

Prix des actifs financiers et équilibre des portefeuilles mondiaux

Patrick ARTUS

Direction générale des études-Banque de France

On peut schématiser les évolutions des prix des actifs financiers observées durant les dernières années comme suit : après le second choc pétrolier, les taux d'intérêt sont élevés partout en 1980-1981, avec un point haut qui se situe à la fin de 1981 aux États-Unis et en France, un peu plus tôt en Allemagne et au Japon (*voir séries détaillées en annexe*) ; ils baissent ensuite continûment jusqu'à la fin de 1986, continuent à baisser au premier semestre 1987 en Allemagne et au Japon, se redressent en France et aux États-Unis. Le dollar monte par rapport aux autres devises (moins nettement cependant par rapport au yen) à partir de la fin de 1980 et ce jusqu'à l'hiver 1984-1985, puis décroît continûment depuis, sa chute étant stoppée par les accords du Louvre au début de 1987. Enfin, les cours boursiers sont à peu près stables en 1980-1981 (sauf en France où ils chutent après l'élection présidentielle), sont faibles au début de 1982, puis se mettent à croître régulièrement à partir de la seconde moitié de 1982 jusqu'au milieu de 1987, avec un léger repli en RFA et aux États-Unis en 1984 ; la hausse est particulièrement forte en France et au Japon (les cours sont multipliés par plus de 4 depuis 1980), plus modérée aux États-Unis et en RFA (multiplication par 2,5) ; avant la chute d'octobre 1987, on observe un retournement en France et en RFA au début de 1987, mais au contraire une accélération de la hausse aux États-Unis et au Japon (*voir Annexe 1*).

33

Si on examine les soldes des balances courantes (*voir Annexe 1*), on voit que celles-ci fluctuent autour de l'équilibre de 1980 à 1982 (avec cependant un fort déficit allemand en 1980 et un fort déficit français en 1982). A partir de la fin de 1984, une divergence se manifeste : le déficit se creuse aux États-Unis (il dépasse 140 milliards de dollars en 1986), des excédents de plus en plus importants apparaissent au Japon (86 milliards de dollars en 1986) et en Allemagne (36 milliards de dollars en 1986). Les États-Unis ont donc une insuffisance chronique d'épargne qui implique qu'ils accumulent des déficits extérieurs et qu'ils connaissent des taux de croissance élevés (3,9 % par an en moyenne depuis 1983, ce qui est le même taux qu'au Japon, mais est nettement supérieur à la croissance moyenne de l'Allemagne : 2,1 %, et de la France : 1,3 %) ; le reste du monde (hors États-Unis) a donc systématiquement un excédent d'épargne et un taux de croissance plus lent. Cette divergence provient largement de l'évolution des déficits publics : il passe de 2,5 % à 3,4 % du PIB en moyenne aux États-Unis entre les années 1980-1984 et 1985-1986 ; il est fortement réduit en Allemagne et au Japon (respectivement de 2,8 % à 0,8 % et de 3,3 % à 0,8 % sur la même période).

LES THÈSES EN PRÉSENCE

Avant de passer à l'examen des choix de portefeuille, on va rappeler brièvement quelques-unes des explications des évolutions récentes des taux d'intérêt et des taux de change qui ont été avancées. Pour M. Feldstein ou O. Blanchard et L. Summers¹, le point essentiel est l'interaction entre la politique budgétaire aux États-Unis et la politique monétaire en Europe. Les déficits budgétaires américains conjugués à une politique monétaire assez restrictive font anticiper une montée des taux d'intérêt aux États-Unis et provoquent la hausse du dollar. Les pays européens et particulièrement l'Allemagne tentent de limiter cette hausse et les pressions inflationnistes qu'elle implique en freinant la croissance de leur masse monétaire, ce qui entretient la hausse mondiale des taux d'intérêt et provoque l'écart de croissance vu plus haut entre les États-Unis et l'Europe.

Pour J. Frenkel et A. Razin², on peut comprendre à la fois la hausse des taux d'intérêt et du dollar par le mécanisme suivant : le déficit budgétaire américain, qui impliquera ultérieurement une hausse des impôts, réalise un transfert intertemporel de revenu au profit des générations présentes ; il y a donc aux États-Unis excès de demande pour les biens qui font l'objet de commerce international, ce qui est corrigé par une hausse de taux d'intérêt réel ; celle-ci réduit la richesse du reste du monde, et il apparaît un excès de demande aux États-Unis et un excès d'offre dans le reste du monde pour les biens du secteur abrité, ce qui est corrigé à son tour par une appréciation du dollar, qui réduit dans le reste du monde le prix relatif des biens abrités.

