

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

À FRANCFORT VERS UN ASSÈCHEMENT DES RÉSERVES D'ÉPARGNE MONDIALE ?

Hans-Helmut Kotz

Nous opérerons de larges emprunts à un rapport récemment publié par cinq instituts allemands de recherche économique¹. Bien entendu, tous les chiffres sur l'Allemagne unifiée doivent être interprétés avec davantage encore de prudence que d'habitude. Les données sur l'ancienne RDA (alias les cinq nouveaux Etats fédéraux ou Länder) sont vraiment trop incertaines. Néanmoins, ce qu'on peut discerner au premier coup d'œil est une destruction créative à l'œuvre, à un tel point que Schumpeter n'aurait probablement pu imaginer : la production manufacturière est en train de chuter dramatiquement, hésitant à présent à environ la moitié de son niveau de 1989. Et l'effondrement n'a certainement pas touché le fond. Il est certain que cela va impliquer d'énormes pertes d'emplois et, par conséquent, exiger un lourd tribut des travailleurs déplacés, en en laissant un certain nombre en plan. Telles sont les inévitables répercussions de 40 ans d'un système générant le gaspillage sur une échelle énorme. De plus, cela démontre clairement qu'une grande partie des entreprises héritées des nouveaux Länder ne peuvent faire face au choix accru des consommateurs. Et donc les fermer est pratiquement une perte de bien-être. D'autre part, retarder l'inévitable dresserait les plans d'un déclin lent et prolongé. Rappelant tout ceci, la conclusion du rapport des instituts est : en 1991, l'économie de l'Allemagne de l'Ouest enregistrera, par rapport à l'année précédente, un ralentissement de sa croissance de quelque 2,5 % (en terme de PIB, la production de l'Allemagne de l'Ouest sera supérieure de 3 % à son niveau de l'année passée. La différence est due aux revenus des « transfuges », ajoutés au PNB régional des nouveaux Länder). L'affacturage dans la perte brutale de 10 % en Allemagne de l'Est signifie que le total des participations fournira un bonus de 1,5 %. On devrait songer que cela reviendrait à faire la moyenne entre une région de haute pression et une région de dépression.

227

¹ *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 1990, dans Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Wochenbericht 43-44/1990 (25 octobre 1990).*

Conjugués aux réserves délabrées de capitaux, le secteur des services d'Allemagne de l'Est est, évalué simplement, en excès de l'offre. La valeur marchande de la production de l'Allemagne de l'Est ne peut honnêtement soutenir son niveau actuel de consommation. Selon les rapports des instituts de recherches sur les nouveaux Länder, leurs importations en termes nominaux s'enfleront de 55 % en 1990. Et l'on prévoit qu'ils monteront en flèche d'encre 28 % l'année prochaine. Toutefois, les exportations ne bougeront pratiquement pas en 1990, et ensuite, toujours selon leurs calculs, remonteront de 10 %. Les importations nettes se montent en conséquence à 50 milliards de DM en 1990, et à 75 milliards de DM l'année prochaine. En termes de PNB régional, elles représentent 33 % en 1991.

En d'autres termes, l'Allemagne de l'Est absorbe, ou plus exactement consomme bien au-delà de son potentiel productif. En matière de comptabilité, une différence entre les revenus régionaux et les dépenses implique un trou équivalent entre l'épargne régionale et les investissements. En conséquence, il y a un énorme, bien qu'invisible, déficit des comptes courants régionaux qui va affecter lourdement la somme nette positive des transactions allemandes en biens, services, revenus investis et transferts à l'étranger : d'après les projections des instituts, le compte courant global s'établit à 58 milliards de DM cette année et à 16 milliards de DM l'année prochaine (l'excédent de l'Allemagne de l'Ouest serait, respectivement, de 110 milliards de DM et 90 milliards de DM). Bien entendu, les mécanismes économiques s'appliquent toujours, et par conséquent, le déficit de l'Allemagne de l'Est exige soit des financements, soit un réajustement : les capitaux privés arrivent, hélas avec hésitation. Les instituts estiment l'afflux à 5 milliards de DM cette année, et à quelque 15 milliards de DM en 1991. L'émigration est toujours très élevée : il y aura environ 300 000 « réfugiés » d'ici la fin de 1991, et sans doute 400 000 personnes permuteront entre l'Est et l'Ouest. De toute évidence, la plus importante source de financement est quoi qu'il en soit situé à Bonn : c'est le gouvernement fédéral qui paye l'addition, finançant la réunification des deux Allemagnes en signant des reconnaissances de dette. Ou plutôt, pour être plus proche des analogies des sociétés financières, on prévoit que le pont des finances publiques franchira le gouffre existant entre la production et les dépenses de l'Allemagne de l'Est.

