

Intermédiations financières sur un marché globalisé

Olivier Passet

Département des diagnostics

La multiplicité des représentations du marché financier global aboutit souvent à une juxtaposition de logiques difficilement conciliables. Cet article part du constat, que les divergences de lecture de la finance mondiale relèvent d'abord des différences de niveau et de fréquence d'observation des phénomènes étudiés. Le contraste est saisissant entre la représentation la plus agrégée, celle des déséquilibres courants globaux, qui tend à formaliser le marché global comme le lieu d'équilibrage de l'épargne et de l'investissement des nations sur la base de déterminants réels (stade de développement, structure démographique, besoin de financement public...), et les approches les plus désagrégées en termes de transactions brutes où la volatilité, le surdimensionnement et le bruit prévalent. La balance des paiements, dont la présentation s'organise autour de l'équivalence comptable entre solde des transactions courantes et solde des flux de capitaux reflète cette ambivalence. Comment concilier alors la volatilité extrême des transactions, hypersensibles à un système de prix dont on peut douter de l'efficacité, et l'apparente polarisation des flux d'épargne ?

Le marché global demeure un espace hiérarchisé imparfaitement intégré. Une représentation géographique et institutionnelle des circuits de flux bruts de financement, permet de montrer la réalité des liens qui s'instaurent entre débiteurs et prêteurs. Elle rend compte d'une plus grande dispersion des dépendances financières que ne le suggère l'étude des flux nets. Elle restitue aussi les différences d'influence des agents. A ce niveau d'observation, trois éléments contribuent à la polarisation des flux financiers :

- les décalages temporels dans la mise en œuvre de l'internationalisation des portefeuilles des investisseurs institutionnels*
- l'hétérogénéité des stratégies d'investissement et d'endettement des agents nationaux, avec une spécificité marquée du Japon*
- la localisation des intermédiaires financiers qui influe sur l'orientation des flux d'épargne.*

L'emprise financière décrite ici, loin d'être destabilisatrice, participe à la polarisation et à la relative inertie des besoins de financement que décrit le haut de la balance des paiements.

La finance internationale est probablement un des champs de l'économie où l'intuition se perd dans les représentations les plus contradictoires et où les tentatives de synthèses théoriques s'accommodent mal d'une multitude de schémas partiels. Le discours dominant des années quatre-vingt a accoutumé les esprits aux notions de globalisation, de déréglementation, ou d'efficience. Unité de temps, d'espace, le marché des capitaux est souvent représenté comme le lieu qui réalise au mieux le modèle idéal de concurrence pure et parfaite. Tendance à la diversification des intervenants, effort de transparence de l'information, levée des entraves à la circulation des capitaux, tout semble fait pour favoriser l'efficience des marchés.

Mais bien souvent aussi, le jeu paraît échapper à ses « apprentis sorciers ». Explosion des transactions, opacité liée à une excessive vitesse de réaction, à la complexité des liens qui se nouent à trop grande échelle, le rêve d'efficience est confronté à deux contradictions fondamentales : plus d'information ne réduit pas forcément l'incertitude sur le futur et trop d'information tue l'information. Incapables de digérer toute l'information les intervenants sont condamnés à agir sur la base d'une connaissance incomplète et dérivent vers des comportements de type mimétique ou « paranoïaque ». Les marchés de capitaux apparaissent comme le lieu d'un insaisissable mouvement brownien où l'incertitude prédomine.

Lieu d'ordre, lieu de pur chaos, ces deux visions antagoniques coexistent difficilement avec un troisième discours qui fait de la finance le lieu des jeux de domination voire des complots et des manipulations. Cette vision nécessite inévitablement le présupposé d'un espace hiérarchisé, où les asymétries sont la source de relations de pouvoir et d'une apparente stabilité. Elle est très éloignée de l'idéal mécaniste libéral aussi bien que des arguments qui stigmatisent la déconnexion et le désordre de la sphère financière.

La réconciliation de ces diverses lectures n'est pas aisée. Admettre que la réalité imparfaite des marchés financiers combine à des degrés divers ces trois visions n'est pas d'un grand secours si l'on ne peut déboucher sur une représentation synthétique. Le but de cet article est en deçà de cette ambition. Son objectif est de montrer que les divergences de lecture de la finance mondiale relèvent d'abord des différences de niveau d'observation des phénomènes étudiés. Plus l'approche est agrégée, se limitant à l'étude des déséquilibres courants globaux, et plus la représentation tend vers une problématique d'équilibrage sur le marché mondial des fonds prêtables. Lorsque l'on observe les flux bruts afin de faire apparaître la réalité des circuits de l'épargne, la dimension macroéconomique des asymétries régionales s'estompe. Elle laisse place à une logique plus financière où la taille des agents, la répartition des patrimoines et le degré de concurrence entre places financières semblent des déterminants importants de la polarisation des flux financiers. A un degré extrême de désagrégation, celui des transactions brutes, la prédominance des opérations entre intermédiaires à des fins d'arbitrage sur les marchés secondaires, n'ayant pas pour but de mettre en rapport direct

les besoins et les capacités de financement renforce les sentiments d'hypertrophie et de d'emprise arbitraire de la sphère financière sur la sphère réelle.

C'est en ayant en tête ces différents niveaux d'observation et de logique qu'il faut appréhender et discuter la multitude des schémas théoriques. Leur incompatibilité peut alors s'avérer parfois moins forte qu'il n'y paraît. De la même manière qu'en physique, l'apparent chaos des phénomènes corpusculaires peut être compatible avec un ordre à un niveau plus élaboré d'organisation, le désordre financier décelé à un niveau désagrégé de temps et d'espace ne s'oppose pas forcément à l'existence de lois plus stables au niveau macroéconomique. La discussion présente oppose dans une première partie le niveau le plus agrégé d'observation, celui des surplus et des déficits globaux d'épargne, aux approches désagrégées en termes de transactions brutes. La première débouche sur un déterminisme comptable souvent trompeur sur un marché mondial des fonds prêtables, dont le mode de régulation est difficilement saisissable. L'autre extrême donne une image affinée du « métabolisme » financier international, mais où le bruit et l'imprévisibilité prévalent. La deuxième partie privilégiera donc une approche en terme de flux croisés de capitaux, qui distingue les sorties et les entrées nettes de capitaux. Elle permet de cerner la réalité institutionnelle et géographique des liens entre débiteurs et créanciers. Cette description des circuits de l'épargne a le mérite de rendre compte des habitats et des asymétries d'influences qui demeurent sur un marché global, mais imparfaitement intégré.

Les approches polaires : la balance des paiements entre déterminismes réels et imprévisibilité financière

La balance des paiements est construite à partir l'équivalence comptable entre le solde des transactions courantes (partie haute de la balance des paiements) et le solde de la balance des capitaux (partie basse de la balance). Elle exprime aussi le déficit ou le surplus d'épargne d'une nation (écart entre la production nationale et la demande intérieure, ou entre l'investissement et l'épargne nationale). Analyser à posteriori la balance courante au regard de l'une ou l'autre de ces équivalences comptables, alimente des analyses nécessairement partielles des déséquilibres. Pour les uns, un déficit de la balance courante sera le symptôme d'un différentiel de croissance avec l'étranger, d'un manque de compétitivité des produits à l'exportation lié à des coûts relatifs excessifs ou à une inadaptation qualitative de l'offre. Pour les autres, elle sera la résultante d'une propension à épargner trop faible au regard des besoins d'investissement. Pour ceux, enfin, qui pensent que les mouvements de

capitaux, loin d'être induits par les déséquilibres réels, peuvent les influencer, ou en d'autres termes que la partie basse de la balance agit sur la partie haute, l'excès de demande intérieure peut résulter d'un afflux de capitaux étrangers. Les modèles d'économie ouverte intègrent ces multiples dimensions en considérant la formation du solde des paiements courants comme la résultante de comportements liés et indissociables sur le marché des biens, de la monnaie et des titres. Pour se faire, ils supposent que les flux financiers obéissent à des déterminants simples et communs à ceux des autres marchés.

Dès lors que les flux financiers échappent en partie à ces déterminants fondamentaux, et obéissent à une logique autonome, la question du degré d'emprise des phénomènes financiers sur la formation de l'équilibre réel épargne/investissement d'une nation s'impose. Les raisonnements partiels resurgissent, fondés sur une hiérarchie implicite entre les équivalences comptables (entre le haut et le bas de la balance en particulier).

La balance des paiements, en tant qu'indicateur des déséquilibres entre épargne et investissement, aboutit à une typologie des pays pourvoyeurs et ponctionneurs d'épargne...

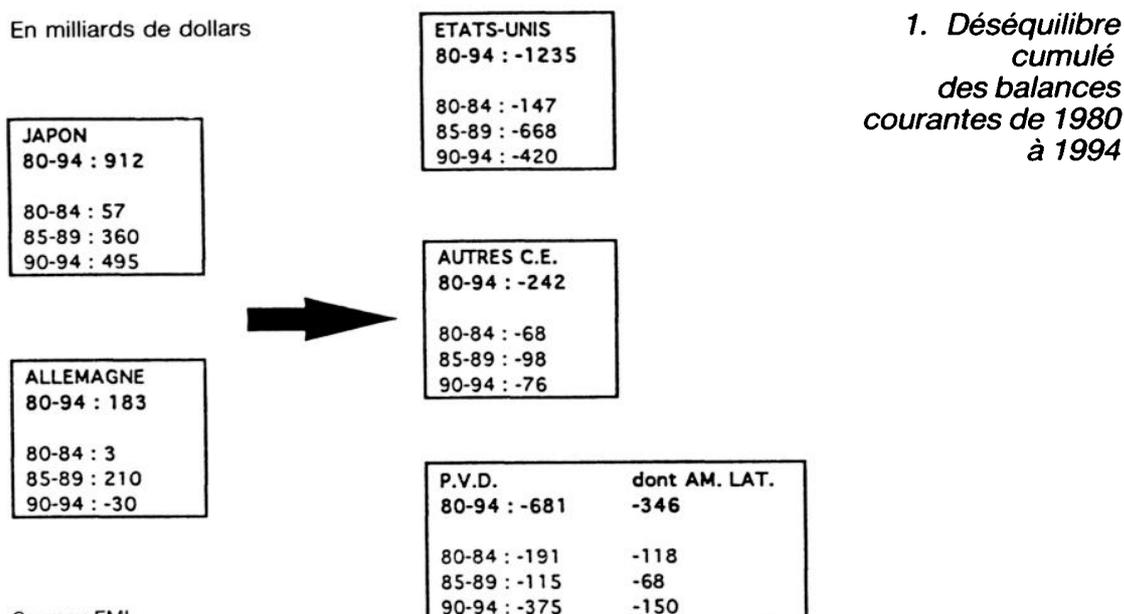
L'analyse de la balance des paiements à partir du déséquilibre entre épargne et investissement prévaut à moyen terme. A cet horizon de temps, la dynamique spécifique des stocks établit une hiérarchie entre les variables. La structure démographique, le niveau et la performance du stock de capital, permettent de déceler les conflits potentiels entre la propension à épargner d'un pays et son besoin d'investissement, à l'origine de la formation d'un déséquilibre structurel de la balance courante.

L'utilisation de balance des paiements comme indicateur du déséquilibre ex post entre l'épargne et l'investissement national, conduit à une description particulière du marché international des capitaux, où les entités nationales apparaissent comme les pôles de décisions. Il débouche sur une typologie de pays pourvoyeurs ou ponctionneurs d'épargne avec souvent, en arrière-plan, l'idée de concurrence entre les nations pour le partage de cette denrée rare. Il focalise l'attention sur le besoin de financement de l'Etat, qui par le poids de ses dépenses et son influence sur le revenu disponible des agents privés (*via* la fiscalité), peut modifier de façon discrétionnaire le besoin d'épargne national.

La décennie quatre-vingt a vu se creuser les déséquilibres bilatéraux (schéma 1). Ces asymétries ont accrédité l'idée de dépendances financières bilatérales entre nations : sommairement, le Japon et l'Allemagne auraient financé les Etats-Unis et plus marginalement le reste de l'Europe. Le début de la décennie quatre-vingt-dix confirme l'inertie du solde américain (surtout du déséquilibre bilatéral nippo-américain). L'inversion

du solde allemand, consécutif à la réunification, et l'émergence des pays en développement, qui constituent à nouveau un important pôle d'attraction de l'épargne mondiale (presque à parité avec les Etats-Unis), rompent cependant avec la configuration de la deuxième moitié de la décennie quatre-vingt.

En milliards de dollars



Source : FMI.

... sur la base de déterminants réels...

La permanence de certains déséquilibres a renforcé l'idée que la demande de capital est faiblement contrainte, au moins pour certaines nations (en particulier les Etats-Unis). Elle a engendré des tentatives d'explication structurelle, qui, pour l'essentiel, se fondent sur les mécanismes de formation de l'épargne et de l'investissement à moyen terme. Les premières, de type historique, insistent sur l'écart entre la capacité d'épargne et les besoins d'investissement au cours du développement d'une économie. Elles établissent un spectre, qui va de la situation de dépendance économique et financière des économies sous-développées à celle de pays rentier. Les secondes complètent la précédente version en ajoutant l'incidence de la structure démographique sur la propension à épargner d'une nation. Les troisièmes assignent à l'état un rôle déterminant dans la genèse des besoins de financement d'une nation.

L'idée qu'il existerait un cycle de la balance des paiements en fonction du stade de développement d'une économie est ancienne (tableau 1). On trouve des travaux sur ce thème dès 1922 (T. Boggs et Ch. Rist) ⁽¹⁾.

(1) T. Boggs, 1922 : *The international trade balance*, McMillan ; Ch. Rist, 1933 : *Essai sur quelques problèmes d'économie monétaire*, Sirey.

