



À LA RECHERCHE DE NOUVEAUX ELDORADOS

La crise asiatique n'a pas fini de faire parler d'elle, par les implications négatives qu'elle risque d'avoir sur le déroulement de l'activité dans le reste du monde au cours de 1998. Cependant ses premières conséquences apparaissent plutôt bénéfiques, sous la forme de baisses des taux d'intérêt à long terme et des matières premières, y compris énergétiques. Aux États-Unis et en Europe les marchés financiers, un moment perturbés, ont retrouvé un nouveau dynamisme qui augure particulièrement bien de la demande du secteur privé au cours du présent semestre. En même temps la baisse des taux d'intérêt facilite grandement le service de la dette publique dans de nombreux pays et éloigne les craintes de tours de vis budgétaires, toujours néfastes à court terme pour l'activité. Les particuliers et les entreprises peuvent supposer que l'évolution de la fiscalité ne viendra pas amputer dans un avenir proche la rentabilité de leurs investissements. Le climat de confiance s'en trouve visiblement renforcé.

Cette situation n'est pas loin d'être paradoxale. Il y a encore peu de temps l'on s'attendait généralement à un ralentissement de l'économie américaine étouffée par la saturation progressive de sa force de travail. Une politique monétaire plus stricte devait avoir raison d'un endettement privé de plus en plus élevé, et à présent seul responsable du déficit extérieur. Aujourd'hui les prix restent sages, sous l'effet d'un dollar soutenu et de prix à l'importation en recul. Les liquidités sont à nouveau en hausse, que l'on regarde les agrégats monétaires ou les nouveaux capitaux désirant se placer en fonds mutuels. L'abondance est telle que les boursiers manquent régulièrement d'arguments pour justifier la montée des cours.

En Europe, les mouvements ont revêtu une ampleur encore plus grande, ce qui tient à la fois à la plus grande sensibilité des Bourses au comportement des investisseurs étrangers et aux perspectives de reprise dans un contexte plus détendu qu'aux États-Unis. Du point de vue du vieux continent, il est tentant de mettre en avant les perspectives nouvelles qu'apporte l'euro et tout particulièrement la levée des incertitudes concernant sa mise en place. Cependant, s'il est vrai que l'Europe sort d'une période difficile où, fréquemment, la capacité de ses membres à coopérer a pu être mise en cause, l'attraction d'une zone économique ne se mesure pas dans l'absolu, mais par référence aux opportunités qui se présentent dans le reste du monde. Or l'Europe attire sans doute autant, sinon plus, parce que le reste du monde risque d'aller moins bien, que parce qu'elle-même va mieux. Ce phénomène d'appréciation relative doit être soigneusement examiné, si l'on veut éviter de laisser se développer des dérives privées, mais aussi des politiques économiques inappropriées.

Désinflation et déréglementation, mots magiques pour les marchés

Les vingt dernières années ont vu pratiquement toutes les économies dites de marché s'emparer des thèmes de la désinflation et de la déréglementation. Durant la dernière décennie un grand nombre des pays dits à économie planifiée se sont joints à ce mouvement. Les opportunités des investisseurs se sont multipliées à mesure que davantage de pays s'ouvraient à la concurrence internationale, libéraient leurs marchés des changes, et déréglementaient les investissements, qu'ils soient physiques ou de portefeuille. Les organismes internationaux, tout spécialement le FMI et l'OCDE, ont continûment poussé dans cette direction en s'attachant à dénoncer les rigidités, causes d'inefficacité et de gaspillage, en plaidant pour une allocation des ressources orientée vers les sites les plus rentables, et en tenant régulièrement à jour le palmarès, pays par pays, de l'avancement des mesures de libéralisation. L'accès des pays émergents les plus méritants à l'Aléna, ou au club de l'OCDE, (Mexique et Corée du Sud) est apparu comme la consécration suprême autorisant la levée de toutes les suspensions.