Simultanément, l'économie de l'Allemagne de l'Ouest paraît rebondir sur une offre à pleine capacité. Par conséquent, la croyance populaire conseillerait tout sauf de mettre en vigueur des programmes de relance de la demande, quel que soit leur qualificatif. La Bundesbank a nettement précisé qu'elle ne fournirait pas cette balle fiscale à l'arme d'une économie tournant déjà à plein régime. En toile de fond d'une inflation rampante faisant les manchettes des journaux, les chances augmentent afin que, préventivement, peut-être très tôt l'année prochaine, la politique monétaire se resserre d'un cran. Rappelant la position traditionnelle « germanique » quant aux stimulations de la demande par le secteur public, le raisonnement dans son ensemble est, franchement, mystérieux. Il semble soudain qu'il y ait beaucoup d'espace pour une production répondant à la demande. Pour rendre logiques les plus récentes

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

déclarations publiques étant donnée l'expérience précédente, l'augmentation du taux de référence du chômage a due être « rabotée » d'au moins 2 ou 3 points dans les pourcentages.

Bien entendu, il ne s'agit pas uniquement d'économie pure. Prendre note, par conséquent, du calendrier électoral et déchiffrer les choses avec une notion quelque peu sommaire de la dialectique cyclique des affaires politiques. Cela représente des astuces dans les budgets additionnels et aussi une certaine débudgétisation des dettes contingentes.

Quoi qu'il en soit, attribuer l'augmentation des taux d'intérêt à la seule habitude de Bonn d'émettre des reconnaissances de dettes, ne concorde pas avec les faits. Ils ont pu s'élever jusqu'à un certain point, conséquence d'une rentabilité future accrue. Et, de plus, depuis que l'Allemagne est tout, sauf une économie étriquée, les prix du pétrole troublent aussi couramment le tableau. Afin d'en avoir une idée, nous avons formulé une équation sur 20 ans de données, mettant en corrélation les « coupables » les plus populaires, c'est-à-dire la dette publique en tant que partie du PNB nominal et l'inflation des prix à la consommation, avec le rendement du second marché. Cette formule reprend 74 % de la variation en terme de bénéfices, elle est principalement commandée par l'inflation, et, si l'on doit adapter un « terrible simplificateur » aux prévisions actuelles sur le déficit et les évolutions de l'indice des prix à la consommation, prédirait un rendement boursier de quelque 8,5 %. Ce dernier n'est pas si éloigné de celui du mark, et l'on pourrait expliquer la dérivation, en faisant appel à des arguments plausibles, par des risques aggravés. On peut donc soutenir que le « choc historique » est depuis un certain temps escompté dans les prix des titres allemands.

229

Pollution venant de l'Est : quelles sont les conséquences du franchissement de la frontière ?

Tant pis pour le contenu local de l'histoire. Y a-t-il quelques répercussions internationales à venir ? En attendant, nous ne manquons pas de nouvelles des « paniers percés » allemands qui appartiennent aux histoire préférées des Bourses. Après tout, les exportations nettes de capitaux ouest-allemands durant les années 1980 totalisent 485 milliards de DM (incidemment, ce flux a été interprété par quelques économistes comme une fuite de capitaux hors d'une économie vieillissante assortie d'un manque structurel d'occasions d'investir). Par conséquent, colmater cette source concernerait bien sûr les taux d'intérêt qui sont fixés à l'échelle mondiale. Au fait, le sont-ils ?