Elle débouche sur une typologie des déséquilibres qui correspond à des étapes successives de régime de croissance en distinguant les pays nouvellement emprunteurs, les pays emprunteurs évolués, les pays nouvellement prêteurs, et enfin les prêteurs évolués, sur la base de trajectoires historiquement connues (en particulier la Grande-Bretagne, parvenue avant 1914 au stade de prêteur évolué). Cette grille d'analyse mécaniste peut servir de cadre de référence mais n'a pas, loin s'en faut, un pouvoir explicatif général en particulier concernant les pays développés. Ni la situation du Japon, ni celle des Etats-Unis ne sont conformes à ce schéma.

1. Schématisation de la balance des paiements selon le stade de développement

Pays nouvellement	Balance interne épargne Investissement $\ll 0$ Rareté du capital => productivité marginale du capital élevée Abondance du travail non qualifié, faible niveau de progrès technique incorporé => faible niveau de productivité globale des facteurs, rareté de l'épargne domestique	Balance commerciale < 0 Int. reçus-intérêts versés < 0 Balance des capitaux $\gg 0$
Pays emprunteur évolué	Balance interne épargne Investissement < 0 Moindre niveau de productivité marginale du capital Augmentation de la productivité globale et de la propension domestique à épargner	Balance commerciale > 0 Int. reçu-intérêts versés < 0 (service de la dette antérieure) Balance des capitaux > 0
Pays nouvellement prêteur	Balance interne épargne investissement > 0	Balance commerciale > 0 Int. reçus-intérêts versés < 0 Balance des capitaux < 0
Pays prêteur évolué (pays rentier)	Balance interne épargne Investissement $\gg 0$ Abondance du capital => faible productivité marginale du capital Rareté du travail non qualifié, forte intégration de progrès technique => niveau de productivité globale des facteurs élevé => abondance de l'épargne domestique	Balance commerciale < 0 Int. reçus-intérêts versés > 0 Balance des capitaux < 0

Note : L'appréciation des niveaux est relative aux autres pays.

Cette lecture historique passe en général sous silence les déformations que peuvent introduire les caractéristiques démographiques dans la formation de l'épargne des nations ayant atteint le même stade de développement. Elle oppose sommairement les pays en développement supposés jeunes, et donc à faible propension à épargner, aux pays développés dominés par les classes d'âge moyen en phase d'épargne. La persistance de déséquilibres des paiements entre pays industrialisés est de ce fait mal expliquée. Or, les comportements d'épargne des ménages comme les profils démographiques sont peu homogènes au sein de l'OCDE. Ils sont par ailleurs bien corrélés avec le taux d'épargne

global des pays. Les modèles de cycle de vie, qui relient la propension à épargner des ménages à l'évolution de la structure par âge de la population, peuvent ainsi fournir une explication structurelle à la persistance de certains déséquilibres de paiement. Dans le cas des États-Unis, la décroissance du taux d'épargne au cours des années quatre-vingt serait causée par le rajeunissement de sa population d'âge actif, lié aux flux migratoires et à l'entrée sur le marché du travail de la génération issue du baby-boom. Les simulations ⁽²⁾ confirment que les différences de structure par âge des populations de l'OCDE influencent les divergences de capacité de financement entre nations développées.

Dans l'approche historique ou démographique, le marché financier international a pour fonction de redistribuer les ressources entre pays complémentaires, entre pays développés et pays en développement, entre pays jeunes et pays vieillissants. Cet ajustement apparaît souhaitable, en termes de croissance mondiale, au regard des ajustements alternatifs. En l'absence de liberté des mouvements de capitaux, l'ajustement porterait sur les taux de change ou les prix relatifs. Pour les pays en excédent spontané d'épargne, une limitation du recyclage créerait un excès de demande de leur monnaie sur le marché des changes qui impliquerait une appréciation du taux de change, donc un moindre niveau de production, pour que l'équilibre ex post entre l'épargne et l'investissement soit réalisé.

Cette primauté donnée aux comportements privés comme déterminants du besoin de capitaux étrangers d'un pays contredit l'idée selon laquelle le déficit commercial américain ne serait que le reflet du déficit public. La théorie des déficits jumeaux a popularisé l'idée d'un lien automatique entre besoins de financement public et national. Elle part du constat de la quasi-équivalence au cours des années quatre-vingt entre solde public et solde des transactions courantes aux États-Unis (déficits jumeaux). Comptablement, si les agents privés dégagent une capacité de financement nulle, un éventuel déficit public sera forcément financé par de l'épargne privée étrangère. Pour faire de ce constat un principe, encore faut-il justifier ce qui conduirait à la formation d'une épargne financière privée nulle, ou, pour le moins en dynamique, à sa constance ⁽³⁾.

La formation couplée des déséquilibres public et courant peut être justifiée à partir d'hypothèses simples, pour une petite économie, dans un contexte d'extrême mobilité des capitaux (dans le cadre du modèle Mundell-Fleming d'économie ouverte par exemple). Un besoin accru de financement de l'État est financé exclusivement par les non résidents

(2) M. Aglietta, A. Brender, V. Coudert, 1990 : *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Economica.

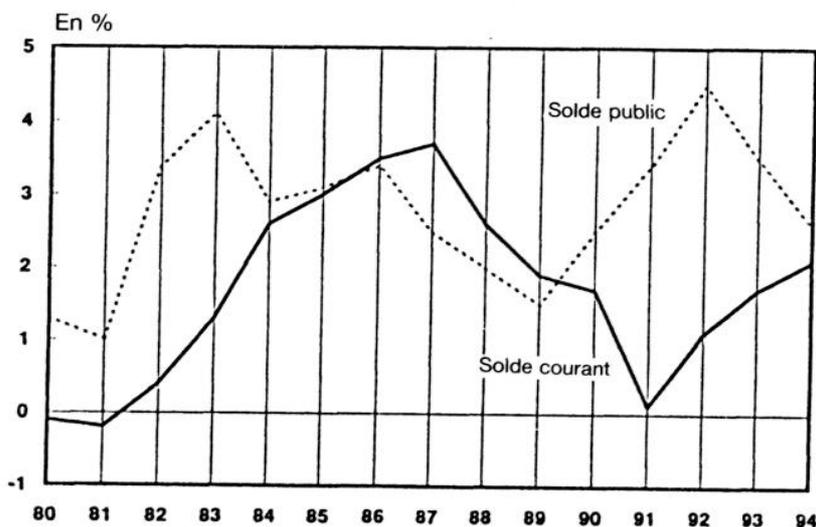
(3) La théorie des déficits jumeaux revient en particulier à invalider la théorie de l'équivalence ricardienne, stipulant que les variations de l'épargne des ménages compensent exactement celles de l'État. Elle s'oppose plus généralement à l'idée d'une éviction entre dépense privée et publique

sans augmentation à terme des taux d'intérêt ⁽⁴⁾. L'ajustement ne porte que sur le taux de change (lorsque ce dernier est flexible), dont l'accroissement induit un creusement du déficit de la balance des opérations courantes équivalent à celui du déficit public. Mais, cette configuration paraît mal adaptée à l'économie américaine qui, de par sa taille, a une influence sur le taux d'intérêt mondial.

Dans son analyse des déficits jumeaux américains, l'école néo-cambridgienne tente de justifier l'influence de l'Etat dans la formation d'une carence d'épargne nationale par la stabilité des comportements d'épargne financière privée. Sa démonstration s'appuie sur l'hypothèse d'ultra-rationalité entre entreprises et ménages, où les ménages sont indifférents au financement des dépenses des entreprises par emprunt ou par retenue de profits ⁽⁵⁾ : dans le cas où les entreprises substituent un financement par emprunt à un financement par profit retenu (baisse de l'épargne des entreprises), les ménages ne modifient pas leur profil de consommation car leur revenu permanent est inchangé. Mais la principale limite de ce raisonnement tient au fait que l'ultra-rationalité ne s'applique qu'aux agents privés. L'étendre à la relation entre secteur privé et secteur public invalide la démonstration.

L'équivalence, en niveau ou en variation, entre déficit public et déficit courant apparaît, quoiqu'il en soit, empiriquement comme une exception, et la gémellité des déficits américains de plus en plus comme un phénomène épisodique au regard des évolutions récentes (graphique 2).

2. Solde des administrations publiques et solde courant américain en pourcentage du PIB ⁽¹⁾



(1) Un signe (+) correspond à un déficit.

Source : OCDE.

(4) En cas de mobilité parfaite des capitaux, l'offre de fonds par les non résidents est infiniment élastique au taux d'intérêt.

(5) Brunner et Betzler, 1978 : *Public Policies in open Economies*, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, North Holland. O. Chagny, 1991 : *La structuration de la balance des paiements courants par le solde entre épargne et investissement*, mémoire de DEA Paris Dauphine.

En revanche, de par le poids relatif des dépenses publiques par rapport à celles des agents privés, et l'influence de l'instrument fiscal sur le niveau et la répartition des revenus, il est clair que les Etats peuvent modifier de manière discrétionnaire la formation de l'équilibre entre épargne et investissement d'une nation, (dès lors du moins, que l'on ne considère pas, comme Barro, que les agents privés agissent systématiquement de façon à neutraliser les décisions publiques). De plus, les contraintes pesant sur la couverture des besoins de financement publics apparaissent moindres que celles pesant sur le secteur privé, du fait du faible risque de solvabilité qui leur est associé. Cette asymétrie est au cœur des préoccupations de ceux pour qui la puissance publique introduit un biais dans l'allocation spontanée des ressources : la thèse de l'éviction peut être généralisée à l'échelle internationale en considérant que les ponctions publiques (en particulier américaine) raréfient l'épargne mondiale au détriment des agents privés des pays tiers.

L'émergence des pays en développement nourrit chez certains une inquiétude équivalente. Derrière ces points de vue se profile l'idée d'une concurrence accrue entre nations pour le partage de l'épargne mondiale, ce qui conduit à préciser le mode de formation de l'équilibre entre épargne et investissement à l'échelle internationale.

... et débouche sur une représentation en termes de fonds prêtables du marché financier international

Derrière la description comptable des déséquilibres entre épargne et investissement se profile plus ou moins implicitement une représentation en termes de fonds prêtables des marchés de capitaux, c'est-à-dire l'idée que l'abstraction d'un marché où se confronteraient l'offre d'épargne et la demande d'investissement serait une représentation pertinente de la formation des taux d'intérêt. Sur un marché globalisé, cette abstraction conduit implicitement à faire l'hypothèse de la formation d'un prix unique qui résulterait de l'offre et de la demande mondiales de capital.

La notion de globalisation est une des plus explorées en finance internationale. Elle désigne des marchés dont l'homogénéité des intermédiaires, des produits, des techniques et l'interconnexion en continu et en temps réel rendent caduques les frontières géographiques traditionnelles. Le marché financier international peut être appréhendé comme un espace unique, plus ou moins parfaitement intégré. Le terme d'intégration, parfaite ou imparfaite, recoupe en fait les notions distinctes de mobilité des capitaux et de substituabilité des actifs :

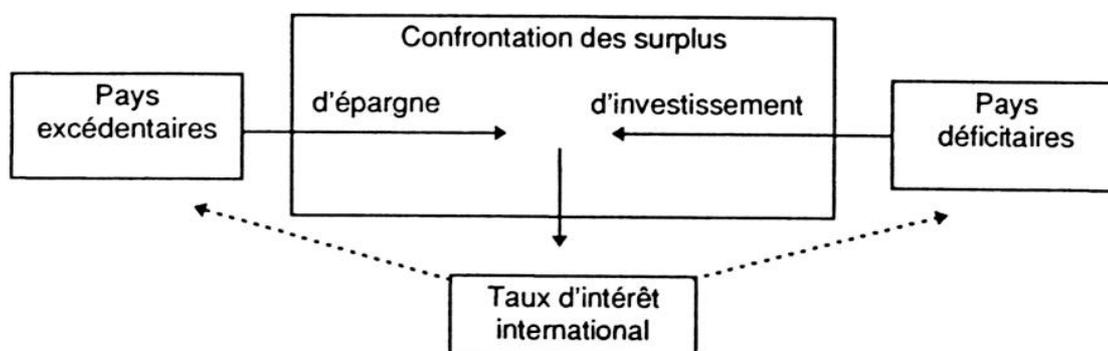
— la mobilité des capitaux suppose que les capitaux sont libres de se déplacer géographiquement sans entrave tarifaire ou réglementaire et à un coût de transaction minime

— la substituabilité des actifs suppose une homogénéité des produits financiers et la possibilité de passer d'un actif à l'autre et en particulier d'une devise à une autre.

L'intégration parfaite suppose donc la liberté de choisir à tout moment le lieu et le support de ses investissements. La déréglementation des transactions, la standardisation des produits, la dématérialisation des actifs et l'organisation des marchés, qui réduisent à l'extrême les coûts de transaction et d'information, apparaissent comme les principaux facteurs d'intégration.

Lorsque l'on considère la balance courante des paiements comme indicateur du surplus d'épargne ou d'investissement, le marché international apparaît en première lecture comme le lieu abstrait (un pseudo marché de fonds prêtables) de confrontation de flux abstraits (surplus d'épargne et d'investissement) entre entités abstraites (les nations) :

3. Le marché financier international comme lieu de confrontation des surplus d'épargne et d'investissement



Cette représentation réduite du marché des fonds prêtables établit une dissociation apparente entre la formation de l'équilibre interne et externe et rend de ce fait malaisées les tentatives d'interprétation. Un déficit constaté n'est facteur de tension sur le marché international que s'il diffère de son niveau normal et contraint la formation de l'équilibre domestique épargne/investissement des autres nations en rationnant leur épargne. Ce type d'interprétation ne peut être fondé que sur une approche ex ante du comportement d'épargne et d'investissement des agents sur le marché global. Cela suppose, que l'on admette que l'intégration est suffisante, pour qu'il soit possible de raisonner sur la base d'un marché des capitaux mondial qui confronterait l'épargne mondiale (agrégation des épargnes domestiques) et l'investissement mondial.