L'intérêt pour les pays émergents ne s'est toutefois pas développé isolément, mais en relation avec les progrès de la désinflation au sein des pays développés. En effet celle-ci a, selon son degré d'avancement, fortement influé sur la disponibilité en capitaux et sur les rendements comparés des différentes zones du monde. Aux États-Unis et au Royaume-Uni à partir de 1978-1979, puis en Europe dans les années quatre-vingt, l'inflation est apparue comme le reflet des multiples rigidités des marchés des capitaux, des biens et du travail ; il fallait donc s'attaquer à ces rigidités, en rétablissant des conditions plus concurrentielles sur ces trois marchés. La politique monétaire a été la principale arme employée : la hausse des taux d'intérêt a cassé la demande d'actifs fixes peu reproductibles, habituels refuges contre l'inflation, et provoqué leur déflation. Elle a ensuite renforcé la concurrence sur les biens et services courants et poussé les entreprises à se rationaliser. La nécessité des restructurations a été ressentie, pays par pays, au rythme des phases de surévaluation du change, elles-mêmes conditionnées par le calendrier des restrictions monétaires et des chocs autonomes de demande publique ou privée (milieu des années quatre-vingt aux États-Unis, première moitié des années quatre-vingt-dix en Europe).

La capacité d'un pays développé à attirer les capitaux ou à dégager un excès d'épargne se modifie selon le degré de désinflation réalisé. Lorsqu'un pays s'attaque à la hausse des prix, les capitaux courts sont les premiers attirés ; les capitaux longs viennent ensuite dès qu'il apparaît que l'inflation va

être maîtrisée et qu'il est temps de fixer des rendements élevés dans les portefeuilles obligataires ; les investissements spéculatifs touchent plus tard le domaine réel lorsque la chute des prix de l'immobilier et des actions des sociétés a été suffisante pour solvabiliser une nouvelle génération d'acquéreurs restés volontairement liquides durant la purge. Les fusions et acquisitions prennent le relais et donnent aux entreprises l'occasion de rendre plus productif le capital existant tout en contrôlant les risques de surcapacité. Elles suscitent alors un courant d'achats de titres.

Toutes ces étapes n'ont pas les mêmes conséquences sur les pays qui dépendent des capitaux étrangers pour se développer. Ainsi la phase de restriction monétaire est très pénalisante. A l'inverse, une fois la hausse des prix maîtrisée et avant que l'investissement dans les pays développés n'y suscite à nouveau un fort besoin d'endettement, il s'insère toute une période de reconstitution d'encaisse associée à une faible rémunération de l'argent, qui pousse les banques, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires de fonds à chercher ailleurs un meilleur rendement.

Les pays émergents doivent donc, sous peine de ne pas voir venir les inversions de flux de capitaux, être conscients qu'ils disposent de créneaux temporaires de surfinancement, qu'il conviendrait de stériliser pour une large part, et non de lignes permanentes de crédit. Selon l'*Institute for international finance*, les flux de capitaux leur étant destinés auraient reculé d'environ 70 milliards de dollars en 1997, et pourraient encore se contracter cette année, après avoir atteint en 1996 le montant record de 300 milliards de dollars. Toutefois, déterminer aujourd'hui ce que sont l'excès d'épargne et la capacité de crédit des pays développés au reste du monde, est particulièrement délicat, étant donnée la grande diversité des situations économiques actuelles.