Cela dépend. Du degré d'interconnexion des marchés de capitaux, pour être précis. De plus, cela semble être réglé d'avance depuis que les experts ne se lassent pas de nous dire : nous vivons dans un monde d'information instantanée, de traitement hautement rentable de l'information et de la technologie des communications et, par conséquent, de réduction des distances économiques. Confortant cette impression, jour et nuit dans les salles des marchés, c'est-à-dire partout dans le monde, des gens décernment rétribués consacrent le plus clair de leur précieux temps à tenter de calculer ce que pourrait bien impliquer les nouvelles tombant sur leurs écrans. Qui plus

est, ils acceptent des paris sur les interprétations en déplaçant des sommes ahurissantes à travers les frontières. Par conséquent, la prodigalité publique d'un ancien fournisseur de capitaux conjuguée à une augmentation des besoins de financement a un résultat évident : une hausse des taux (taux de change du Deutschmark et taux d'intérêt), un effet déprimant sur les dépenses en capitaux et une hypothèque sur les futures recettes allemandes.

Mais les apparences peuvent être trompeuses. Les effets de contagion sont subordonnés à la possibilité de substitution des avoirs et des dettes exprimés en monnaies différentes². Supposons, ainsi que les praticiens sont enclins à le faire, que les membres du marché se soucient de la moyenne et de la distribution de leurs bénéfices ou de leurs coûts de financement. Si un tel comportement anti-risque prévaut, une intégration imparfaite en sera la conséquence. Ou, d'une autre position avantageuse, si les co-mouvements entre l'épargne nationale et la formation de capital domestique sont élevés, cela suggère à nouveau une segmentation. Tout ceci est une interrogation empirique et les recherches récentes de Patrick Artus s'y rapportent heureusement : effectuant des recherches sur la relation existant entre l'épargne nationale et les ratios d'investissement, il a découvert que, dans le cas de la France, durant la seconde moitié des années 1980, la segmentation a diminué de manière significative³. Cela entraînerait « la pollution venant de l'est ».

230

Néanmoins, on devrait placer notre espoir dans les maximiseurs utilitaires, rationnels et intemporels du secteur privé. On pourrait ainsi contenir la contagion si la désépargne publique était à peine compensée par une modification de l'équilibre épargne-investissements privés. Les anticipations des ménages pourraient, par exemple, couvrir le déficit public en mettant davantage d'argent de côté et en n'affectant pas l'épargne nationale. Après tout, tout le monde escompte que les taxes sur les dettes futures seront couvertes. Par conséquent, la partie financière du LBO allemand serait un non événement international.

Quoique cette « théorie ait mis à l'épreuve un roseau très faible dans les années 1980 » lorsque le Président Reagan a fait un test à grande échelle. Il est certainement plus rapide d'admettre que les consommateurs est-allemands ont manqué de liquidités : leurs dépenses sont extrêmement sensibles aux revenus actuellement disponibles, en d'autres termes, ils ne prévoient pas les impôts d'après-demain.

En clair, pour faire de la place au transfert requis vers l'ex-RDA, la croissance de la demande domestique doit augmenter, tandis que les exportations nettes doivent se réduire. Les entreprises allemandes commencent à vendre davantage chez elles. De plus, leur économie vit plus près de ses moyens de production et cesse de prendre en marche le train de

2 Voir pour une discussion concise de ce point, Ralph C. Bryant (1987), *International Financial Intermediation*, Washington D.C., p. 76.

3 Voir Patrick Artus (1990), *Épargne nationale, investissement et intégration internationale*, CDC-Documents de travail n° 1990-17, p. 35.

4 C'est l'opinion d'Edward Gramlich (1989), « Budget deficits and National Saving : Are politicians exogenous ? » dans *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2, p. 30.

l'économie internationale. Cela équivaut à émettre moins de réclamations contre les revenus futurs des étrangers. Et il en serait bien ainsi.