Le prix qui s'impose à chaque pays est alors celui qui découle de la confrontation de l'offre et de la demande globale agrégée de fonds prêtables sur le marché international. Les notions floues de « taux d'intérêt mondial » ou « de niveau des taux d'intérêt mondiaux », pour parler du renchérissement généralisé de l'argent au cours des années quatre-vingt, se réfèrent implicitement à une vision intégrée du marché mondial des fonds prêtables. Ces concepts supposent en effet l'existence d'un prix unique déterminé sur un marché globalisé. Les diversités géographiques ne seraient plus alors que la résultante de l'appréciation par les investisseurs des différents risques (surtout de change) associés à chaque

nation. De cette vision découle également l'idée répandue que l'augmentation du « niveau des taux d'intérêt » durant les années quatre-vingt serait imputable à une rareté relative de l'épargne mondiale par rapport aux besoins d'investissement. Adhérer à cette thèse suppose l'acceptation de deux hypothèses essentielles :

— La formation des taux d'intérêt sur un marché des fonds prêtables : cette assertion revient à présupposer que la « nation-monde » est en situation de chômage classique. Elle n'est pas évidente si l'on se réfère à la contestation keynésienne du schéma classique. Pour Keynes, les capacités n'étant pas saturées, l'investissement génère sa propre épargne, via les effets du multiplicateur de revenu. Une augmentation des taux d'intérêt ne provient pas de l'excès de la demande de capital par rapport à l'offre de fonds prêtables. Toute tentative pour augmenter l'épargne au détriment de la demande aura pour effet final de réduire la production et en conséquence l'offre de fonds prêtables. De manière équivalente, l'effort du pays pour réduire son déficit d'épargne est neutre sur les taux d'intérêt puisqu'il a pour effet de réduire le surplus des autres nations. En poursuivant l'analogie, si l'on considère que l'économie mondiale obéit aux lois d'une économie fermée keynésienne, le marché monétaire mondial devient le lieu de formation des taux d'intérêt et le renchérissement de l'argent des années quatre-vingt aurait pour raison essentielle une rareté globale d'offre de liquidités internationales. Cette rareté peut être reliée à la décision, prise en 1979, par la Réserve fédérale américaine, de fixer une limite à la monnaie de base injectée sur le marché monétaire, ce qui aurait mis fin à la phase de surliquidité mondiale des années soixante-dix ⁽⁶⁾. Ce type d'analyse n'a cependant qu'un pouvoir explicatif temporaire, si l'on suppose qu'à terme la demande de monnaie doit s'ajuster à la faiblesse de l'offre.

— A une insuffisance de l'offre de fonds prêtables, comme cause principale du haut niveau des taux d'intérêt, répond la thèse d'un déplacement de la demande de capital : la hausse des taux d'intérêt réels est alors imputée à la montée de la profitabilité du capital. Cette augmentation aurait pour origine conjointe l'effort de rationalisation des entreprises dans les pays de l'OCDE et l'ouverture des marchés en voie de développement, où la rareté relative du facteur capital entraîne un niveau structurellement plus élevé de sa productivité marginale.

En définitive, la perception plus ou moins conflictuelle du partage de l'épargne mondiale se rattache à une lecture de type classique ou keynésienne du fonctionnement de l'économie-monde. Les clivages qui se sont formés autour de l'efficacité des politiques économiques dans un modèle IS-LM en économie fermée se retrouvent ici pour justifier que l'on s'efforce, ou non, de résorber les déficits publics des nations développées. Si, ne serait-ce que pour des raisons de croyance et d'autoréalisation, les marchés financiers forment leurs prix sur la base d'une logique classique (sensibilité des taux aux prix et aux déficits), ce qui est probable, le déficit des paiements des uns évince la dépense privée des autres.

(6) Brender A., Gaye P., Kessler V., 1986 : *L'après-dollar*, *Economica*.

La fiction des fonds prêtables chahutée par le bruit des transactions

L'idée de la formation des taux d'intérêt sur un marché mondial des fonds prêtables, séduisante par sa cohérence et sa simplicité, se heurte à la réalité des marchés, lieu de transactions surdimensionnées par rapport aux échanges de marchandises, où les considérations de très court terme guident les choix des investisseurs. Lorsque l'on aborde les flux financiers en terme de transactions, le jeu apparaît alors dominé par les opérateurs financiers, qui « font le marché » sur la base de « nouvelles », dans le cadre d'une salle de marché. Le contact avec les équilibres réels paraît de plus en plus lointain et l'on peut s'interroger sur les conséquences d'une liquidité accrue, qui hypertrophie un métabolisme purement interne à la sphère financière au risque de déconnecter la formation des prix des fondamentaux réels. A l'opposé du déterminisme décrit plus haut, le bas de la balance des paiements, paraît imposer sa subjectivité à la formation de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement national.

Une liquidité nécessaire...

La liquidité est un élément essentiel du bon fonctionnement des marchés de finance directe. Elle permet de concilier la stabilité du financement pour l'emprunteur et la préférence du prêteur pour la liquidité. Cette liquidité suppose le développement de marchés secondaires où le créancier peut facilement dénouer sa position. Intuitivement, elle suppose une importance suffisante du volume de transactions et un certain degré d'atomicité des intervenants, pour qu'un ordre ne soit pas en mesure de déstabiliser le marché. Plus précisément, la liquidité recouvre plusieurs notions distinctes. Un marché est dit liquide lorsque les coûts de transactions sont réduits au maximum. Cela suppose ⁽⁷⁾ :

— une parfaite divisibilité, ce qui signifie qu'il n'existe pas de contraintes portant sur la taille minimale d'une transaction

— la négociabilité désigne la rapidité et la facilité avec laquelle on peut réaliser une transaction

— la réversibilité renvoie à l'écart entre cours acheteur et vendeur à un moment donné.

Vertu pour les uns, fléau pour les autres, la liquidité peut apparaître comme la conséquence normale d'un changement du mode d'intermédiation. Elle garantit à la fois fluidité et souplesse. Elle favorise la réalisation des arbitrages de portefeuille, ce qui, en termes de mobilité et de substituabilité des actifs, peut paraître positif. Elle est l'expression d'une

(7) D'autres auteurs, renvoient aux critères d'étroitesse, de profondeur, et de réversibilité. Par étroitesse ils entendent le coût inhérent au fait de tourner autour d'une position sur une courte période. La profondeur, désigne la sensibilité des prix au volume de transactions. Le marché doit avoir une taille suffisante pour qu'une transaction isolée ne modifie pas fondamentalement le rapport de l'offre et de la demande. La réversibilité désigne dans cette approche la rapidité de retour du prix à la normale après un choc exogène.

mutation, où le risque plutôt que d'être concentré et mutualisé par des banques, est dispersé et négociable. Mais le volume des transactions qu'elle induit brouille aussi la visibilité sur les marchés financiers.

... à l'origine d'une explosion des transactions transfrontières...

Les années quatre-vingt ont connu un essor sans précédent de la valeur des paiements, imputable à l'expansion des mouvements financiers. L'un des moyens d'estimer la tendance de la valeur globale des paiements ayant trait à des opérations financières relativement aux transactions commerciales est de calculer le ratio transferts interbancaires/PNB. Ce ratio est passé de 35 à 75 aux Etats-Unis entre 1980 et 1990, de 20 à 120 au Japon, et de moins de 20 à plus de 50 au Royaume Uni.

Une part importante de cette progression est imputable au développement des opérations transfrontières. La globalisation des échanges financiers s'est accompagnée d'un accroissement spectaculaire de la valeur des transactions, en particulier sur le marché des changes. Un certain nombre de ces opérations sont induites. Toute opération autonome (commerciale ou financière) s'accompagne d'une véritable chaîne d'opérations dérivées : réaménagements de trésorerie, swaps, options, FRA ⁽⁸⁾, qui conduisent souvent à multiplier les achats/ventes des devises ou les prêts/emprunts correspondants. L'arbitrage dans un système multi-devises conduit de plus à des restructurations de portefeuille incessantes, qui ont pour corollaire un accroissement considérable des opérations d'achat et vente de titres entre résidents et non résidents (tableau 2). Une étude conjointe des banques centrales du Groupe des

2. Poids des transactions internationales sur titres ⁽¹⁾ en proportion du PIB

En % du PIB

	1975	1980	1985	1990	1993
Etats-Unis	4,2	9,3	36,4	92,1	134,9
Japon	1,8	1,6	62,5	121,0	78,7
Allemagne	5,1	0,6	33,9	54,9	169,6
France	3,3	0,7	29,1	58,7	196,0
Italie	0,9	0,2	4,0	26,6	274,6
Royaume-Uni	n.d.	n.d.	366,0	689,0	1015,8 ⁽²⁾
Canada	3,3	9,6	26,7	64,2	152,7

(1) Total des achats et ventes entre résidents et non-résidents au titre des investissements de portefeuille.

(2) Chiffre de 1991.

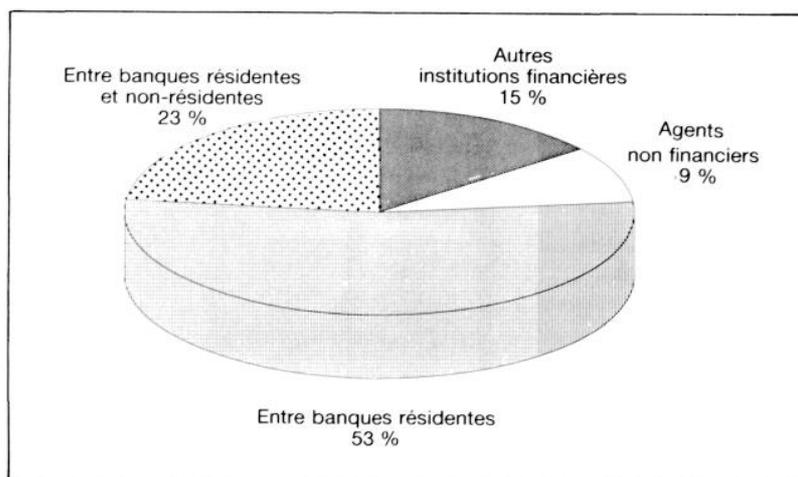
Sources : *BRI*, données nationales de balance de paiements.

(8) (Forward rate Agreement).

dix sur l'activité des marchés des changes estime à 900 milliards de dollars le montant journalier des transactions sur le marché des changes (dont 300 milliards à Londres, 192 milliards à New-York, et 128 milliards à Tokyo), soit douze fois environ le PIB journalier total des pays de l'OCDE.

L'essentiel de ces transactions se font entre les intermédiaires financiers eux-mêmes. Les agents non financiers qui sont à l'origine des besoins et des capacités de financement que le marché intermédiaire, sont totalement marginalisés au niveau des transactions (graphique 4). Cette marginalisation doit être relativisée compte-tenu du fait que nombre d'opérations induites sont la conséquence indirecte des ordres des agents non financiers⁽⁹⁾. La deuxième raison essentielle de cette marginalisation tient au développement des fonctions de teneurs de marché des intermédiaires. En achetant et en vendant, pour leur compte propre, des titres sur le marché, ils assurent une certaine stabilité des cours en accroissant la profondeur des marchés secondaires et de ce fait la liquidité. Ils procèdent également à un arbitrage qui permet de régulariser les cours entre différentes places et différents produits.

**4. Répartition
par agent
des transactions
journalières sur
le marché
des changes
londonien,
300 milliards
de dollars**



Source : Bank of England.

... mais perturbatrice

Cette liquidité accrue introduit de nouveaux risques difficilement évaluables, liés au volume des transactions qu'elle induit. L'accroissement spectaculaire de la valeur des transactions a mis à rude épreuve les systèmes de paiement et de règlement existants. Il modifie en effet la nature des risques encourus durant le processus de règlement. Le défaut d'exécution d'obligation de livraisons ou de paiements peut entraîner des pertes considérables pour la contrepartie aux contrats. La concurrence

(9) Une banque britannique qui veut couvrir la vente à terme d'une devise étrangère contre du dollar, devra opérer, par exemple, quatre transactions au comptant et à terme sur les parités dollar/livre, et dollar/monnaie étrangère.

accrue entre les intermédiaires financiers a reporté partiellement ce risque de crédit ou de liquidité sur les intermédiaires, principalement les banques. Celles-ci offrent de plus en plus souvent des découverts dans le cadre de leurs services de paiement et se retrouvent donc transitoirement en position de contrepartistes.

La croissance des flux transfrontières et des opérations de changes signifie que les risques s'internationalisent davantage. Le risque global de défaillances en chaîne est de ce fait accru. Les systèmes de paiement peuvent devenir le canal de propagation des crises systémiques. La valeur des transactions étant considérable, la désynchronisation entre le paiement et l'encaissement ou entre le règlement et la livraison des titres, peut exposer les participants à des risques de crédit et de liquidité disproportionnés par rapport à leurs fonds propres.

A ce risque systémique, qui remet essentiellement en cause la solvabilité des intermédiaires des paiements, s'ajoute le danger d'une mauvaise visibilité de la solvabilité globale des débiteurs. Celle-ci dépend à la fois de la charge attenante au stock de dette qui peut à certains moments, en fonction du niveau des taux d'intérêt, modifier les conditions d'équilibre macroéconomiques, et des flux futurs de financement. Sa mesure est de ce fait incertaine. La dispersion et la circulation du risque entre les créditeurs renforcent également la difficulté d'appréhension de la fragilité globale du système. Du côté des emprunteurs, la liquidité des marchés, en créant l'illusion à court terme d'une absence de rationnement microéconomique des fonds prêtables, peut entrer en contradiction avec l'impératif à plus long terme de solvabilité des débiteurs. Du côté des prêteurs, l'apparente réversibilité des positions peut conduire à une prise de risque inconsidérée. C'est de cette manière que peut être appréhendé aujourd'hui le danger lié au financement des pays émergents. L'estimation de leur solvabilité peut faire l'objet de révisions brutales du marché, qu'une interruption brutale des flux en leur direction ne ferait qu'aggraver.