Cependant, ces thèses sont très contestées. Certains travaux empiriques³ conduisent au contraire à rejeter tout lien entre déficits publics et taux d'intérêt ; leurs auteurs mettent en avant « l'équivalence barro-ricardienne » : les ménages anticipent que les déficits seront couverts ultérieurement par des taxes égales ; leur revenu permanent ne varie donc pas, et, à court terme, ils accroissent leur épargne d'une quantité égale au déficit, qui n'a donc pas d'effet sur l'activité. D'autres travaux⁴ amènent à rejeter l'hypothèse d'équivalence. On est donc dans une perplexité très grande en ce qui concerne les liens entre taux d'intérêt, taux de change et déficits américains.

Bulles rationnelles et bulles spéculatives

De plus, le retournement brutal de l'évolution du dollar en 1985, les dérèglements des marchés boursiers... font douter de la robustesse des tentatives d'explication. Il paraît plus probable que les taux de change (et les cours des actions) sont affectés de bulles rationnelles dont il est inutile d'essayer de prévoir l'évolution. On sait que, parmi les marchés financiers, certains peuvent voir apparaître des bulles : ce sont ceux où les actifs ne sont pas remboursés à un prix convenu à l'avance à une date fixée (comme les marchés d'actions, de l'or, des changes⁵). Tous les travaux

1 - Feldstein M. - « *Us budget deficits and the european economies : Resolving the political economy puzzle* ». *American economic Review*, mai 1986. Blanchard O., Summers L. - « *Perspectives on high world real interest rates* ». *Brookings papers on economic activity*, n°2, 1984.

2 - Frenkel J., Razin A. - « *The International transmission and effects of fiscal policies* ». *American economic Review*, mai 1986.

3 - Par exemple, Evans P. - « *Interest rates and expected futures budget deficits in the United States* ». *American economic Review*, vol. 95, 1987. Et : « *Do large deficits produce high interest rates ?* ». *American economic Review*, vol. 75, 1985.

4 - Blinder A. - « *Temporary income taxes and consumer spending* ». *Journal of political economy*, vol. 89, 1981 ; Feldstein M. - « *Government deficits and aggregate demand* ». *Journal of monetary economics*, vol. 9, 1982.

5 - Blanchard O., Watson M. - « *Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers* ». *Annales de l'INSEE*, avril-juin 1984.

économétriques disponibles⁶ montrent que depuis 1980 des bulles rationnelles se forment sur les marchés des changes et des actions. Il est donc vain d'essayer d'expliquer les évolutions des taux de change et des cours boursiers : ils varient en fonction des bulles spéculatives qui enflent et qui crèvent à des dates aléatoires. L'existence de bulles est une conséquence tout à fait négative de l'efficience des marchés, de la rationalité des anticipations qui est une condition, en théorie nécessaire, à leur apparition (même si des phénomènes semblables à des bulles peuvent survenir sur des marchés où certains opérateurs sont absolument non rationnels⁷). Pour l'éviter, on peut penser à rendre les marchés moins fluides (par exemple, en instaurant une *Tobin Tax* sur les mouvements de capitaux) ou à garantir un prix de rachat pour des actifs qui n'en ont pas naturellement, ce qui supprime la possibilité d'apparition de bulles (ce serait la conséquence favorable d'accords comme ceux du Louvre qui, s'ils sont crédibles, garantissent une valeur de rachat donnée des devises par les banques centrales). Cette possibilité de présence de bulles nous incite, pour toute la suite de cette analyse, à prendre comme des données exogènes les évolutions des taux de change et des cours des actions, et à examiner simplement comment les rendements des autres actifs ont réagi à ces évolutions.

LE CHOIX DE PORTEFEUILLE MONDIAL

Nous allons baser l'analyse sur une approche en termes de choix de portefeuille, en distinguant trois actifs financiers (les bons à court terme, les obligations, les actions) et quatre devises (le dollar, le franc, le mark, le yen). Il y a donc, au total, douze actifs entre lesquels le portefeuille mondial est partagé, et qui présentent des degrés de substituabilité divers entre eux : on peut supposer qu'il y a un phénomène d'« habitat préféré », les résidents de chaque pays préférant, à rendement égal, leurs propres actifs ; il est difficile de savoir si la substituabilité est plus forte entre actifs identiques (les obligations, les actions, etc.) ou entre actifs émis dans une même monnaie qui font courir le même risque de change.