S'il vous plaît, ne suivez pas mon avis !

Enfin, tout est en place pour une position plus équilibrée des comptes courants de l'Allemagne : la demande relative est supérieure aux tendances des partenaires commerciaux, et le Deutschmark s'apprécie en termes réels, sappant la compétitivité. De l'aveu général, les effets sont sensiblement différents à l'intérieur du Système Monétaire Européen : devant des taux d'intérêt réels plus élevés, les retombées d'un niveau d'activité allemand soutenu seraient comparativement modestes. Mais, en guise de rappel, les Allemands de l'Ouest sont restés à quai depuis cinq ans en raison de leur pesante confiance dans les excédents extérieurs pour soutenir leur terne croissance économique. Et, selon la rhétorique internationale dominante, cela a été un frein pour l'activité mondiale. A présent, observons que, finalement, avec un appui de leurs compatriotes de l'est, ils tiennent compte des conseils internationaux, en conduisant leur économie sur un circuit plus rapide. Et on les blâme à nouveau !

Certes, une honnête dose d'amnésie réussit à certaines professions. Apparemment, l'économiste y montre des dispositions dans certaines conjonctures. Cependant, les deux intrigues dépeignant l'Allemagne comme le scélérat, celle sur les répercussions du taux d'intérêt, aussi bien que celle de l'Allemagne « locomotive », sont probablement surfaites. Comme conséquence d'une intégration imparfaite des marchés de marchandise, qui entraîne une propension accrue à acheter des produits « du pays », la poussée de croissance requise des excédents des pays, pour corriger les déséquilibres des comptes courants mondiaux, serait à peine au-dessus de la faisabilité⁵. Pour donner un éclat différent à la question du taux d'intérêt, on pourrait, en empruntant à Jeffrey Sachs, faire un agrégat des épargnes de la Communauté Européenne et du Japon et en appeler le résultat financier les réserves d'épargne mondiale. En utilisant ce chiffre comme dénominateur, on démontre que les déficits publics allemands projetés prendront 2,7 % des flux totaux de capitaux. Une fois de plus, ce n'est pas vraiment impressionnant. Il y a, bien sûr, d'autres événements décisifs de par le monde.

Renouveler (apparemment) des observations à l'encontre des faits, en opposition avec l'opinion publique reçue, traduit un certain entêtement. Mais la restructuration des nouveaux Länder allemands est inscrite dans un processus qu'on ne doit pas oublier. Et le « Projet 1992 » a toujours un poids décisif. Il attire même l'énergie des sociétés allemandes depuis que, en fin de compte, c'est leur déclaration de revenus qui détermine leur attitude envers leur environnement. L'envergure de nos sociétés — et je me réfère ici aux sociétés européennes — ont depuis longtemps la dimension de la paroisse.

⁵ Voir l'analyse lucide de Paul Krugman (1989), *Exchange-Rate Instability*, Cambridge, pp. 21 et 30. Sur le même point, Michel Aglietta, Anton Brender et Virginie Coudert ont remarqué : «

⁶ De façon intéressante, le contenu anachronique des qualifications nationales pour de nombreuses sociétés ont été mises en avant par un avocat de la politique stratégique marchande tel que Robert Reich ; voir son « Who is us ? », *Harvard Business Review*, janvier-février 1990, p. 53.

LONDRES DANS LE FINANCEMENT GLOBAL

Christopher Johnson

La croissance d'une économie n'est pas forcément liée à sa performance dans la concurrence financière internationale. Seul le Japon paraît gagner sur les deux tableaux ; les deux pays anglo-saxons ne sont pas gênés dans l'expansion globale de leurs secteurs financiers par les péripéties de la gestion économique interne, tandis que l'Allemagne et la France ont été longtemps vouées à la hausse de leur PNB pour donner la priorité au rattrapage de leurs rivaux dans le domaine de la finance internationale. La libéralisation des mouvements de capitaux, la déréglementation des institutions financières, la globalisation des marchés intensifient maintenant la compétition et menacent la primauté de la City, laquelle a pourtant survécu aux chocs de deux guerres mondiales !