La liquidité crée, enfin, un risque d'instabilité, en permettant à tout moment la réalisation des anticipations. L'instabilité du marché sera donc le reflet de la versatilité des anticipations. Elle a de plus pour corollaire la continuité des échanges. Lorsque la fréquence des échanges est accrue, les intervenants subissent de moindres délais. Cependant des transactions plus fréquentes comportent également un coût. En effet pour chaque transaction le marché est moins profond. La profondeur d'un marché est relative à la période considérée. Dès lors la variance du prix augmente à court terme.

Le problème est circonscrit tant que l'on considère que les prix oscillent autour de leur valeur fondamentale⁽¹⁰⁾. L'indétermination est bien

(10) La théorie des portefeuilles peut laisser supposer que l'arbitrage au niveau microéconomique tend à gommer les imperfections du système de prix. Approche statique en univers incertain probabilisable, à distribution donnée de la richesse, elle ne fournit qu'une explication partielle et peu opérationnelle de l'évolution des transactions et des prix, dès lors que les anticipations demeurent méconnues. Si ces dernières sont supposées parfaites, on en arrive

plus grande en revanche si l'on adhère à la vision chaotique de formation des cours, où l'imprévisibilité prévaut ⁽¹¹⁾.

De ce point de vue, la liquidité, élément de souplesse et de fluidité, comporte un coût qui serait intégré dans les taux sous la forme d'une prime de risque accrue. La hausse des taux d'intérêt réels des années quatre-vingt en serait alors partiellement le témoignage

Une emprise arbitraire du bas de la balance sur le haut ?

L'explosion des flux, et leur accaparement par des intermédiaires financiers, a renforcé le sentiment d'une déformation des équilibres réels sur la base d'un arbitrage financier de court terme. Le fait que le système financier suscite des transactions menées essentiellement à des fins d'arbitrage ou de couverture des risques, qu'il sécrète lui-même au détriment apparemment de sa fonction première d'intermédiation, renforce les risques d'autoréférence dans la détermination des prix des actifs. Si l'on se réfère au fondement idéologique de la mutation financière, pour lequel l'intégration et la fluidité sont les conditions d'un marché efficient dont les prix reflètent au mieux l'information disponible et garantissent donc la meilleure allocation des ressources, le scepticisme gagne. En quoi la continuité de cotation qui prétend permettre d'intégrer l'information pertinente seconde par seconde sert-elle l'allocation optimale du capital physique, dont on peut espérer que l'estimation de la rentabilité déborde cet horizon temporel ? Ne crée-t-elle pas au contraire une focalisation sur des déterminants secondaires ? Si l'on considère l'explosion des opérations d'arbitrage comme le fruit d'erreurs successives d'anticipation, la liquidité, qui est censée garantir la qualité du système de prix, devient alors le symptôme de son imperfection.

même à nier l'opportunité des arbitrages et donc des transactions. La composition optimale d'un portefeuille qui repose sur un arbitrage rendement / risque devrait, sur un marché parfaitement intégré, tendre à réduire les « bruits ». De là, aussi, l'idée que le marché égalise le rendement des actifs. Cette idée élargie au marché international débouche sur la conclusion d'une égalisation des rendements, corrigée des anticipations de change. Formulée dans le cadre d'une hypothèse de vérification des parités de pouvoir d'achat (au moins en variation), où les variations de taux de change reflètent les écarts d'inflation, elle aboutit à la conclusion que sur un marché globalisé les taux d'intérêt réels convergent. Même en conservant l'idée intuitivement satisfaisante que la concurrence tend à égaliser les rendements à un moment donné, conclure à l'égalisation des taux d'intérêt est bien plus délicat. Le taux de rendement anticipé durant la période de détention de l'obligation vaut la somme du revenu d'intérêt, de la plus ou moins value en capital anticipée et de la plus ou moins value de change anticipée, le tout étant rapporté à la valeur faciale du titre. Plus la période de détention de l'actif est brève, et plus les deux dernières composantes du rendement l'emporteront. Les anticipations de court terme de plus ou moins values sur les titres et le change troublent donc le jeu d'égalisation des taux d'intérêt. La prise en considération des écarts de taux comme motif de déplacement des capitaux est, de ce fait, excessivement simplificatrice.

(11) La trajectoire vers laquelle tendent les prix appartient à la catégorie des « attracteurs étranges », forme extrêmement complexe qui interdit toute prévisibilité (l'espérance n'a plus de sens dans ce contexte). Même en cas de chocs similaires le système ne se reproduit jamais à l'identique, et une petite perturbation initiale peut produire des effets disproportionnés. Ce mode de formation des cours se produit en particulier quand l'asymétrie de l'information entre les intervenants favorise les comportements de type mimétique. L'imprévisibilité inhérente au système financier motiverait ce type de détermination assimilable à un concours de beauté selon les termes de Keynes, c'est-à-dire où les choix sont autocorrélés puisqu'ils se fondent sur l'opinion moyenne du marché. La fréquence même des échanges qui interdit la prise en compte complète de l'information disponible favorise ce type de phénomène.

Il est certain que dans cette vision désagrégée de court terme, où les opérateurs influencent les cours en fonction de « nouvelles », il est difficile de voir ce qui dans le processus de formation des prix en fera l'expression des déséquilibres réels. Dans l'optique première, qui était celle de la balance des paiements, il semble alors que le bas de la balance renforce son emprise sur la détermination du haut, expression de l'emprise du financier sur le réel.

Des circuits mondiaux de financement relativement stables et polarisés

Si tel est le cas, comment concilier, alors, la volatilité extrême des transactions, hypersensibles à un système de prix dont on peut douter de l'efficacité, et l'apparente polarisation des flux d'épargne entre les pays ? Ordre au niveau des flux nets, désordre au niveau des transactions brutes : si l'emprise du bas de la balance des paiements était telle, il faudrait expliquer pourquoi son chaos ne s'impose pas aux flux nets. Contrairement à l'intuition des adeptes du chaos, le système financier démontre une capacité certaine à se renouveler dans le temps, à satisfaire des besoins de financement répétés et relativement inertes à court terme. Le recours à la « main invisible » résout ce paradoxe pour certains. L'autre issue est de considérer qu'une représentation de la finance internationale en termes de circuit ou de réseau est pertinente⁽¹²⁾. On peut alors chercher ce qui, dans la nature des nœuds de ce réseau et des liens qui se tissent, aboutit à la polarisation des flux nets.

Le terme de finance directe est plus que trompeur. La montée des marchés de titres ne signifie pas, loin s'en faut, l'instauration de liens directs entre prêteur et emprunteur final. L'appréhension du financement international est souvent victime de cette illusion. La description des capacités et des besoins de financement via les balances des paiements a ancré l'idée de liens bilatéraux entre pays qui gomme la complexité des circuits de l'épargne, la permanence d'habitats préférés, d'agents dominants (autres que les Etats), et de canaux de financement privilégiés.

La représentation des circuits de financement s'appuie sur l'observation des flux bruts qui décrivent la variation de l'actif et du passif par grands secteurs institutionnels ou par produits. Une « entrée » est le

(12) Par analogie à la macroéconomie traditionnelle, cela revient implicitement à considérer qu'il existe une asymétrie fondamentale entre l'offre et la demande globale de financement, en l'occurrence que l'offre est plus sensible aux prix que la demande. C'est la condition pour qu'il existe des « propensions », assez stables à s'endetter ou à prêter. Il faut également considérer qu'en règle générale, la diversité des comportements microéconomiques se neutralise pour garantir une certaine stabilité des grandeurs agrégées. En d'autres termes, dans le cas qui est le notre, ce qu'un agent ne prête pas, un autre le prêtera, selon un principe de « vases communicants ». Le système bancaire joue un rôle essentiel, ici, pour redistribuer les liquidités inactives entre agents.

résultat des achats d'actifs nationaux par des non-résident, nets des reventes. Une sortie est la différence entre achats et reventes de titres étrangers par les résidents. Ce niveau d'observation a le mérite de consolider les opérations d'arbitrage infra-journalières et d'éliminer ainsi une partie du bruit lié aux transactions. La double vocation des marchés, à la fois lieu d'arbitrage et lieu de financement, demeure néanmoins perceptible. Ce point de vue permet par ailleurs de décrire certaines interdépendances entre agents (de façon encore très imparfaite compte-tenu de l'absence d'harmonisation des méthodes de comptabilisation), et non pas seulement entre pays comme dans la première approche des surplus d'épargne. Il offre surtout un autre regard sur ces dépendances : lorsqu'une banque japonaise refinance une banque britannique et que cette dernière acquiert des bons du Trésor américain, les Etats-Unis sont dépendants en termes nets du Japon ; ils le sont du système financier britannique en termes bruts.

La simplicité des liens financiers en termes nets...

Le bas de la balance décrit la variation des avoirs et des engagements nets sur l'étranger par catégorie d'agents et d'actifs, résultant des opérations sur les marchés primaire et secondaire. Bien que le critère de résidence ou de non résidence des agents ne corresponde pas précisément à une réalité institutionnelle d'organisation des marchés, l'étude du financement international ne peut se limiter à celle des euro-marchés et des marchés étrangers qui passe sous silence une partie importante des liens entre résidents et non résidents, en particulier la participation des étrangers aux émissions domestiques (voir encadré). Dans le cas des dettes publique et privée américaines l'essentiel des transactions étrangères a lieu sur le marché interne.

Selon que l'ajustement aura été le fait des agents privés non bancaires, des banques ou des autorités monétaires, il est parfois possible de déceler le caractère plus ou moins contraint de l'ajustement à court terme. Certaines prises de positions massives d'investisseurs étrangers peuvent influencer à court terme sur la formation du cours des titres dans un pays, comme réciproquement certains mouvements de fuite des résidents face à la monnaie nationale. Mais le risque d'interprétation hâtive d'informations ex post est le même que pour le haut de la balance. La nomenclature de la balance des capitaux introduit en particulier un clivage entre capitaux longs et courts considéré trop souvent comme un cloisonnement des deux segments du marché. La partie longue est de ce fait souvent étudiée séparément comme un marché distinct où la stabilité et l'autonomie des comportements de demande et d'offre permettrait une analyse partielle pertinente de la formation des rendements longs. Ces analyses reposent le plus souvent sur l'intuition qu'il existe un lien stable entre un déséquilibre structurel de l'épargne et de l'investissement et un besoin ou un excès structurel de capitaux à long terme. Or la portée de cette assertion dépend du degré de substituabilité entre court et long terme. Si les non résidents marquent une préférence pour la détention d'actifs courts, l'offre de fonds à long terme n'en sera pas pour autant

Marché interne et international

La distinction traditionnelle entre marché international et marché interne peut paraître caduque si l'on considère le marché mondial comme un continuum de marchés de produits substituables qui diffèrent surtout par leur organisation, leur échéance, et leur monnaie de facturation. De plus, la différence traditionnelle entre marché interne et international est loin de refléter la distinction entre financement d'origine nationale et étrangère des emprunts obligataires. Les fonds de source étrangère ne sont pas toujours détenus sur le marché international. Les investisseurs étrangers participent souvent aux marchés internes, d'autant plus si ces marchés sont développés. Les obligations internationales ne sont pas non plus systématiquement acquises par des non résidents. Si une obligation est classée comme internationale ou interne, cela tient surtout à ses modalités de placement, sa monnaie de libellé, son mode de négociation ou de règlement. Une obligation émise par l'intermédiaire d'un consortium international de banques et de maisons de titres, libellée dans une devise de nationalité différente de celle de l'emprunteur, appartient au marché international. En général à taux fixes et émises au porteur, ces obligations produisent des revenus qui ne sont pas imposables et donnent droit à des coupons annuels. Alors que les opérations internes font l'objet d'une compensation dans le cadre des systèmes nationaux, la plupart des obligations internationales sont compensées par le biais de CEDEL et d'Euroclear. Les obligations internationales se subdivisent elles-mêmes en deux groupes : euro-obligations et émissions étrangères. Pour les premières, les consortiums de placement et les souscripteurs sont généralement diversifiés géographiquement. Les secondes visent en revanche le marché des capitaux d'un pays particulier ce qui restreint parfois la composition du groupe d'émission dont le chef de file sera souvent une institution financière du pays hôte. Alors que les euromarchés ne sont nés qu'au début des années soixante, et n'ont occupé une place prééminente qu'au début des années quatre-vingt, les émissions étrangères ont vu le jour il y a plus d'un siècle et demi. Elles ne représentent plus aujourd'hui qu'un quart des obligations internationales.

Source : Définitions empruntées à la BRI, rapport trimestriel de mai 1991.

rationnée dès lors que les intermédiaires financiers intérieurs assurent la transformation des échéances.

L'observation des soldes nets de capitaux des grandes nations industrialisées accrédié le sentiment de liens simples de dépendance bilatérale (tableau 3).

Les Etats-Unis ont financé pour partie leur croissance grâce au recyclage des excédents japonais et allemands dans la seconde moitié des années quatre-vingt. Une complémentarité fonctionnelle a paru s'instaurer entre les deux nations créancières. Le Japon a pourvu essentiellement aux besoins de capitaux à long terme du reste du monde. L'excédent de sa balance des capitaux a dépassé sa capacité de financement, ce qui lui a conféré un rôle actif de transformation des échéances internationales (emprunteur à court terme par le truchement de ses banques débitrices envers l'Europe notamment, et exportateur à long terme). Il a

été assisté en cela par le marché londonien ⁽¹³⁾. La dominante monétaire du recyclage allemand peut être considérée comme l'expression d'un habitat préféré des résidents en faveur des placements bancaires intérieurs, au détriment des marchés internationaux de finance directe. Les banques allemandes qui nouent des relations croisées de long terme avec les entreprises résidentes, s'engagent de façon plus éphémère vis-à-vis des non résidents. Le rôle de transformation des échéances dévolu à Londres et à Tokyo durant cette période n'en apparaît que plus déterminant pour établir la coïncidence de la demande (américaine en particulier, dominée par la finance directe) et de l'offre de fonds. Durant la même période, les flux financiers en direction des PVD se sont asséchés et sont allés même jusqu'à s'inverser en 1988 et 1989.