35

La richesse mondiale est partagée entre ces actifs ; la richesse des États-Unis croît lentement en raison du déficit extérieur ; par contre, la richesse du reste du monde progresse rapidement. L'équilibre financier implique que la part des actifs américains (et spécialement des titres émis en contrepartie du déficit public depuis 1983) progresse, puisqu'il faut financer le déficit extérieur des États-Unis par des entrées de capitaux ; il faut donc, pour assurer l'équilibre de portefeuille mondial, que le taux de rendement anticipé pour un non-américain sur les actifs américains soit constamment croissant par rapport au taux de rendement anticipé pour ce non-américain sur ses propres actifs, et ce d'autant plus qu'il y a habitat préféré et que, la part de la richesse des États-Unis dans la richesse totale chutant, la part des dollars dans la richesse du reste du monde doit devenir très élevée.

Dans cette vision, axée sur les rendements à court terme, la variation des taux d'intérêt réels est simplement un solde entre, d'une part, les variations des taux nominaux (qui dépendent, entre autres, des évolutions des taux de change dont on

6 - Evans P. - « A test for speculative Bubbles in the Sterling - Dollar exchange rate : 1981-1984 ». *American economic Review*, septembre 1986 ; Meese R. - « Testing for Bubbles in exchange markets : a case of Sparkling rates ». *Journal of political economy*, avril 1986 ; Shiller R. - « Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ? ». *American economic Review*, juin 1987 ; Artus P. - « Efficience et cloisonnement du marché des changes et des marchés financiers en France, 1970-1986 ». *Colloque Banque de France-Université*, décembre 1987.

7 - Frankel J., Froot K. - « The dollar as a speculative Bubble : a tale of fundamentalists and chartists ». *NBER Working Paper*, 1986.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

sait qu'elles dévient fortement de celles impliquées par la parité de pouvoir d'achat) et, d'autre part, celles des taux d'inflation. Le niveau élevé observé des taux d'intérêt réels peut donc résulter en particulier d'une désinflation très rapide (due à la baisse du prix du pétrole, aux politiques salariales restrictives, etc.). Une explication d'un lien positif entre désinflation et taux d'intérêt réels a été fournie par Fried et Howitt⁸ : l'inflation réduit le rendement réel des actifs substituables à la monnaie parce que relativement liquides (bons, etc.), mais pas celui du capital physique qui est illiquide. En période de désinflation mondiale, tous les taux d'intérêt réels progresseraient donc, sans que ceci affecte les écarts de taux nominaux qui conditionnent les choix de portefeuille. Qu'en a-t-il été effectivement ?

LES TAUX DE RENDEMENT COMPARÉS ET L'ÉQUILIBRE DE PORTEFEUILLE

En Annexe 2, on trouvera le calcul des taux de rendement *ex post* (qui ne sont égaux aux taux de rendement anticipés que si les anticipations sont parfaites), semestre par semestre, sur les trois actifs domestiques (titres à court terme, obligations, actions) et sur les trois actifs correspondants libellés en dollars, pour les résidents de chacun des pays étudiés. Le rendement des actifs américains inclut donc la plus ou moins-value de change enregistrée par ces résidents sur le dollar. On a pris pour le rendement des titres à court terme simplement le taux d'intérêt à un mois moyen sur le semestre considéré (il s'agit donc approximativement d'un placement à un mois renouvelé) ; les obligations ont un rendement qui prend en compte les plus-values ou moins-values en capital dues aux variations du taux d'intérêt à long terme, calculées sur la base de la variation de cours d'une obligation à taux fixe, amortissable *in fine*, de huit ans de durée de vie restante ; la rentabilité du placement en actions dépend des dividendes distribués pendant le semestre et des fluctuations des cours boursiers. Ces calculs mettent en évidence la différence fondamentale entre titres courts et titres longs : lorsque les taux d'intérêt baissent, les titres courts deviennent moins attrayants, mais le rendement des titres longs s'accroît à court terme en raison de la hausse des cours : il peut y avoir divergence durable entre la rentabilité des deux types de placements en période de baisse continue des taux.