La City a gagné 7,4 milliards de £ en devises en 1988, et continue à produire un solde positif qui résiste à la tendance déficitaire de tout autre chapitre de la balance des paiements.

Les positions externes des G5 se caractérisent au cours des cinq dernières années par une certaine stabilité, voire un immobilisme, des soldes courants et des capitaux. L'année 1989 est, à cet égard, typique (*voir tableau 1*). Le solde courant et le solde de capital à long terme font, ensemble, le solde « de base », qui se finance par les mouvements ou des capitaux privés à court terme ou, le cas échéant, par les réserves officielles. On s'attend généralement à voir les mouvements de capitaux à court terme, sinon à long terme, financer les déséquilibres des soldes courants. Les marchés financiers ont été à la hauteur de cette tâche, sauf en 1987, quand il a fallu ponctionner sur les réserves en dollars pour combler le déficit courant américain record de 143 milliards de dollars.

Les Etats-Unis continuent à financer un déficit courant quasi permanent, quoique sensiblement réduit, en accueillant un flux net grandissant d'investissements directs et de portefeuille (obligations du Trésor, pour la plupart), en provenance surtout du Japon. Leur déficit de base est tombé ainsi de 110 milliards de dollars en 1987 à 29 milliards de dollars en 1989, évitant la nécessité de recourir dans la même mesure aux apports de fonds bancaires, et permettant même de bâtir les réserves officielles en devises. Il ne faut pas chercher plus loin l'explication de la remontée du dollar depuis fin 1987.

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

TABLEAU 1

LE FINANCEMENT DES DÉSÉQUILIBRES EN 1989

(en milliards de dollars)

| | E-U | Japon | RFA | France | R-U |
|---|-------|-------|------|--------|------|
| 1. Solde des transactions courantes | - 106 | 57 | 53 | - 3 | - 34 |
| 2. Investissements directs | 29 | - 45 | - 9 | - 8 | - 5 |
| 3. Investissements de portefeuille | 45 | - 34 | - 4 | 23 | - 39 |
| 4. Autres capitaux à long terme | 3 | - 14 | - 1 | - 7 | 8 |
| 5. Solde « de base » | - 29 | - 36 | 39 | 5 | - 70 |
| 6. Capitaux à court terme, erreurs et omissions | 47 | 23 | - 39 | - 1 | 60 |
| 7. Accroissement net de réserves officielles | 18 | - 13 | 0 | 4 | - 10 |

$1 + 2 + 3 + 4 + 5$

$5 + 6 = 7$

Lignes 2, 3, 4, 6 et 7 sont la somme nette des flux dans les deux sens.

233

Source : Statistiques financières internationales, sources nationales.

Si l'importation de capitaux à long terme n'est pas encore suffisante pour combler tout à fait le déficit courant américain, l'exportation de capitaux à long terme dépasse de loin l'excédent, en diminution d'ailleurs, du solde courant nippon. Les Japonais prennent plaisir à étonner l'étranger par leur déficit de base, qui a décliné légèrement à 36 milliards de dollars en 1989. Or les banques japonaises ne font qu'accomplir leur devoir patriotique en important les fonds à court terme, à tel point qu'il en reste pour alimenter les réserves officielles. Les exceptions ont été 1989 et 1990, quand le yen a été affaibli par la réticence du ministère des Finances à suivre les appels de la Banque du Japon à relever les taux d'intérêt.

L'épargne toujours très élevée au Japon, dépassant même les besoins considérables d'investissement de l'économie, est ainsi obligée de chercher des débouchés ailleurs. L'élément essentiel est le manque presque total d'investissements directs de sociétés étrangères au Japon, à cause de contraintes bien connues, ce qui provoque un biais déficitaire au solde japonais des capitaux à long terme.