L'Union européenne a vocation à être le pôle d'attraction des capitaux

Au Japon, le taux d'investissement privé reste élevé, mais au détriment de la productivité du capital, ce qui ne garantit pas une bonne rentabilité future, et pèse sur la distribution du crédit. L'accumulation de mauvaises créances impose des taux d'intérêt particulièrement faibles, et incite toujours plus les détenteurs de capitaux à se placer à l'étranger. Cependant les pertes encourues sur le marché intérieur obligent périodiquement à vendre des actifs détenus hors Japon, ce qui implique une sélectivité fondée sur la capacité à dégager des plus-values au cours de ces opérations. De ce point de vue, le site américain commence à devenir moins attractif, comme le montre l'exemple de l'immobilier d'entreprise : les ventes japonaises, fortes au milieu de la décennie, se sont ralenties depuis lors, avec l'épuisement du stock ; elles ont donné lieu tout d'abord à des rachats par des capitaux chinois en provenance de Hong Kong et de Singapour, qui se tarissent à leur tour. Les européens sont aussi venus pour bénéficier de la reprise du marché à partir de 1993, mais les britanniques envisagent à présent de se retirer, considérant que l'essentiel des plus-values sont intégrées dans les prix actuels. L'intérêt se porte maintenant sur le rachat de paquets de créances douteuses japonaises ou sur l'immobilier asiatique.

Aux Etats-Unis, les entreprises sont dans la situation inverse. La productivité du capital s'est redressée, et la rentabilité est forte. Les bas taux d'intérêt favorisent l'effet de levier : le retour sur fonds propres est grandement accru par un endettement croissant. Les émissions de titres à haut rendement (successeurs des *junk bonds* des années quatre-vingt) se multiplient et fixent sur le sol américain les capitaux

longs, qui trouvent de moins en moins de débouchés dans la dette publique. Ce sont donc essentiellement les capitaux à court terme qui sont allés chercher fortune à l'étranger, avec tous les risques d'instabilité que l'on connaît. Ces capitaux résultent de l'excellente situation financière des banques : s'ils vont moins en Asie, il leur faut des emplois alternatifs ; ici se pose la question des nouveaux eldorados à découvrir.

L'Union européenne voit sa capacité à alimenter le reste du monde en liquidités au moins temporairement limitée par sa situation bancaire et par les attermolements éventuels liés au changement de banque centrale. Ceci pourrait l'empêcher de participer avec la même ampleur que les intervenants anglo-saxons au rachat en Asie de créances douteuses, ou d'actifs physiques dépréciés. En tant que terre d'accueil des capitaux, elle se situe dans une position intermédiaire entre les Etats-Unis et le Japon dans le processus de désinflation-restructuration. La maîtrise des variations de prix est presque achevée : des inquiétudes subsistent ou réémergent, mais elles tiennent plus à la vigueur temporaire de la reprise de l'été dernier qu'au degré d'utilisation des facteurs de production. En dépit de la bonne tenue du dollar, la pression concurrentielle demeure forte et va se renforcer avec la crise asiatique et la mise en place de l'euro. Les entreprises doivent accroître leurs investissements pour se moderniser, mais continueront à rechercher une meilleure efficacité du capital investi. La réserve d'emploi est considérable, évaluée par les services de la Commission européenne à plus de la moitié du stock de chômeurs. Dans de telles conditions, les perspectives de rentabilité s'annoncent soutenues pour les prochaines années. La poursuite des privatisations et l'ouverture à la concurrence des services publics renforcent l'attrait pour les investisseurs étrangers. Enfin la position européenne actuelle semble à la charnière de la phase passée de désendettement et de reconstitution d'encaisse et de la phase future de mise à profit de l'effet de levier. Dès à présent, la baisse des taux d'intérêt redonne à l'immobilier une rentabilité qu'il avait perdue tant que durait la purge des prix. Ceci est déjà valable pour la France, et le devient dans les pays du Sud où les coûts de portage se réduisent sensiblement. Les résultats bancaires récemment publiés, même s'ils affichent encore des performances modestes en regard des anglo-saxons, montrent que la convalescence est bien entamée, ce qui exclut un blocage financier entravant la reprise.