3. Le financement des déséquilibres entre 1985-1989 (cumulé)

En milliards de dollars

	Etats-Unis	Japon	RFA	France	Royaume-Uni
Transactions courantes	- 660,6	358,6	211,9	- 12,5	- 68,0
Investissement direct	136,9	- 118,4	- 40,1	- 21,0	- 50,3
Investissement de portefeuille	250,9	- 320,2	- 24,9	43,2	- 15,0
Autres capitaux à long terme	17,0	- 101,6	- 1,1	- 17,8	22,5
Solde de base	- 255,8	- 181,6	145,8	- 8,1	- 110,8
Capitaux à court terme					
+ erreurs et omissions	279,4	237,6	- 129,2	3,4	129,0
Réserves officielles	- 23,6	- 56,0	- 16,6	4,7	- 18,2

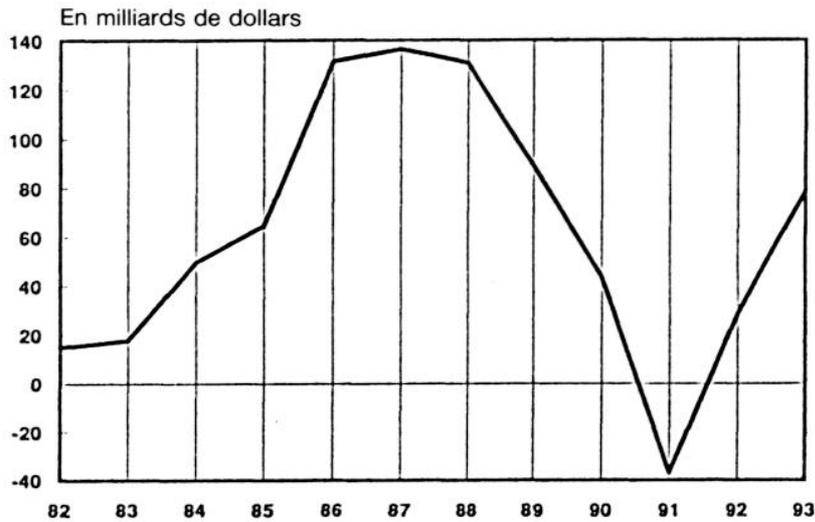
Source : FMI.

Cette configuration est bouleversée au cours des premières années de la décennie quatre-vingt-dix. La réunification a monopolisé l'excédent d'épargne allemand. La crise financière a entraîné un retrait des investisseurs japonais des segments longs du marché (graphique 5).

L'épargne privée à long terme reprend le chemin des pays en développement sous forme essentiellement d'investissements directs et d'investissements en portefeuille (graphiques 6 et 7).

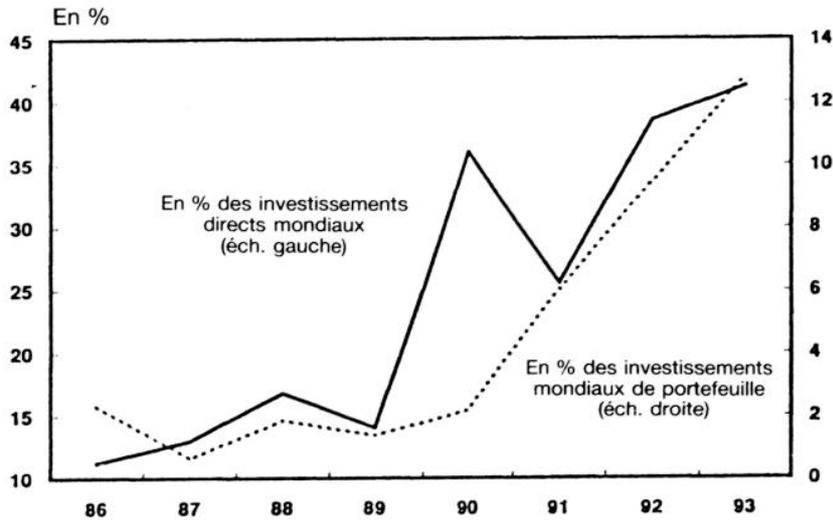
La nature des dépendances bilatérales qui se sont instaurées à la fin des années quatre-vingt explique mal comment le financement du déficit américain a pu se prolonger sans tension extrême sur les taux d'intérêt, en particulier à long terme.

(13) Le Royaume-Uni en dépit d'un besoin de financement national est exportateur net de capitaux à long terme.



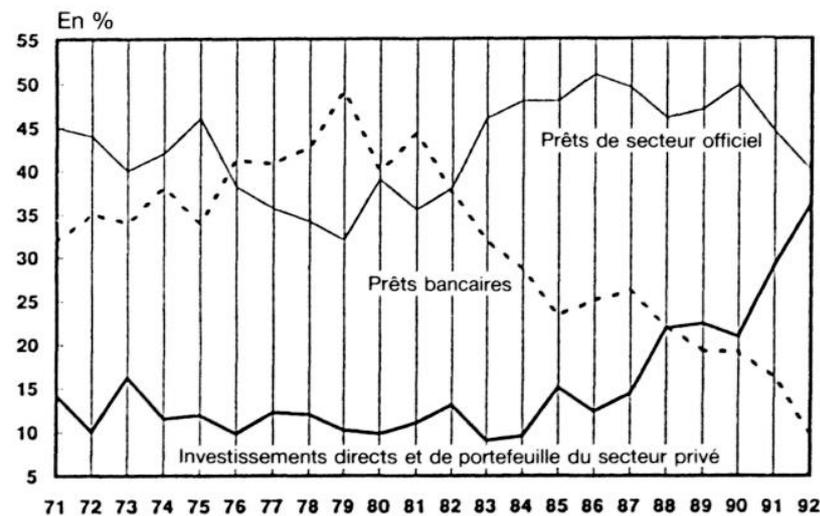
5. Exportation nette de capitaux à long terme par le Japon

Source : Balance of payments monthly, Bank of Japan.



6. Part des PVD dans les flux bruts mondiaux d'investissement direct et de portefeuille

Sources : FMI, BRI.



7. Structure des flux de dette vers les PVD, par catégorie de créiteurs

Source : FMI.

... dissimule la complexité des liens croisés entre agents

La décennie quatre-vingt a été marquée par la montée des flux croisés de capitaux, c'est-à-dire par la croissance simultanée et généralisée à tous les pays des entrées et des sorties de capitaux, en particulier de titres (tableau 4). Les sorties de fonds des pays industriels (à l'exclusion des transactions officielles et des opérations bancaires de court terme) ont atteint environ 850 milliards de dollars en 1993 au lieu d'une moyenne de l'ordre de 500 milliards de 1985 à 1993 et de quelque 100 milliards pendant la première moitié des années quatre-vingt.

4. Investissement international en portefeuille

Pays	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 ⁽¹⁾
	moyenne annuelle, en milliards de dollars EU					
	Sorties					
Etats-Unis	5,3	6,5	13,6	44,7	48,0	125,4
Japon	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7
Europe occidentale	6,2	27,7	82,1	148,1	168,4	260,6
<i>dont : Royaume-Uni</i>	2,3	13,5	26,6	51,6	55,4	142,4
Pays en développement	8,7	3,6	3,5	10,7	10,5	20,5
<i>dont : NEI d'Asie</i>	0,1	0,2	1,2	2,3	2,3	3,1
<i>Autres pays d'Asie</i>	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	2,0
<i>Amérique latine</i>	0,2	0,1	2,3	7,7	6,4	14,8
	Entrées					
Etats-Unis	5,2	29,4	44,7	54,0	67,2	103,9
Japon	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	- 11,1
Europe occidentale	16,7	25,9	99,1	185,5	221,8	396,5
<i>dont : Royaume-Uni</i>	2,3	3,5	24,7	34,4	35,7	61,5
Pays en développement	1,9	4,1	8,2	27,9	50,7	91,9
<i>dont : NEI d'Asie ⁽²⁾</i>	0,1	0,5	0,3	4,2	7,3	13,8
<i>Autres pays d'Asie</i>	0,2	1,7	1,3	0,9	0,4	9,7
<i>Amérique latine</i>	1,3	1,2	5,4	22,0	39,7	67,9

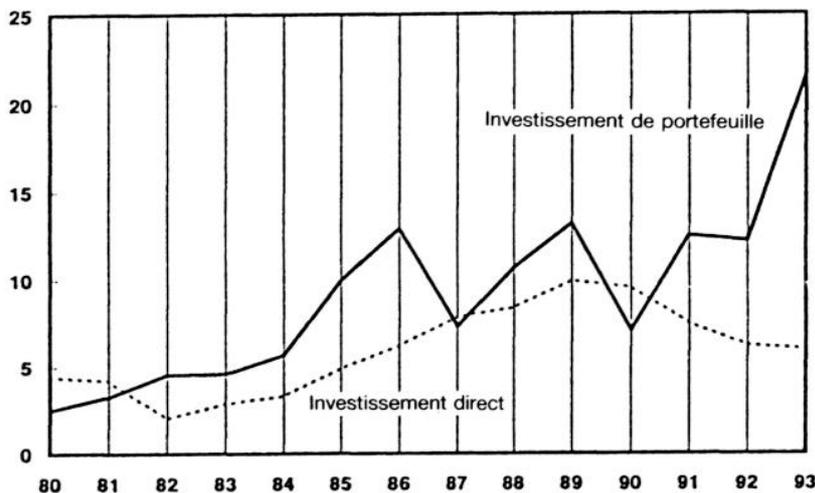
(1) Chiffres en partie estimés.

(2) A l'exclusion de Hong Kong.

Source : BRI.

Du côté de la demande de capitaux, l'important développement de ces flux relève de plusieurs causes qui dépassent la simple extension des besoins de financement. La libéralisation des mouvements de capitaux et l'amélioration des conditions d'émission sur les marchés primaires internationaux ont conduit un nombre croissant d'emprunteurs à s'adresser au marché international, soit pour lever directement des ressources externes

soit pour arbitrer entre les conditions d'émission nationales et internationales (c'est le cas des entreprises japonaises en particulier, principaux émetteurs de titres sur les euro-marchés au cours de la décennie quatre-vingt). L'encours des obligations internationales (c'est-à-dire émises par un consortium de banques étrangères ou dans une devise autre que celle de l'émetteur) est ainsi passé de 4 % de la capitalisation mondiale à 11 % en 1990. Le gonflement des stocks d'actifs acquis par des étrangers sur les marchés primaires domestiques ou internationaux a induit par la suite d'importants échanges croisés sur les marchés secondaires, facilités par l'homogénéité accrue des marchés nationaux et le développement de chambres de compensation internationales. La croissance de ces échanges, sans commune mesure avec celle des marchandises, pour les investissements de portefeuille en particulier, témoigne de la liquidité accrue des marchés de titres, décrite plus haut (graphique 8).



8. Sorties de capitaux à long terme des pays de l'OCDE en pourcentage de leurs exportations de marchandises

Sources : FMI, BRI.

Du côté des prêteurs, la libéralisation des échanges de capitaux a autorisé la sortie de l'habitat, plus contraint que préféré, que constituait le marché domestique. Le développement des marchés dérivés de couverture a par ailleurs encouragé l'internationalisation des investisseurs réticents, aussi bien que ceux ayant une préférence pour le risque. La théorie des portefeuilles explique les motifs qui poussent à la diversification des actifs (jusqu'à désirer la monnaie, actif à rendement nul, mais également à risque nul) dans un univers où prédomine l'aversion pour le risque. Le risque peut être réduit, en particulier lorsque les variations de prix des actifs ne sont pas auto-corrélées. Par exemple, la « décorrélation » entre les taux de rendement des marchés développés et ceux des pays émergents explique grandement l'attrait suscité récemment par ces derniers.

La diversification internationale des portefeuilles des investisseurs institutionnels est devenue le principal moteur des échanges de capitaux pendant les années quatre-vingt (tableau 5). Le marché financier interna-

tional étant un marché de gros (sur les euro-marchés, le montant unitaire minimal d'une transaction est de l'ordre d'un million de dollars), la gestion internationale d'un portefeuille implique une surface financière suffisante pour permettre la diversification des risques. Le développement des intermédiaires financiers non bancaires est aujourd'hui le principal canal de diffusion de l'épargne des ménages vers les marchés internationaux de finance directe. L'extension des systèmes d'assurance par capitalisation (retraites et autres), des organismes de gestion collective de l'épargne (dont certains sont spécialisés sur les titres étrangers) constitue ainsi un important facteur de développement des transactions croisées.

5. Portefeuille international des investisseurs institutionnels

Pays et investisseurs	1980	1985	1990	1991	1992	1993
	en % du total du portefeuille global en fin d'année					
Australie Assurance vie et pension			14,0	16,2	16,8	18,8
Autriche Compagnies d'assurances	14,1	11,6	10,1	9,4	10,5	9,9
Fonds de placements	27,0	13,2	18,7	22,4	22,8	25,1
Belgique Compagnies d'assurances	5,5	8,6	5,2	4,2	4,1	—
Canada Compagnies d'assurance vie	2,2	2,3	2,4	2,8	2,7	3,1
Fonds de pension	6,1	6,6	7,0	8,5	10,2	10,6
Etats-Unis ⁽¹⁾ Fonds de placement				4,0	5,1	8,0
Fonds de pension privés ⁽²⁾			4,1	4,6	5,0	7,1
Italie Compagnie d'assurances			13,6	12,2	13,2 ⁽³⁾	12,2 ⁽³⁾
Japon Compagnies d'assurances privées	8,1	23,2	29,9	28,4	22,6	26,0
Caisse postale d'assurance vie	0,0	6,7	11,6	12,1	13,1	12,3
Pays-Bas Compagnies d'assurances	6,9	22,9	20,2	20,4	22,6	26,0
Fonds de pension privés	26,6	28,1	36,6	38,6	38,2	36,9
Fonds de pension publics	14,7	9,9	16,6	17,2	18,9	20,2
Royaume-Uni Compagnies d'assurances ⁽⁴⁾	6,3	14,1	14,6	15,8	15,5	—
Fonds de pension ⁽⁵⁾	10,8	17,3	23,2	25,2	23,8	—
Suède Compagnies d'assurances			10,5	12,1	11,0	12,3

(1) En % du total des actifs.