L'Allemagne, en revanche, n'a pas encore reconquis son ancien rôle d'exportateur important de capitaux à long terme. Son déficit dans ce domaine, encouru surtout chez ses voisins de la CEE, n'engage qu'une petite partie de son excédent courant, sauf en 1988, quand l'introduction de la retenue à la source a entraîné une hémorragie du marché des obligations. L'excédent de

base structurel renforce le deutschmark, et permet la sortie de fonds monétaires à court terme. L'union monétaire allemande promet maintenant de diminuer l'excédent courant, puisque la hausse de la demande intérieure exigera une montée des importations. En même temps, les besoins de l'Europe de l'Est attireront à nouveau les capitaux allemands à long terme.

La France présente un aspect extérieur plutôt satisfaisant vis-à-vis des autres pays. Les déficits modestes des soldes courants et des investissements directs sont compensés par l'excédent croissant des investissements de portefeuille, dû aux attraits de mieux en mieux connus à l'étranger des titres français, y compris la possibilité d'effectuer des OPA. Un excédent de 23 milliards de dollars du solde de portefeuille en 1989 a transformé le déficit de base normal en excédent de 5 milliards de dollars, aidant le franc, devenu « fort », à tenir son taux deutschmark au sein du SME.

L'histoire récente de l'Angleterre, en revanche, est fertile en rebondissements. Le solde courant est passé, en 1986, de l'excédent pétrolier à l'équilibre juste, puis au déficit qui s'est gonflé jusqu'à 36 milliards de dollars en 1989. Dans le même temps, le solde des capitaux à long terme, toujours déficitaire, surtout depuis l'abandon du contrôle des changes en 1979, a empiré pour atteindre lui aussi un déficit de 35 milliards de dollars en 1989. Peu importait le rétrécissement du déficit des investissements directs, les fonds d'investissements diversifièrent leurs portefeuilles en 1989, en achetant 50 milliards de dollars d'actions et obligations étrangères. Les banques londoniennes furent obligées de hausser leurs taux d'intérêt jusqu'à 15 % (en octobre 1989) pour attirer les fonds nécessaires à court terme. La City de Londres, comme tout organisme bancaire, a l'habitude de prêter long et d'emprunter court.

M. Nigel Lawson, l'ancien Chancelier de l'Echiquier, a eu beau proclamer que le déficit courant n'avait pas d'importance, puisque encouru par le secteur privé capable de le financer, le gouvernement a engagé néanmoins 10 milliards de dollars sur ses réserves en 1989 pour soutenir la livre et combler les lacunes de ce secteur privé. L'excédent vanté du secteur public n'a fait que créer un manque de *gilts* (obligations du Trésor, qui les rachetait au lieu de les émettre), obligeant les fonds à satisfaire à l'étranger leurs besoins en obligations.

Les places financières

La volatilité de la livre permet des gains à court terme aux banques de la City, grâce à la « prime de risque » contenue dans les taux d'intérêt sterling. Mais la primauté de Londres dans les euromarchés, favorisée à l'origine par le contrôle des changes, n'a jamais dépendu du sort imprévisible de la monnaie anglaise. Avec 521 banques étrangères, Londres continue à défier Tokyo, avec 18 % contre 17 % du marché bancaire international (voir tableau 2). Ce n'est qu'en incluant les prêts en devises aux résidents, que Tokyo l'emporte. Dans le marché des eurodevises, excluant les prêts transfrontières en monnaie nationale, Londres jouit d'une marge accrue sur Tokyo, avec 23 % contre 13.

On peut distinguer les pays à monnaie forte, qui font la plupart de leurs prêts en monnaie nationale (Etats-Unis, Allemagne), de ceux à monnaie

TABLEAU 2

ACTIFS BANCAIRES INTERNATIONAUX PAR CENTRE FINANCIER ET PAR MONNAIE (fin 1989)

| | Par centre financier | | | | | | Par monnaie | |
|--------------|----------------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|
| | En monnaie nationale | | En devises | | Total | | \$md | % |
| | \$md | % | \$md | % | \$md | % | | |
| Royaume-Uni | 74 | 5 | 850 | 23 | 924 | 18 | 173 | 3 |
| Japon | 373 | 27 | 469 | 13 | 842 | 17 | 590 | 12 |
| Etats-Unis | 534 | 39 | 65 | 2 | 599 | 12 | 2 757 | 55 |
| France | 51 | 4 | 283 | 8 | 334 | 7 | 109 | 2 |
| Allemagne | 188 | 14 | 81 | 2 | 269 | 5 | 658 | 13 |
| Autres | 143 | 11 | 1 921 | 52 | 2 063 | 41 | 744 | 15 |
| Total | 1 363 | 100 | 3 668 | 100 | 5 031 | 100 | 5 031 | 100 |

Source : BFI.