■ La baisse des taux d'intérêt débute au premier semestre de 1982 (elle est un peu plus précoce au Japon). En 1980 et 1981, le dollar commence son ascension, sauf vis-à-vis du yen, et les bourses sont peu florissantes. Sur cette période, pour tous les pays, le rendement des obligations et des actions est faible, sinon négatif, et les placements courts plus avantageux ; pour un Français et un Allemand, le placement aux États-Unis est considérablement plus profitable que celui en actifs domestiques, alors que pour un Japonais, seul le placement à court terme aux États-Unis est supérieur au placement national correspondant. Cet attrait pour les actifs américains à une période où la balance courante des États-Unis est excédentaire renforce certainement la hausse du dollar ; par ailleurs, la faible rentabilité des placements longs va dans le sens d'une forte monétisation de l'économie.

■ De 1982 à 1984, le dollar s'apprécie fortement vis-à-vis du franc français (de 66 %), du mark (39 %), plus modérément (14 %) — et, de fait, dès 1982 — vis-à-vis du yen. Les taux à long terme décroissent sur cette période (avec cependant une

⁸ - Fried J., Howitt P. - « The effects of inflation on real interest rates ». *American economic Review*, décembre 1983.

remontée du taux américain fin 1983-début 1984) et les cours des actions progressent modérément, d'environ 60 % en trois ans (moins aux États-Unis : 33 %). Dans tous les pays le rendement des obligations est supérieur à celui des placements courts (de 25 % sur trois ans en France, 22 % en Allemagne, 14 % au Japon, 12 % aux États-Unis) et le rendement des actions est supérieur à celui des obligations (de 11 % en trois ans en France, 10 % en Allemagne, 21 % au Japon, 1 % seulement aux États-Unis). Ceci explique le considérable développement de l'époque longue sur cette période, provoqué à la fois par la baisse des taux d'intérêt nominaux et la hausse des cours boursiers. La hausse du dollar rend de façon permanente les actifs américains plus attrayants, ce qui est nécessaire, comme nous avons vu plus haut. Cependant, l'écart de rendement entre actifs américains et nationaux diffère fortement selon l'actif considéré (voir tableau ci-dessous).

**ÉCART DE RENDEMENT CUMULÉ SUR TROIS ANS
(1982 A 1984) ENTRE UN PLACEMENT AUX ÉTATS-UNIS
ET UN PLACEMENT DOMESTIQUE (en %)**

Pour un résident	Titres à court terme	Obligations	Actions
Français	55	43	32
Allemand	48	37	28
Japonais	24	21	0

On voit que ce sont surtout les placements à court terme, et à un moindre degré les obligations américaines, qui présentaient un surcroît de rendement pour les investisseurs des autres pays ; ces écarts de rendement sont assez semblables pour la France et l'Allemagne ; ils sont systématiquement plus bas pour le Japon (peut-être en raison de l'importance de l'épargne japonaise qui implique qu'un faible différentiel de taux suffit à l'attirer aux États-Unis) ; ceci indiquerait que yen et dollar sont plus proches substitués que franc et dollar ou mark et dollar, ce qui semble être une proposition raisonnable. Les écarts entre les niveaux des taux d'intérêt à court terme (6,5 % au Japon en moyenne sur cette période, 6,8 % en Allemagne, 13 % en France) compensent presque exactement les écarts de variations des taux de change entre franc et mark ; il en est de même de la baisse des taux longs (- 5,2 points en France, - 2,7 points seulement en Allemagne, - 1,6 point au Japon) qui est la plus forte là où l'appréciation du dollar, relativement à la monnaie nationale, est la plus grande.

37

Il semble bien que sur cette période 1982-1984 on ait connu un équilibre assez parfait du portefeuille financier mondial. Cependant, cet équilibre, nécessaire pour financer le déficit extérieur américain qui apparaît en 1982, a comme contrepartie un déséquilibre grandissant de l'économie réelle en raison de la perte de compétitivité des États-Unis.