(2) Plans capitalisés exonérés d'impôts (à l'exclusion des comptes individuels de retraite IRA).

(3) Chiffres provisoires.

(4) Fonds à long terme.

(5) Hors administration centrale, mais secteur public compris.

Source : BRI.

Leur développement est allé de pair avec la libéralisation des flux de capitaux. La demande internationale de titres est ainsi dominée par les investisseurs institutionnels au nombre d'environ deux cents, qui n'ont entrepris que dans le courant des années quatre-vingt la constitution de portefeuilles internationaux. Les institutionnels américains, de par leur poids absolu (leur actif total est estimé à 5 325 milliards de dollars à la fin de 1992 au lieu de 1 450 milliards au Japon et 1 045 milliards au Royaume-Uni), et en dépit d'un faible degré d'internationalisation, détiennent avec ceux du Japon et du Royaume-Uni, une part dominante du marché des titres internationaux.

Ce mouvement touche successivement et diversement les différents pays. La levée des entraves qui pesaient sur les institutionnels japonais a en particulier, compte-tenu de l'ampleur des patrimoines qui étaient en cause, considérablement accru la liquidité des marchés à long terme et facilité de la sorte le financement des déficits tiers. Bien qu'elles aient été autorisées à investir à l'étranger dès 1971, les compagnies d'assurances n'ont réellement développé ce type de placement que dans le courant des années quatre-vingt. Cet engagement se déclenche donc au début des années quatre-vingt, concentre l'essentiel de son essor dans la première moitié de la décennie, et s'opère à rythme plus modéré par la suite. A partir de 1990, ce processus de diversification prend apparemment fin et, depuis lors, les investisseurs cherchent plutôt à réduire leurs positions vis-à-vis de l'étranger. De la même manière, un certain nombre d'investisseurs européens ont renforcé la part des titres étrangers dans leurs portefeuilles pendant les années quatre-vingt. Il n'en a pas été de même aux Etats-Unis, où l'attrait et les possibilités de diversification demeuraient limitées. C'est seulement au début des années quatre-vingt dix, que les institutionnels américains s'intéressent à l'étranger, attirés et par les rendements européens, asiatiques et sud-américains et par l'amélioration de la crédibilité institutionnelle et technique des places étrangères.

C'est ce mouvement de diversification qui est d'abord à l'origine du gonflement conjoint des stocks de dettes et de créances dans tous les pays, bien plus que l'existence de déséquilibres courants. L'accroissement annuel des stocks d'endettement dépasse de loin celui nécessité par la couverture des besoins de financement (tableau 6). Il peut y avoir un gonflement de l'actif et du passif international d'une nation, sans pour autant que cela débouche sur un transfert net d'épargne vers les autres pays. Il est probable, en sens inverse, que la montée en puissance de cette diversification au cours des années quatre-vingt, qui n'est pas identique selon les pays et les agents, a influencé la formation des déséquilibres courants. Les Etats-Unis, par exemple, apparaissent très tôt comme un réceptacle privilégié des investissements financiers étrangers, alors que leurs investisseurs nationaux sont peu attirés par la diversification internationale de leur patrimoine.

Cette autonomie du choix de placement par rapport aux besoins locaux de financement permet aux pays déficitaires de demeurer influents dans la transformation et l'orientation mondiale des ressources. Le besoin global d'épargne étrangère des Etats-Unis n'empêche pas en particulier

6. Actifs et passifs internationaux des grands pays industrialisés

En milliards de dollars

	Etats-Unis		Japon		Allemagne		Royaume-Uni	
	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Total fin 1980	802	510	184	171	254	221	540	501
Total fin 1993	2 647	3 155	2 179	1 522	1 289	1 057	2 052	2 024
dont :								
• Banques	543	715	507	688	446	301	1 051	1 135
• Actions privées	221	340	702	260	270	193	631	296
• Obligations privées	298	393		401				
• Obligations publiques		625	16		62	70		
• Investissement direct	993	746	256	139	62	257	195	
• Réserves	165		98	72		44		

Note : Les stocks de dettes et de créances sont estimés aux prix du marché. L'absence d'harmonisation des méthodes de comptabilisation interdit une comparaison internationale rigoureuse.

Sources : US, Department of Commerce, Bank of Japan, Bundesbank Bank of England, BRI.

ses résidents d'accroître leur actif brut sur l'étranger et de jouer ainsi un rôle actif d'orientation de l'épargne mondiale. Cette influence est particulièrement perceptible dans le cas du financement des pays émergents, où les investisseurs américains (les investisseurs institutionnels et les fonds communs de placement spécialisés) ont joué le rôle de leader (tableau 7).

7. Flux internationaux de portefeuille, nets 1992 (en milliards de dollars)

En provenance de	A destination de						
	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Europe continentale *	Amérique latine	Asie-Pacifique	Total monde
Etats-Unis	—	6,66	13,73	7,78	7,03	5,39	41,99
Japon	- 3,60	—	- 2,50	1,07	0,05	2,20	- 2,73
Royaume-Uni	- 3,30	- 3,50	—	0,26	1,50	1,75	- 2,96
Europe continentale	- 2,30	4,68	1,35	6,71	0,66	0,41	10,51
Marchés émergents	2,88	0,75	- 3,45	1,10	0,25	0,97	2,55
Total monde	- 4,20	8,96	10,08	16,69	9,64	10,95	53,17

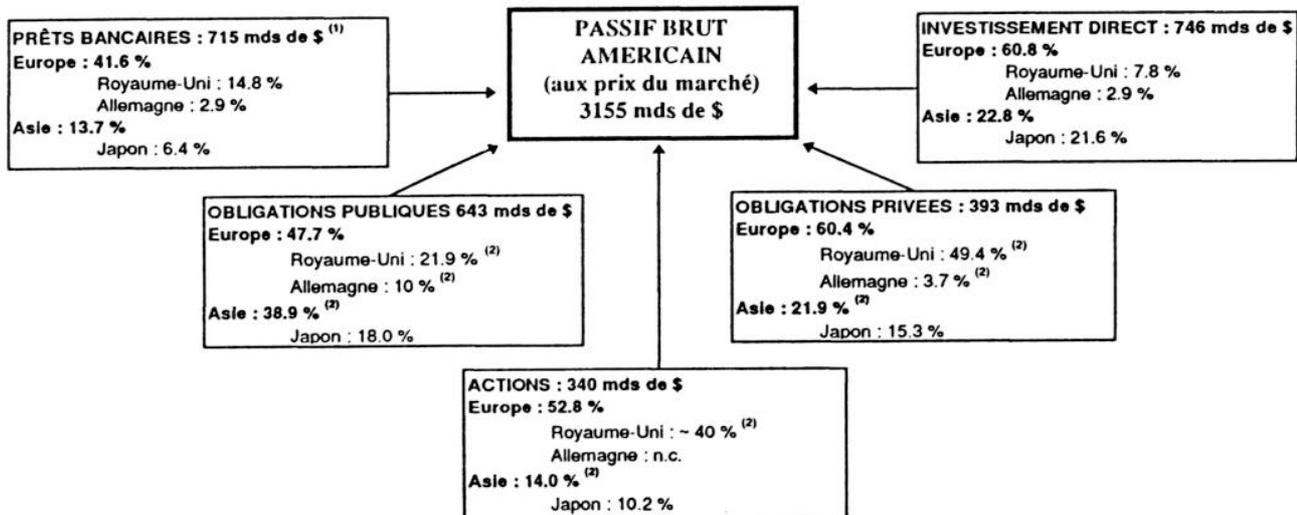
* Y compris les flux vers les pays émergents d'Europe continentale.

Sources : Cross Border Analysis, Baring Securities.

La diversité d'origine des créanciers assouplit les possibilités de financement

L'importance des échanges croisés de capitaux montre que les interdépendances financières sont bien plus éclatées que ne le suggèrent les soldes de balance des paiements (schéma 9). Les liens qui se nouent entre pays débiteurs et créanciers sont donc loin d'être univoques. Le Japon ne détiendrait pas les trois quarts de la dette étrangère américaine comme pourrait le laisser supposer une analyse sommaire des balances des paiements bilatérales et le propos répandu qui fait du Japon le créancier quasi exclusif des Etats-Unis. Affirmer que le Japon finance le déficit public américain est donc un raccourci comptable qui n'a pas de réalité institutionnelle. Le rôle d'entrepôt des centres financiers européens (et en particulier de Londres) qui absorbent et redistribuent les excès de liquidité mondiaux est en revanche apparent dans la structure du financement américain. La dissémination des créanciers implique aussi qu'il est abusif d'inférer des asymétries des balances de paiement une relation évidente de pouvoir ou de perte de souveraineté économique entre nations ⁽¹⁴⁾.

9. Structure géographique du passif international américain à la fin de 1993



(1) Répartition calculée sur la base du tableau 3.17 du Federal Reserve Bulletin.

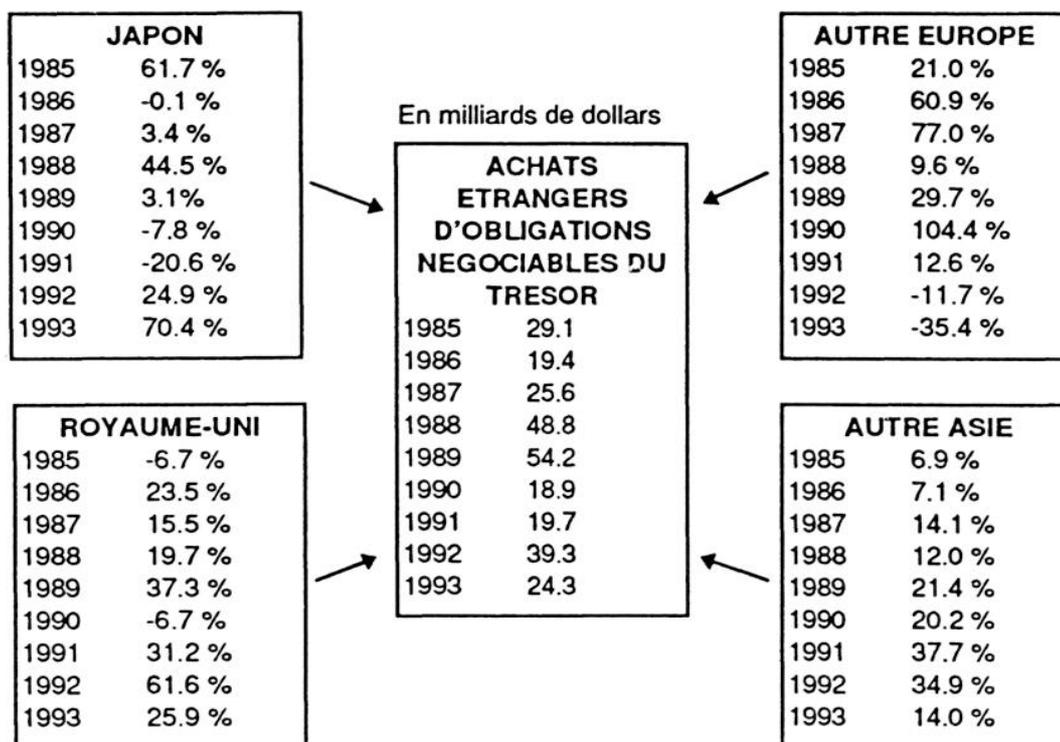
(2) Part estimée à partir de données de flux.

Sources : Survey of Current Business de juin 1994, Federal Reserve Bulletin, BRI.

Un gros plan sur le financement étranger du déficit public américain confirme que la contribution japonaise est loin d'être stable et dominante dans le temps (schéma 10). L'évolution des achats étrangers de titres est aussi marquée par le fort degré de substitution géographique entre pourvoyeurs de fonds.

(14) Ce type d'argument contestable, est fréquemment évoqué pour justifier une perte de marge de manœuvre américaine, lorsque les Etats-Unis négocient avec le Japon les moyens de réduire leur déséquilibre bilatéral.

10. Répartition géographique des achats étrangers de bons du Trésor américain



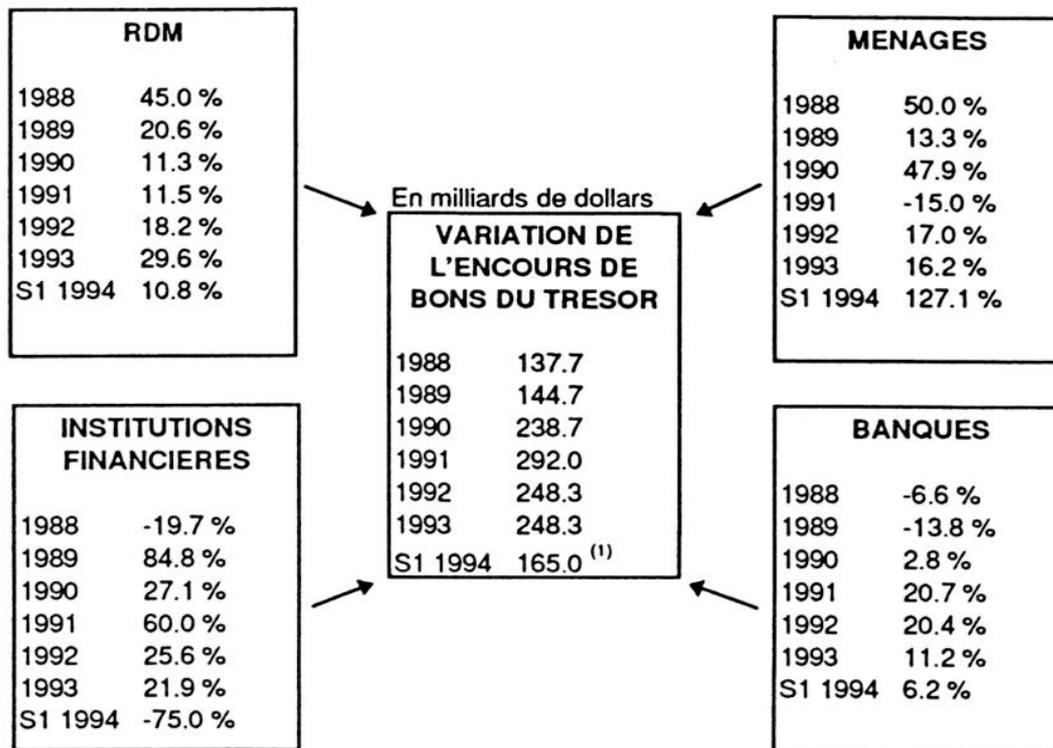
Source : Federal Reserve Bulletin.