235

moyenne, qui en font la plupart en devises (France, Royaume-Uni). Le Japon, qui prêtait autrefois surtout en dollars, consent depuis quelques années à internationaliser le yen, dans lequel s'effectuent maintenant presque la moitié de ses prêts internationaux.

Si les places américaines n'ont que 12 % du marché international (y compris les facilités bancaires internationales), le dollar reste en tête comme monnaie globale de choix, avec 55 % du marché. Moins d'un quart des prêts dollars se font depuis son territoire d'origine, les autres étant des eurodollars prêtés par d'autres places. Le deutschmark est en deuxième place, le yen en troisième, avec 13 et 12 %. La livre et le franc français n'ont que 3 et 2 %, l'écu s'interpose en cinquième, avec des actifs de 140 milliards de dollars. Même si l'écu est destiné à devenir la monnaie unique de l'Europe, on peut s'interroger sur son rôle dans le financement des transactions hors du continent.

Les groupes nationaux de banques

Le dollar l'emporte comme monnaie, Londres comme place, mais c'est le Japon qui vient de loin en tête si on regarde la nationalité des banques (voir tableau 3). Les banques japonaises ont gagné 38 % du marché international, contre 15 % pour les banques américaines, et 8 % chacune pour les banques françaises et allemandes. Malgré la position de Londres, les banques anglaises, découragées par leurs coûteuses aventures en Amérique du Sud — et du Nord — n'ont que 5 % du marché international, et 17 % de leur propre marché de Londres.

TABLEAU 3

ACTIFS BANCAIRES INTERNATIONAUX PAR NATIONALITÉ ET LIEU DES AGENCES (fin 1988)

| | Agences domestiques | | Agences à l'étranger | | (Agences à Londres) | | Total | |
|--------------|---------------------|----------------|----------------------|--------------------|---------------------|--------------|------------|--|
| | \$md | % ¹ | \$md | \$md | % | \$md | \$ | |
| Japon | 1 076 | 61 | 680 | (405 | 36) | 1 756 | 38 | |
| Etats-Unis | 238 | 35 | 437 | (146 | 13) | 675 | 15 | |
| France | 236 | 61 | 148 | | | 384 | 8 | |
| Allemagne | 166 | 47 | 188 | | | 354 | 8 | |
| Royaume-Uni | 192 | 80 | 47 | (192 | 17) | 239 | 5 | |
| Autres | 620 | 52 | 570 | (381 ² | 34) | 1 190 | 26 | |
| Total | 2 528 | 55 | 2 070 | (1 124 | 100) | 4 598 | 100 | |

¹ De tous actifs internationaux.

² Y compris la France et l'Allemagne.

Source : BRI, Banque d'Angleterre.

236

Les banques japonaises, comme les banques françaises sont assez typiques en situant environ 40 % de leurs actifs internationaux chez leurs agences à l'étranger, profitant surtout du climat libéral de Londres. Les créances japonaises sur l'étranger à Londres de 400 milliards de dollars font 36 % du marché londonien, 23 % de l'ensemble des actifs internationaux japonais, et 60 % de ceux qui se situent dans les agences en dehors du Japon. Les banques anglaises sortent du rang en situant 80 % de leur activité transfrontière à Londres — pourquoi aller chercher ailleurs ce que l'on a déjà chez soi ? En revanche, les banques allemandes conduisent plus de la moitié de leur activité internationale à l'extérieur, notamment à Luxembourg, et les banques américaines deux tiers ; dans les deux cas, c'est une réglementation domestique onéreuse qui a amené les banques à chercher fortune ailleurs.