Il existe donc un créneau de plusieurs années où l'Europe peut s'afficher comme la zone relativement la plus prometteuse pour les investisseurs, mais aussi pour les spéculateurs. Cela tiendrait certes à nos propres efforts, mais au moins autant à ce que les Etats-Unis sont sans doute moins porteurs de plus-values, que le Japon est loin d'avoir retrouvé son équilibre, et que les pays émergents doivent digérer leurs dérapages. L'impact de ce regain d'intérêt risque d'être très différent selon les secteurs et les régions, surtout s'il provoque, comme il est naturel, une appréciation de l'euro. Les moins rentables seront vite pénalisés et la sélection sera sévère. Les zones à bas salaires seront avantagées par l'absence de réévaluation de leurs monnaies. Les autres devront développer leurs points forts et encourager la création d'entreprises en leur assurant les financements adéquats. La Banque centrale européenne devra manœuvrer adroitement en maintenant à bas niveau le loyer de l'argent tout en évitant l'emballement du crédit. La disparité des situations locales laissera probablement sur ce dernier point un rôle non négligeable aux banques centrales nationales.

PHILIPPE SIGOGNE

Directeur du département analyse et prévision

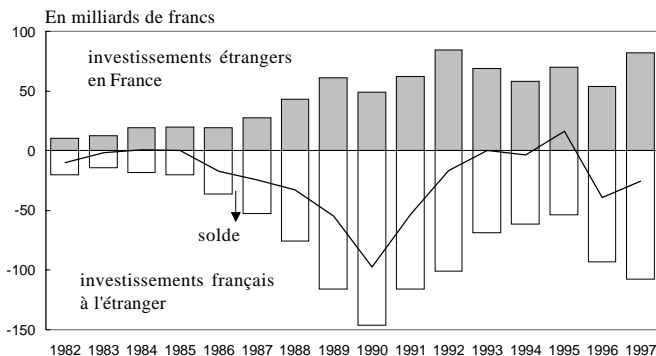
INVESTISSEMENTS À L'ÉTRANGER : UNE DÉGRADATION FRANÇAISE ?

Les investissements directs à l'étranger font toujours l'objet de vives polémiques. C'est particulièrement le cas en France, où l'attractivité du territoire est souvent mise en cause : y a-t-il encore un avenir français pour les entreprises se demande-t-on ? Entre la fuite des capitaux et la fuite des cerveaux, l'avenir est présenté comme bien sombre. A l'opposé, la décision de Toyota d'investir en France avait, transitoirement, suscité des commentaires sur les bienfaits de la mondialisation. Pour achever de brouiller les pistes, les statistiques de l'année 1997 sur les flux d'investissements directs entre la France et l'étranger, divergent. Entre l'alarmisme sur le déclin du territoire et l'euphorie sur son attrait spontané, où est la réalité ?

Une évolution heurtée en longue période

Dans la mesure des investissements directs, étaient traditionnellement pris en compte, le capital social (c'est-à-dire les apports en fonds propres pour créer, acquérir ou étendre une entreprise) et les prêts à long terme entre affiliés. Depuis 1996, sont également intégrés les bénéfices réinvestis, ce qui paraît justifié mais accroît l'incertitude statistique puisqu'il n'existe pas d'appréhension directe des sommes concernées : seule une enquête annuelle permet de les estimer. Sont également pris en compte les prêts, avances et dépôts à court terme. Ces flux intra-groupe à court terme ont fortement progressé par la délocalisation de sièges de holdings dans des pays offrant des fiscalités avantageuses et par la centralisation des trésoreries par des entités financières spécialisées. Ils traduisent le développement des transactions financières, mais ils sont bien éloignés de la notion d'investissement direct.

1. Investissements directs *



* Ils incluent les participations au capital social et les prêts à long terme entre maisons mères et filiales. Ils n'incluent pas les bénéfices réinvestis et les prêts à court terme.

Sources : Banque de France, estimations de l'auteur.

