des capitaux à long terme
(soldes trimestriels en Md de D.M.)



CONCLUSION

On voit nettement que la balance de base ³ allemande s'est dégradée à partir du premier trimestre 1991 (cf. graphique 1). La plupart des pays européens ont bénéficié du recul des producteurs allemands tant sur leur marché intérieur que sur les marchés extérieurs et ont présenté en 1991 une amélioration de leurs comptes courants et de leurs échanges extérieurs dont la contribution à la croissance a été souvent capitale dans une conjoncture maussade. Mais cet effet favorable a été remis en cause dès le début 1992 par le ralentissement de la demande intérieure allemande. De surcroît le déficit du budget fédéral et des agences autonomes joint aux tensions inflationnistes a entraîné une hausse des taux d'intérêt obligataires à partir du début 1990, lesquels restent à un niveau élevé en termes réels malgré leur baisse récente ; quant aux taux de court terme ils ont été particulièrement élevés en 1992 en raison de la politique pratiquée par la Bundesbank. Or ces derniers mois ont montré que pour les marchés monétaires et financiers les taux allemands constituent un seuil en deçà duquel les autres taux européens ne sauraient descendre durablement sauf à abandonner le SME et à accepter une dévaluation. La montée des déséquilibres en Allemagne, la nécessité de maintenir des taux d'intérêt élevés pour attirer les capitaux étrangers et juguler l'inflation ont des conséquences récessives sur des pays européens où la croissance a déjà notablement ralenti depuis la fin de la dernière décennie.

310

LE JAPON

La croissance économique s'est brutalement ralentie au cours des deux dernières années, s'établissant selon l'OCDE à 1.8 % en 1992 contre 5.2 % en 1990. Toutes les composantes de la demande intérieure - investissement, consommation, niveau des stocks - ont subi la crise tandis que les résultats des entreprises se contractaient sévèrement. Malgré un net assouplissement de la politique monétaire à la fin de l'année 1991 la baisse du prix des actifs boursiers et immobiliers s'est poursuivie sur l'ensemble de la période, entraînant un ralentissement de la croissance du volume des crédits intérieurs.

Cette situation n'a pas été sans conséquence sur les relations économiques extérieures du Japon. A la diminution des importations, qui découle tant de la baisse des prix des produits primaires sur le marché international que d'une réduction des importations de biens manufacturés en volume, s'est ajoutée une augmentation des exportations en valeur, liée à l'appréciation du yen ¹. Il en est résulté un doublement de l'excédent commercial

3. La balance de base correspond à la somme des transactions courantes et des capitaux à long terme.
1. Dont le taux de change moyen annuel par rapport au dollar a crû de 15 % de 1990 à 1992.

en deux ans (obtenu au détriment des Etats-Unis et des pays de la CEE) alors que celui-ci s'était continûment réduit entre 1986 et 1990. D'après les dernières estimations de l'OCDE la balance des paiements courants se serait établie au niveau record de 120 Md de dollars, soit 3.2 % du PIB, en 1992.

Les sorties de capitaux résidents ont régressé de plus du tiers en 1990 et 1991 par rapport à leur niveau de 1989, avant de s'effondrer littéralement au début 1992.

La chute des cours boursiers et des prix immobiliers a contraint les banques et les établissements financiers japonais à multiplier les cessions d'actifs étrangers et à réduire leur activité de prêt aux non-résidents. Le fléchissement de la rentabilité des grandes entreprises ainsi que les difficultés pour lever des fonds en bourse ou pour emprunter, joints à de sombres perspectives économiques dans la plupart des pays industrialisés ont eu pour conséquence une chute prononcée des investissements directs à l'étranger dès le début 1991.

De leur côté les investisseurs non-résidents ont probablement perçu avec retard l'ampleur de la crise japonaise. En témoigne le fait que les entrées de capitaux au Japon se sont élevées en 1991 à des niveaux inégalés jusqu'alors, avant de s'effondrer, elles-aussi, au premier semestre 1992. Les non-résidents ont sans doute escompté que la chute des cours à la bourse de Tokyo en 1991 serait tout à fait passagère ; ils ont donc investi massivement en actions locales (pour 47 Md de dollars) et en titres émis sur les marchés internationaux - lesquels sont fréquemment accompagnés de bons de souscription d'actions - avant de réviser leur stratégie à partir du quatrième trimestre 1991 (*voir tableau 1*).

311

Conséquence des évolutions évoquées ci-dessus la balance de base japonaise, déficitaire depuis le début des années 1980, a présenté un excédent de 110 Md de dollars en 1991 et de 56 Md de dollars au premier semestre 1992 (*cf. graphique 1*). Une telle situation aurait dû se traduire par des entrées massives de capitaux et par une envolée du yen. Si la hausse de la monnaie japonaise est restée limitée, cela résulte principalement de l'action des banques nippones qui ont considérablement réduit leurs engagements extérieurs, en complète opposition avec leur comportement antérieur. Les remboursements nets des banques japonaises en 1991 (plus de 93 Md de dollars dont 83 Md d'engagements en yens) sont d'ailleurs à eux seuls responsables de la contraction globale de l'activité bancaire cette année-là.

Tableau 1 - Balance japonaise des capitaux à long terme
(soldes nets en Md de dollars). Source : Bank of Japan

	1989	1990	1991	1992 1er semestre
Sorties nettes de capitaux résidents +	-192,1	-120,8	-121,4	-24,9
Entrées nettes de capitaux étrangers =	102,9	77,2	158,5	24,7
Capitaux à long terme dont:	-89,2	-43,6	37,1	-0,2
Investissements directs (hors secteur public)	-45,2	-46,3	-29,4	-5,7
- japonais à l'étranger	-44,1	-48,0	-30,7	-6,9
- étrangers au Japon	-1,1	1,8	1,4	1,3
Opérations sur titres	-28,0	-5,0	41,0	-0,8
- étrangers	-113,2	-39,7	-74,3	-12,8
- japonais	85,1	34,7	115,3	12,0
(dont titres émis sur le marché international)	75,7	30,9	47,3	4,8
Prêts à long terme (y compris crédits commerciaux)	-8,7	17,6	29,0	8,4
- à l'étranger	-26,5	-21,5	-9,2	-3,8
- de l'étranger	17,8	39,1	38,1	12,3

Graphique 1

Balance de base et solde des capitaux japonais à long terme depuis 1986
(données trimestrielles, en Mds de \$)