Les investissements directs

Les investissements directs croissent depuis quelque temps plus rapidement que l'économie mondiale elle-même, à un taux réel de 20 % depuis 1983 selon une étude de l'Institut Royal des Affaires Internationales (*Global Companies and Public Policy, De Anne Julius*). La concurrence globale entre entreprises multinationales se déclenche non seulement sur le plan de l'exportation depuis le pays d'origine, mais aussi par l'implantation au sein des marchés concurrents. L'investissement direct, pour adapter la citation de Clausewitz, c'est l'exportation par d'autres moyens.

La facilité accrue des fusions et acquisitions transfrontières, tout au moins dans les pays anglo-saxons, encourage les investissements directs. Les banques d'affaires de Londres, y compris certaines d'origine américaine, sont réputées pour leur expérience en matière d'OPA internationales, qu'elles

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

cherchent maintenant à utiliser aux fins de l'intégration du marché européen d'après 1992. En 1989, on peut estimer le montant des investissements directs dans les deux sens des pays du G5 à environ 200 milliards de dollars, dont moins du dixième dans les pays en voie de développement, le reste dans les pays industrialisés. Le stock d'investissements directs du seul G5 approche de 1 000 milliards de dollars, sans compter les autres pays.

Les investissements de portefeuilles internationaux en obligations sont du même ordre de grandeur que les investissements directs, se divisant entre obligations et actions (voir tableau 4). Les obligations internationales de 1 252 milliards de dollars ne représentent qu'un cinquième des actifs bancaires internationaux, mais ont eu tendance à croître plus rapidement, avec des émissions nouvelles de 280 milliards de dollars en 1989. Seulement un sixième du marché consiste en émissions traditionnelles étrangères sur les marchés domestiques (Yankees, Samurais et Bulldogs, pour leur donner leurs noms de guerre ethniques). La plupart en sont des euro-obligations, profitant de la légèreté de la réglementation *offshore*.

Malgré la dispersion géographique du marché des euro-obligations, la plus grande partie des maisons d'émission — le quart — se trouve à Londres. Certains pays — y compris le Royaume-Uni — exigent l'émission d'obligations en leur propre monnaie sur le territoire national ; mais Londres profite de l'attitude plus libérale d'autres pays, comme les Etats-Unis et le Japon, pour assurer l'émission de deux tiers des euro-obligations qu'il est permis d'émettre à l'extérieur du pays de la monnaie d'émission. Londres domine le marché secondaire, avec 70 % des marchands d'euro-obligations. Le marché a réussi à diluer les tentatives de Bruxelles de réglementer plus strictement son fonctionnement, qui a parfois déçu sa clientèle par manque de liquidité.

237

TABLEAU 4

LE MARCHÉ INTERNATIONAL DES TITRES

| | Obligations émises fin 1989 | | | | Actions émises fin 1989 | | Nombre de sociétés |
|--------------|-------------------------------|------------|-----------------------|------------|--|------------|--------------------|
| | Par nationalité de l'émetteur | | Par monnaie nationale | | Valeur des actions étrangères domestiques cotées | | |
| | \$md | % | \$md | % | \$md | % | |
| Etats-Unis | 163 | 13 | 568 | 45 | 3 278 ¹ | 31 | 267 ¹ |
| Japon | 266 | 21 | 131 | 10 | 4 238 | 40 | 119 |
| Allemagne | 52 | 4 | 122 | 10 | 366 | 3 | 535 |
| Angleterre | 97 | 8 | 82 | 7 | 814 | 8 | 544 |
| France | 75 | 6 | 18 | 1 | 364 | 3 | 223 |
| Autres | 599 | 48 | 331 | 26 | 1 458 | 15 | |
| Total | 1 252 | 100 | 1 252 | 100 | 10 518 | 100 | |

¹ Y compris Nasdaq.

Source : BRI, Banque d'Angleterre, International Stock Exchange.