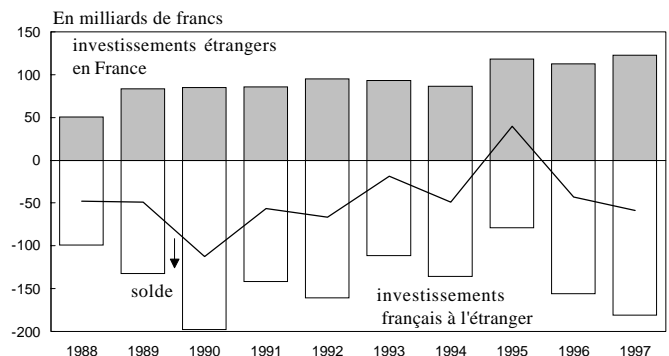
En longue période, seul existe l'ancien mode de comptabilisation. Nous l'avons prolongé en 1997. Il fait apparaître que l'excès des investissements français à l'étranger sur les investissements étrangers en France est modéré en 1996 et 1997. Le déficit s'était creusé jusqu'en 1990, atténué ensuite, puis de nouveau amplifié (graphique 1).

Les investissements français à l'étranger se sont fortement développés entre 1986 et 1990, avec une croissance proche de 50 % l'an pendant cinq ans. L'internationalisation des firmes françaises s'est intensifiée : la nécessité de délocaliser les productions pour mieux capter certains marchés, voire bénéficier de conditions de production plus favorables, a justifié cet effort. La perspective du Marché unique intra-européen de 1993 a fondé le développement des acquisitions françaises en Europe. L'amélioration de la situation financière des entreprises et la suppression du contrôle des changes, en 1985, ont permis sa réalisation. Un net ralentissement des

investissements est intervenu entre 1991 et 1995, avant une nouvelle progression en 1996 et 1997.

Les investissements étrangers en France ont moins fluctué. Faibles jusqu'en 1985, ils se sont accrus depuis, pour les mêmes raisons que celles de l'essor des investissements français à l'étranger. Ils ont été favorisés par la politique d'ouverture progressive de la France aux capitaux étrangers avec, notamment, l'assouplissement des procédures d'autorisation préalable. Après un léger repli en 1996, les investissements étrangers en France se sont fortement accrus en 1997.

2. Investissements directs *



* Y compris prêts à court terme et bénéfices réinvestis (méthodologie 1996).

Source : Banque de France.

La nouvelle méthodologie, qui n'est rétropolée que jusqu'en 1988, fait apparaître des évolutions différentes en fin de période (graphique 2). En 1995, le solde des investissements directs est fortement positif ; les investissements français à l'étranger ont en effet fortement diminué à cause des pertes d'une filiale à l'étranger, ce qui se traduit mécaniquement par un solde positif pour les bénéfices réinvestis⁽¹⁾. Dans le même temps, les investissements étrangers en France ont plus fortement progressé à cause de multiples opérations à court terme. En 1996, le solde s'est dégradé. Pour une part essentielle, cela correspond au retour à une tendance normale des investissements français à l'étranger, après les évolutions spécifiques de 1995 ; en outre, le montant des apports en fonds propres a augmenté, après un léger tassement en 1995, phénomène économique plus significatif que le précédent. Les ampleurs de l'amélioration 1995 et de la dégradation de 1996 sont donc différentes, selon l'ancienne ou la nouvelle méthodologie. En 1997, c'est même le sens de l'évolution qui diffère. Dans les deux cas, les investissements français à l'étranger s'accroissent, mais la plus forte croissance des flux (+ 22 %) concerne les opérations de capitaux à court terme. Et surtout une divergence apparaît pour les investissements étrangers en France, qui augmentent fortement lorsque l'on privilégie l'optique des fonds propres investis, mais faiblement lorsque l'on retient les modes actuels de comptabilisation, à cause d'un fort repli des capitaux courts.

Finalement, les récentes modifications méthodologiques semblent davantage décrire des flux de courte période qu'analyser des investissements directs, dont la motivation diffère de celle des flux courts, plus spéculatifs. C'est pourquoi on a reconstitué des mouvements qui intègrent le capital social, les capitaux à long terme et les bénéfices réinvestis.