La contribution étrangère directe à ce financement, et donc le risque de rationnement par l'étranger du financement du déficit américain, doivent aussi être relativisés. Le montant des ventes d'obligations publiques américaines est indépendant du désir des étrangers de détenir directement une part de la dette publique de ce pays. Il existe non seulement une forte substituabilité entre agents non résidents et résidents mais surtout entre les agents résidents eux-mêmes (schéma 11). Le retrait marqué des ménages des marchés publics est ainsi plus que compensé par les acquisitions des institutions financières non bancaires en 1991. Le phénomène inverse se produit au premier semestre de 1994. Ces phénomènes suggèrent que les motifs de détention sont différenciés selon les agents, et se complètent de telle sorte que le besoin de financement de l'Etat apparaît faiblement rationné. Entre les ménages, attirés principalement par le niveau de rémunération sur un long horizon de détention, les intermédiaires financiers susceptibles de jouer des plus ou moins values en capital et donc d'être aussi intéressés par une baisse des niveaux de rémunération, et des non résidents, pour qui l'évolution de la devise intervient dans le désir de détention, le jeu s'équilibre ex post sans rationnement apparent du besoin de financement public ⁽¹⁵⁾. Contrairement

(15) Cela ne signifie pas, bien entendu, l'absence de tensions sur le prix des actifs, comme le suggèrent les pressions récentes à la baisse sur les cours obligataires et la devise américaine. Mais l'offre de titres publics semble faiblement élastique aux variations de prix, ce qui en d'autres termes signifie que l'ajustement se fait plus sur les « prix » que sur les « quantités » de financement.

à ce qui ressort de l'approche par les transactions, la diversité des comportements prévaut, et non le mimétisme. De cette diversité, le système monétaire international retire sa capacité d'adaptation. Les circuits de refinancement sont mobiles, et les retombées de changements de comportement des créanciers, même massifs comme ceux des banques et des investisseurs institutionnels japonais au début des années quatre-vingt-dix, peuvent demeurer limitées pour les débiteurs. Le système bancaire international joue un rôle essentiel, de redistribution des liquidités inactives entre agents.

11. Répartition par secteur de la variation de l'encours de bons du Trésor américain



(1) Chiffre annualisé

Source : Flow of Funds Accounts.

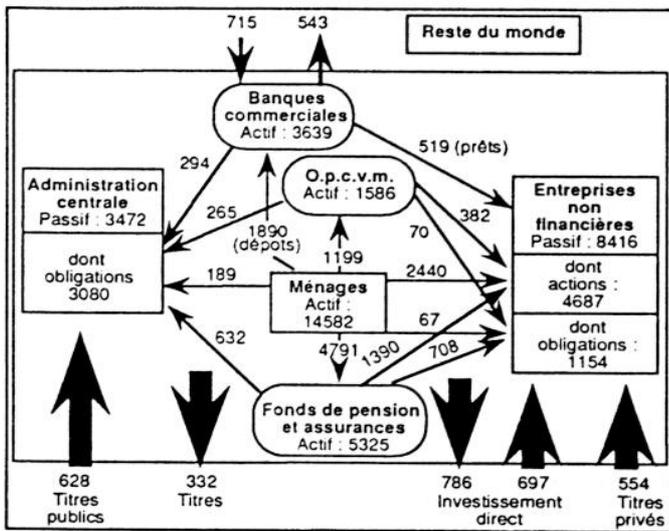
La polarisation des circuits financiers influence la formation des déséquilibres de paiement

L'analyse des flux bruts permet de déceler certaines permanences dans le comportement patrimonial des agents qui témoignent soit d'habitudes préférées résultant de causes institutionnelles ou d'habitudes, soit d'autres déterminants de long terme. Il faut bien sûr se garder de prêter des comportements autonomes aux différents agents en considérant leurs

choix comme déconnectés des déterminants macroéconomiques. Le but est de déceler ce qui dans le mode de financement et de placement des agents nationaux, pourrait influencer de façon autonome la formation des déséquilibres de paiement.

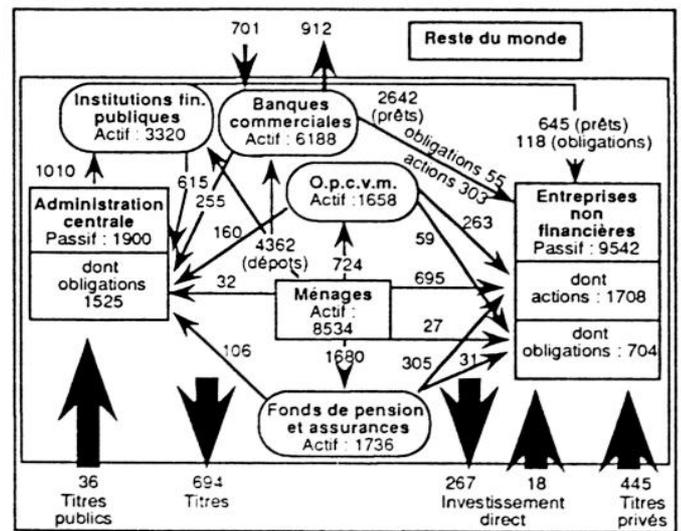
12. Principales interdépendances financières aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni, stocks en fin d'années 1992, en dollars courants

Etats-Unis



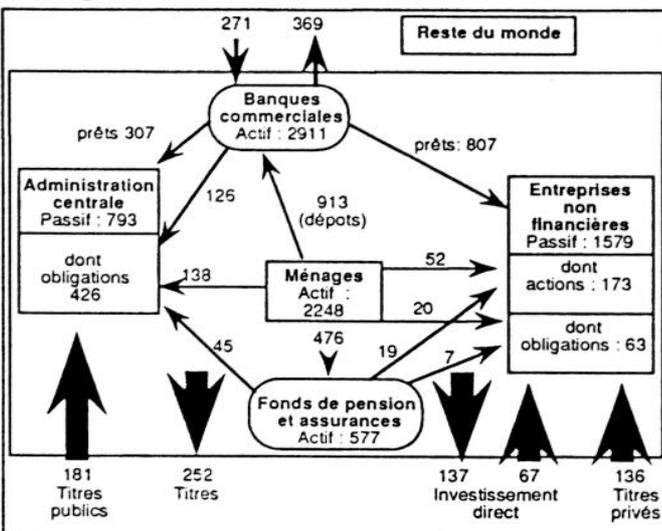
Sources : Flow of Funds Accounts, Survey of Current Business, BRI, Federal Reserve Bulletin, estimations et calculs OFCE.

Japon



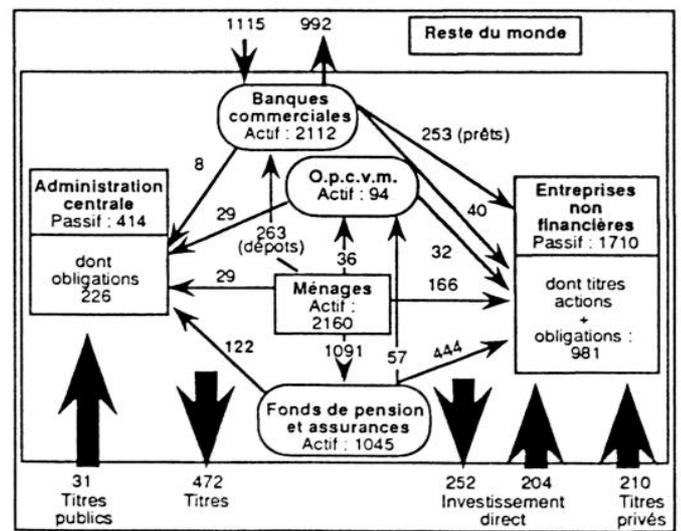
Sources : Bank of Japan, BRI, estimations et calculs OFCE.

Allemagne



Sources : Deutsche Bundesbank, BRI, estimations et calculs OFCE.

Royaume-Uni



Sources : CSO, BRI, estimations et calculs OFCE.

Note : Les chiffres présentés ici sont des stocks bruts de créances ou de dettes financières évalués aux prix du marché. Compte-tenu des différences entourant l'élaboration des données de stocks, les comparaisons internationales sont incertaines. Le but est davantage de donner des ordres de grandeur et de visualiser par quel type d'intermédiaires l'actif brut des ménages et du reste du monde est redistribué vers les autres agents. Chaque flèche va de l'agent prêteur à l'agent emprunteur. Par nécessité de clarté, les liens décrits ne sont pas exhaustifs. Le secteur public, autre que l'administration centrale, les intermédiaires financiers, autres que les investisseurs institutionnels et les banques commerciales, ne sont pas représentés. Enfin, les actifs et les passifs que détient un secteur sur lui-même sont consolidés.

Le mode de financement interne des agents influence leur insertion dans le marché international. Dans le cas des quatre grandes économies considérées ici (Etats-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni), les modes d'intermédiation sont très hétérogènes (schéma 12).

L'économie américaine se démarque par la domination du financement direct de son économie. La dette obligataire représente 89 % du passif de l'administration centrale, au lieu de 80 % au Japon, et 54 % en Allemagne. La part des titres dans le passif des agents non financiers atteint 69 %, Outre-Atlantique, 25 % au Japon, 15 % en Allemagne. L'ouverture des marchés financiers internationaux a constitué de ce fait un appel d'air pour les besoins de financement privés les plus contraints sur leur marché domestique. Il n'est donc pas surprenant que la hiérarchie des émetteurs sur les marchés internationaux (faiblement réglementés) ne soit pas la même que sur les marchés domestiques. En 1990, près de 40 % de l'encours d'emprunts sur le marché obligataire international était émis par des agents privés non financiers, au lieu de 14 % sur les marchés internes. Au sein de cette catégorie d'émetteurs, les résidents japonais représentaient, à eux seuls, près de 45 % du stock d'endettement. L'attrait des instruments internationaux, en particulier des obligations liées aux actions, et la sévérité des critères de notation sur le marché interne, ont favorisé l'expatriation de la dette privée nipponne. Néanmoins, lorsque l'on prend une définition plus large de l'endettement des agents privés non financiers, intégrant à la fois la dette bancaire, les titres émis auprès des non résidents sur les marchés nationaux et internationaux, les disparités de degré d'endettement s'atténuent. Il n'apparaît donc pas de lien évident entre le comportement d'endettement des entreprises et une déformation éventuelle des balances des paiements.

En revanche l'hétérogénéité d'accès des administrations publiques aux marchés financiers étrangers est plus grande : plus de 20 % de la dette publique obligataire américaine était détenue par des étrangers, fin 1992. L'internationalisation de la dette obligataire publique allemande était encore plus poussée puisque plus de 40 % de son encours était entre les mains de non résidents. La situation américaine ne se distingue pas en fait de celle de la moyenne des pays développés. La BRI estime que 20 à 25 % des obligations d'Etat des pays du Groupe des dix (Japon non compris) appartiennent aujourd'hui à des non résidents. L'hypothèse selon laquelle la préférence marquée des non résidents pour la détention d'avoirs en dollars, du fait de son statut international dominant (52 % des titres du Trésor américain détenus par les non résidents sont les supports des avoirs officiels des banques centrales étrangères), induirait un financement permissif du déséquilibre budgétaire américain n'est donc pas convaincante. Le Japon, en revanche, se démarque de la moyenne des pays de l'OCDE, avec moins de 3 % de sa dette détenue par des non résidents. Cette situation résulte d'une volonté délibérée des autorités japonaises de limiter le recours au financement obligataire classique⁽¹⁶⁾. L'auto-limitation des instruments de financement du déficit public

(16) Depuis le début des années quatre-vingt, seules les dépenses d'investissement peuvent être financées par des émissions spéciales « de bons d'investissement » qui ne sont pas négociables sur les marchés étrangers.

a produit incontestablement l'effet désiré d'incitation à la discipline budgétaire au Japon.

L'important déficit de la balance des investissements directs japonais constitue une autre constante de l'allocation mondiale des ressources. L'asymétrie entre le capital détenu par les Japonais à l'étranger (267 milliards de dollars fin 1992) et le capital étranger au Japon (18 milliards) est considérable. Ce déséquilibre témoigne surtout de la hausse du yen, dont le taux de change effectif réel (déflaté par les coûts unitaires), s'est apprécié de 65 % entre 1980 et 1993. Pour faire face aux niveaux des prix relatifs sur le marché international, les entreprises exportatrices avaient pour solution de réaffecter leurs ressources vers les secteurs non exposés, d'améliorer leur productivité, ou de délocaliser leur production vers des pays étrangers à plus faibles coûts de production. L'effet de richesse, lié à l'amélioration du pouvoir d'achat du yen, a également dopé l'investissement à l'étranger. Le niveau du yen joue, à contrario, en défaveur des implantations étrangères. Mais le rôle des obstacles informels, en particulier l'opacité du système de distribution, a aussi contribué au verrouillage de fait du marché japonais. Le lien entre surévaluation de la devise et délocalisation de la production peut aussi être inversé. La devise nipponne dévie durablement de sa parité de pouvoir d'achat, en partie à cause de la mobilité du capital productif qui immunise les exportateurs contre ses effets négatifs en termes de compétitivité. Le lien positif entre l'appréciation du change et le solde de la balance courante ⁽¹⁷⁾ tient en partie à ce comportement volontaire d'investissement externe. De là le fait qu'au Japon, la hausse de la devise accroît l'excédent qui lui même renforce la parité. C'est en cela que le comportement volontaire d'investissement direct japonais joue comme facteur particulier de la formation des déséquilibres internationaux.