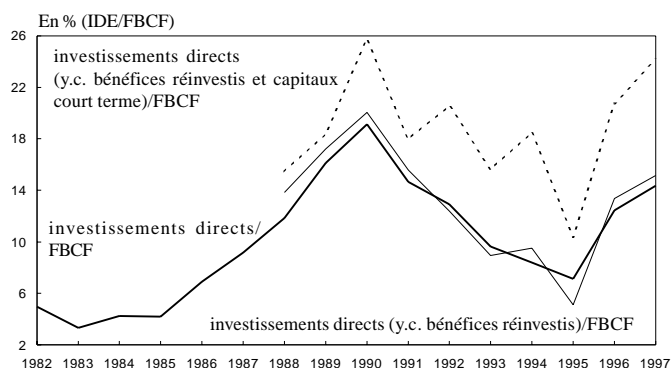
(1) Les bénéfices réinvestis se définissent comme la différence entre les résultats des entreprises et les dividendes. Des profits non distribués augmentent le stock de capital français à l'étranger et sont donc des apports en capitaux. En sens inverse, des pertes (ou des dividendes rapatriés supérieurs aux profits) réduisent le stock de capital et sont donc considérés comme des « désinvestissements ». Comptablement, ils sont affectés d'un signe positif dans la balance des capitaux.

Le déficit des investissements directs s'est réduit continûment jusqu'en 1995, année excédentaire exceptionnelle. Un fort creusement s'est produit en 1996, mais 1997 le tempère : les investissements français à l'étranger se sont stabilisés à haut niveau et les investissements étrangers en France se sont accrus. Cette méthode reflète mieux les tendances en cours.

Une concurrence ?

L'évolution de 1996 a été beaucoup commentée, en soulignant la divergence entre un investissement national en repli et un investissement à l'étranger en progrès. En fait, l'ampleur de cet écart était exceptionnelle en 1996. Il n'y a donc pas de dégradation subite de la compétitivité française. Apparaît au contraire une simultanéité des fluctuations de l'investissement total en France et français à l'étranger. Elle est particulièrement nette dans la progression de 1985-1990 et dans le repli de 1990-1995. Mais le cycle des flux à l'étranger est plus accentué. Le graphique 3 trace le ratio des investissements français à l'étranger aux investissements sur le territoire national ; on y retrouve le cycle des dépenses d'équipement, y compris en fin de période. La reprise de 1996 est plus précoce pour les dépenses à l'étranger ; elle s'accroît en 1997 alors que les dépenses en France redémarrent seulement en fin d'année.

3. Investissements français à l'étranger et en France



Sources : Banque de France, INSEE, estimations de l'auteur.

Les enquêtes auprès des entreprises confirment l'internationalisation croissante des firmes françaises. L'enquête auprès des « cinquante » principaux groupes français⁽²⁾ montre que de 1992 à 1995 les investissements physiques ont baissé, en France comme à l'étranger ; la baisse de ces derniers a même été plus prononcée (-9,8 % contre -6,5 %, en valeur). Un redémarrage des dépenses à l'étranger en 1996 et 1997 s'est en revanche produit, alors que les dépenses en France se tassaient. La part de l'investissement étranger dans l'investissement total s'est ainsi accrue en fin de période. Les entreprises anticipent une reprise en 1998, quelle que soit la destination. Finalement, les tendances des grandes firmes, les plus internationalisées, confirment en les accentuant celles que l'on constate pour l'ensemble.

En France et ailleurs

Si l'on compare la France aux autres pays, on constate de grandes similitudes. La plupart des pays développés sont, structurellement, investisseurs nets à l'étranger. Il peut advenir qu'une année exceptionnelle inverse cet équilibre, mais les moyennes de longue période témoignent sans conteste de cette caractéristique. Parmi les pays du G7, seul le Canada accueille davantage d'investissements qu'ils n'en effectue.

En moyenne pour les pays développés, les flux de sorties se sont fortement accrus à partir du début des années

quatre-vingt. Dans la décennie soixante-dix, les investissements directs à l'étranger représentaient de l'ordre de 3 à 4 % de l'investissement national ; la croissance des années quatre-vingt a porté cette part à 6,5 %. Après un ralentissement entre 1990 et 1994, un rattrapage s'est produit. Mais, si les tendances sont identiques, les écarts entre pays sont importants :

- relativement à l'investissement national, les flux sont, en France, un peu supérieurs à la moyenne européenne. Ils excèdent nettement ceux de l'Allemagne, mais demeurent inférieurs à ceux du Royaume-Uni.

- en termes absolus, pour la dernière année connue (1996), la France était le troisième investisseur mondial (après les Etats-Unis et le Royaume-Uni) et le troisième pays d'accueil, toujours après les Etats-Unis et le Royaume-Uni.

L'analyse de la ventilation géographique montre une inflexion : en 1990, les opérations étaient concentrées vers les pays de l'OCDE (97 %), en particulier ceux de l'Union européenne (69 %). En 1996, l'OCDE ne représentait plus que 80 % des investissements et l'Union européenne 51 % ; les Etats-Unis demeuraient le premier destinataire devant la Belgique et l'Allemagne, mais un net développement s'est opéré vers les pays d'Europe centrale et orientale et l'Asie. Les investissements étrangers en France viennent essentiellement d'Europe (Royaume-Uni, Belgique, Pays-Bas).

L'attractivité

Les discours sur les investissements directs à l'étranger sont le plus souvent idéologiques. Qu'ils se contractent, et l'on se plaint du peu d'offensive des entreprises françaises hors des frontières ; qu'ils se développent et l'on crie à l'érosion de l'attractivité du territoire, aux pertes d'avantages comparatifs en matière de coût du travail et de fiscalité.

La réalité n'est pas si caricaturale et résiste aux interprétations péremptoires. Le solde des investissements directs en France est déficitaire, durablement, mise à part l'année 1995, atypique. L'insistance exclusive sur la dégradation intervenue depuis 1995 est donc tendancieuse. Le déficit est la règle quasi-générale dans les pays développés et celui de la France est modéré. Les autres pays européens ne font pas mieux, l'Allemagne et le Royaume-Uni font nettement moins bien. Relativement au PIB, le déficit était de 0,5 % en France en 1996, de 1,3 % en Allemagne et de 1,1 % au Royaume-Uni, deux pays dont les avantages relatifs en termes de coût du travail et de fiscalité diffèrent grandement.

L'importance des flux témoigne cependant d'évolutions majeures dans l'insertion mondiale des économies. Si les grandes firmes qui investissent à l'étranger deviennent une fraction importante de la production mondiale, elles deviennent des acteurs-clés du développement des espaces nationaux. Les États n'ont alors plus de marges de manœuvre ; ils n'ont plus qu'à assister aux choix de délocalisation, et les échanges intra-firmes fondent un système autonome de gestion. Ce n'est pas la réalité actuelle.

Il faut distinguer, dans les délocalisations, celles qui ont pour objectif principal de capter un marché local qui ne pourrait pas être satisfait par des exportations, de celles qui visent à produire à moindre coût pour vendre dans le pays d'origine. L'impact sur l'emploi est différent dans l'un et l'autre cas. Les destinataires des investissements français à l'étranger restent majoritairement des pays développés. Ainsi, l'attractivité d'un territoire intègre de multiples variables, dont le coût de production n'est qu'une composante. La formation de la main-d'œuvre, la situation géographique et les réseaux de transport, la taille du marché intérieur et les infrastructures sont aussi des critères majeurs.

FRANÇOISE MILEWSKI
Rédactrice en chef

(2) NATEXIS Groupe, février 1998.