Enfin, les relations interbancaires sont également polarisées et susceptibles d'influencer la formation des déséquilibres financiers.

L'influence des mouvements de capitaux monétaires est généralement sous-estimée ⁽¹⁸⁾. La répartition géographique du tissu bancaire est en particulier réputée être neutre sur la formation des déséquilibres domestiques sur un marché global ⁽¹⁹⁾. Dans un contexte de mobilité des capi-

(17) Les conditions de Marschall Lerner, qui supposent une forte élasticité des volumes d'exportation et d'importation aux prix, ne sont pas vérifiées. Les pertes de marchés sont en particulier insuffisantes pour que l'effet de volume lié à l'appréciation du change, l'emporte sur l'effet prix et entraînent une diminution de l'excédent commercial.

(18) Les flux de capitaux monétaires sont traditionnellement considérés comme induits par les comportements de paiement autonomes au niveau de la balance de base. Ils apparaissent comme une variable d'ajustement en quelque sorte, la variation de position des banques résultant en grande partie des opérations de paiement. L'expérience récente du Japon montre pourtant que les choix d'investissement des banques influencent le recyclage d'un pays. Leur brusque désengagement des marchés interbancaires en 1990 et 1991, pour des raisons de rentabilité interne, a bouleversé la structure des exportations de capitaux de ce pays.

(19) « ... La localisation géographique des banques qui forment le système n'est pas essentielle : le début des années quatre-vingt-dix a vu, avec la création des International banking facilities, le retour d'une partie d'entre elles aux Etats-Unis » ; *L'Après-Dollar*, 1986, Economica.

taux, en présence de coûts de transactions minimales en particulier, la présence d'une forte industrie financière n'est pas considérée d'office comme le gage d'un accès privilégié aux liquidités internationales pour les résidents. Les cas de la place de Londres et des places off-shore asiatiques montrent que la puissance d'une industrie financière n'est pas proportionnelle à la puissance économique d'un pays ni à sa capacité d'emprunt. Ces places sont essentiellement des lieux de transit et de transformation des liquidités internationales, dominés par des opérations sur devises.

Si l'on juge l'importance des places financières à la taille des avoirs internationaux que les banques qui y résident détiennent sur le reste du monde, on assiste à un rééquilibrage des actifs (provenant de deux mouvements coïncidents de diversification et de recentrage) qui contraste avec le renforcement des asymétries de balances de paiement régionales (tableau 8). Les prééminences de Londres, New York et Zurich du début des années soixante-dix sont entamées, tandis que s'affirment les places asiatiques et que se maintiennent les places moyennes européennes. Surtout, la concurrence dans un contexte déréglementé atténue les disparités de taille. A l'exception des Bahamas qui s'effacent, les centres européens et asiatiques de second plan détiennent en moyenne entre 5 et 7 % des parts de marché. Au total, la part cumulée des 12 principaux centres s'accroît de 70 à 85 % au début de la décennie quatre-vingt-dix. Le système financier international se recompose donc autour d'un nombre accru de centres plus homogènes.

8. Part des banques résidentes dans les avoirs internationaux mondiaux

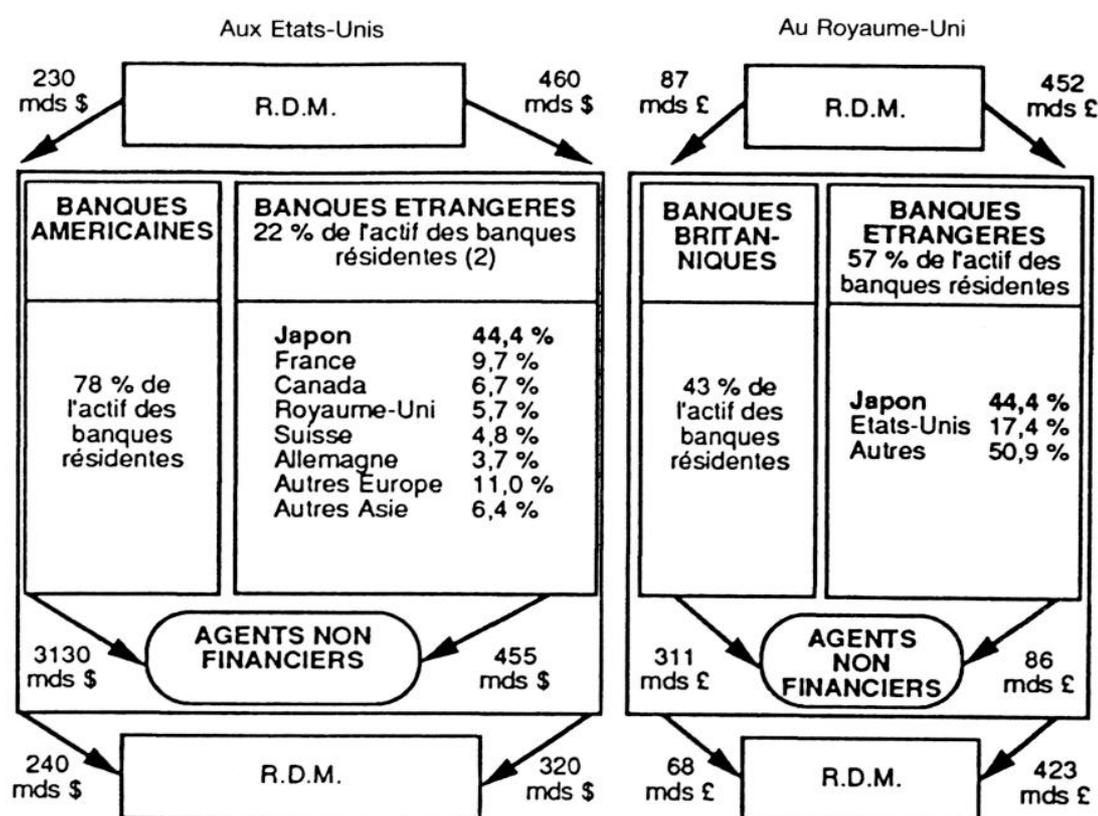
En %

	1971	1975	1980	1985	1990	1992
• Etats-Unis	12,3	9,7	11,1	15,0	9,6	9,2
• Europe						
— Royaume-Uni	23,3	22,2	19,4	19,8	15,7	15,1
— France	7,6	7,3	8,7	6,2	6,8	7,6
— Suisse	13,1	8,4	7,6	6,9	6,5	6,1
— RFA	5,2	6,8	4,6	3,8	5,8	5,7
— Luxembourg	2,6	3,0	5,7	4,4	5,2	5,6
• Asie						
— Japon	3,4	4,6	3,6	6,5	14,0	13,0
— Hong-Kong	0,2	1,6	1,9	3,4	6,8	7,5
— Singapour	0,6	1,9	2,4	4,0	5,1	4,8
• Divers						
— Iles caïmans	—	—	4,6	5,6	5,7	5,8
— Bahamas	5,6	9,3	6,7	4,8	2,6	—
— Bahreïn	0,1	0,4	1,7	1,7	0,9	1,0
Total des 12 pays	69,5	75,2	78,0	82,1	84,7	83,0

Source : BRI.

En revanche, il est clair aujourd'hui que le déplacement des capitaux en direction des pays émergents doit à l'amélioration de l'organisation et de la crédibilité des places régionales. Le développement des marchés secondaires de titres, de systèmes d'information fiables sont des conditions indispensables d'attraction des investisseurs sur les marchés primaires. En ce sens, la localisation des infrastructures financières agit sur l'orientation des flux financiers et sur l'envergure des déséquilibres régionaux. Dans le cas des pays émergents, l'afflux de capitaux privés, en stimulant les importations, a creusé les déséquilibres commerciaux locaux.

13. Activité des banques étrangères ⁽¹⁾ résidentes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni



(1) Stocks en fin d'année 1992.

(2) Répartition estimée sans consolidation des créances inter-bancaires.

Sources : The Banker, Flow of Funds Accounts, Banque d'Angleterre, BRI.

Une influence similaire est décelable aux Etats-Unis. La part des banques étrangères dans le total des banques résidentes s'est considérablement accrue au cours des années quatre-vingt (schéma 13). Cette dernière est passée de 11,9 % à 22,6 % en 1991. En leur sein, la part des banques japonaises s'est considérablement accrue, culminant à 52 % à la fin de 1990 au lieu de 30 % au début des années quatre-vingt. La volonté d'internationalisation des banques japonaises, principalement en direction du Royaume-Uni et des Etats-Unis, n'a pas reposé exclusive-

ment sur les avantages en termes de rentabilité et de législation de ces places (tableau 8). Les banques japonaises avaient la possibilité d'adopter un statut off-shore sur l'archipel, qui les dispensaient, quand elles se livraient à des opérations en devises avec des non résidents, de se soumettre aux règles en vigueur sur le marché national. Les banques japonaises ont donc recherché spécifiquement un avantage de proximité qui leur a permis de nouer des relations avec la clientèle résidente sur le territoire américain. Elles ont bénéficié pour cela de l'avantage compétitif qu'elles retiraient de la faiblesse des coûts de leurs ressources sur fonds propres (liée à la forte valorisation des actions nipponnes dans la seconde moitié des années quatre-vingt). A la fin de 1991, plus de la moitié de l'actif des filiales de banques étrangères aux Etats-Unis concernait des opérations de prêt avec des résidents. L'insertion des banques étrangères dans le financement interne est donc important. Près de 19 % des prêts américains aux agents non financiers étaient portés par des banques étrangères fin 1991 au lieu de 13,4 % à la fin de 1980. Cette part (tableau 9) est encore plus importante concernant les prêts aux entreprises (34,5 % fin 1991). La participation des banques étrangères à l'intermédiation interne influence structurellement la balance des paiements de deux façons :

— ce financement interne est pour une partie importante financé sur des ressources liquides en provenance du reste du monde. Les filiales étrangères avaient un passif net de 140 milliards de dollars sur le reste du monde à la fin de 1992 alors que les banques américaines étaient créditrices nettes de 10 milliards. L'implantation aux Etats-Unis des banques étrangères est donc un instrument de recyclage des excès de trésorerie des banques résidant à l'étranger.

9. Répartition de l'actif des filiales étrangères des banques japonaises

En milliards de dollars

	BRANCHES NATIONALES	BRANCHES ÉTRANGÈRES		
	Actif national	Total	Royaume-Uni	Etats-Unis
1981	791	233	134	74
1982	811	310	161	97
1983	908	350	178	108
1984	926	421	194	131
1985	1 339	600	257	151
1986	1 927	837	359	208
1987	2 854	1 090	426	252
1988	3 044	1 120	445	307
1989	3 132	1 224	453	368
1990	3 578	1 415	491	413
1991	3 789	1 301	409	419
1992	3 772	1 202	377 *	388

* Estimation.

Sources : Bank of England, Bank of Japan, US Department of Commerce.

— les opérations des banques japonaises financent prioritairement des opérations commerciales entre résidents américains et nippons ou des investissements directs de sociétés nipponnes qui s'implantent ou sont déjà implantées aux Etats-Unis. Elles ont de ce fait un important contenu en importations en provenance de l'archipel et influencent ainsi la formation de la balance commerciale.

10. Actif des filiales de banques étrangères installées aux Etats-Unis

En milliards de dollars et en %

	Actif des banques étrangères	En % des banques résidentes	Prêts des banques étrangères	En % des banques résidentes	Prêts aux entreprises	En % des banques résidentes
1980	200,6	11,9	121,4	13,4	59,6	18,2
1981	250,6	13,5	157,7	15,4	73,6	19,2
1982	299,8	14,4	185,2	16,2	82,4	18,8
1983	328,8	14,7	192,4	15,7	84,5	18,5
1984	394,4	15,7	220,1	15,1	97,8	19,3
1985	440,8	16,1	247,4	15,4	108,8	22,5
1986	524,3	17,5*	276,9	16,0*	126,8	24,5*
1987	592,6	19,0	310,9	16,6	147,9	26,4
1988	650,6	19,6	338,8	16,9	167,3	28,2
1989	735,7	20,5*	369,8	17,5*	184,3	29,5*
1990	791,1	21,4*	397,9	18,0*	193,3	30,8*
1991	860,7	22,6	412,3	18,9	206,4	34,5

* Estimations.

Sources : The Banker, Statistical Abstract of the United States.

Des approches en termes d'équilibre du le marché global, découle une représentation du marché, où unité de temps et d'espace prévalent. La principale hétérogénéité provient des différences de rendement et de risque associés aux actifs physiques et financiers. Les intermédiaires financiers sont les instruments neutres de l'allocation optimale des ressources.

A l'opposé, la représentation géographique et institutionnelle des circuits de financement, permet de souligner la diversité des stratégies des agents et le rôle de la localisation des infrastructures financières dans la polarisation des flux d'épargne. Cette approche, qui passe en particulier sous silence la formation des prix, n'a aucune prétention à être générale. Elle permet cependant de se dégager de l'imprévisibilité et de la volatilité des phénomènes financiers, perceptibles à un niveau extrême de désagrégation de temps et d'espace et de déceler une emprise à moyen terme, qui n'est pas seulement déstabilisatrice, des flux de capitaux sur la formation des équilibres réels.