■ De 1985 à la mi-1987, la hausse des bourses s'accélère (+ 224 % en France, + 89 % aux États-Unis, + 63 % en Allemagne, + 215 % au Japon), le dollar se retourne (il baisse de 35 % vis-à-vis du franc, de 42 % vis-à-vis du mark et de 41 % vis-à-vis du yen), la baisse des taux d'intérêt se poursuit avec un retournement à la mi-1986 en France, à la fin de 1986 aux États-Unis. Sur cette période, la hiérarchie des placements nationaux est maintenue, mais avec des écarts nouveaux : l'excès de rendement cumulé sur deux ans et demi des obligations sur les placements courts est de 19 % en France, 15 % en Allemagne, 23 % au Japon, 19 % aux États-Unis, des actions sur les obligations de 62 % en France, 33 % en Allemagne, 70 % au Japon, 40 % aux États-Unis. Le surcroît de rentabilité des actions est donc

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

considérablement supérieur à celui de la période précédente, et ne peut plus s'expliquer par une simple prime de risque ou par la reprise des profits. Il apparaît clairement partout (et spécialement en France et au Japon) une bulle sur les actions, dont on peut se hasarder à mesurer l'ampleur ; si l'écart de rendement entre actions et obligations avait été le même (en moyenne) que durant les années 1982-83-84, les cours boursiers auraient été inférieurs de 37 % en France, 19 % en Allemagne, 29 % aux États-Unis, 34 % au Japon à la mi-1987. L'ampleur de ces chiffres montre bien que, même s'il y a reprise transitoire des bourses, il devra finalement y avoir une baisse variant entre 20 et 40 % entre les pays (voir tableau ci-dessous sur l'écart de rendement entre actifs américains et nationaux).

ÉCART DE RENDEMENT CUMULÉ SUR DEUX ANS ET DEMI (1985 À MI-1987) ENTRE UN PLACEMENT AUX ÉTATS-UNIS ET UN PLACEMENT DOMESTIQUE (en %)

Pour un résident	Titres à court terme	Obligations	Actions
Français	-40	-34	-56
Allemand	-38	-34	-27
Japonais	-38	-43	-72

De façon assez voisine pour les trois pays analysés, les placements aux États-Unis ont un rendement considérablement plus faible que ceux effectués en monnaie nationale. Il est clair que le capital privé ne peut plus, sur cette période, venir financer le déficit de la balance courante américaine, même si certaines rigidités freinent le mouvement de repli vers les monnaies nationales. À terme, seules les interventions des banques centrales peuvent permettre de réaliser l'équilibre de portefeuille. On voit donc à nouveau apparaître l'incompatibilité entre équilibre réel et équilibre mondial de portefeuille. Le repli du dollar qui, après le creux de la courbe en J (important dans le cas des États-Unis en raison des comportements de marge des exportateurs et du niveau initial très déprimé du taux de couverture en volume) doit améliorer la balance commerciale américaine, interdit que l'équilibre de portefeuille mondial se réalise spontanément tant que les investisseurs anticipent la continuation de la baisse.

Disons un mot, pour finir, du fonctionnement du Système monétaire européen (SME) vu à travers le rendement, pour un résident français, des actifs financiers et allemands (voir tableau ci-dessous et les chiffres détaillés en Annexe 2). Si l'on omet la fluctuation boursière française de 1981, on est frappé par la similitude des rendements entre les placements français et allemands. Les écarts corrigent presque exactement, pour chaque actif, les variations de taux de change, et on se trouve bien, apparemment, pour ces deux grands pays du SME, dans la situation de presque parfaite mobilité internationale de capitaux.

RENDEMENTS ANNUELS MOYENS POUR UN RÉSIDENT FRANÇAIS

(en %)	Titre à court terme français	Obligation française	Action française	Titre à court terme allemand	Obligation allemande	Action allemande
1980-1981	14,1	8,1	-4,9	16,7	8,2	7,4
1982-1984	12,9	21,1	25	12,9	20,2	23,3
1985-mi 87	8,7	13,7	38,5	9,2	15,2	28,4

PERSPECTIVES

Par construction, l'effondrement d'une bulle spéculative n'est pas anticipé, car, s'il l'était, cette bulle n'apparaîtrait pas. Les rendements des titres autres que les actions n'ont donc pas pu chuter par contagion avant la crise boursière, et il ne semble pas que la hausse des taux d'intérêt observée après l'été soit due à cette perspective d'effondrement. Après l'éclatement de la bulle, les cours se situent normalement sur leur valeur fondamentale, reflétant le niveau des dividendes futurs anticipés. Ils offrent alors des taux de rendement réguliers et modérés, compatibles avec une stabilité à un niveau assez bas des taux d'intérêt. La simple perspective financière incite donc à envisager une stabilité des taux de rendement.

Les deux questions à envisager sont alors les suivantes : quels sont les effets réels de la crise boursière, une fois celle-ci passée ? Comment continuer à assurer le financement du déficit courant américain et comment résorber ce dernier ?

Estimations économétriques

L'effet direct de l'éclatement de la bulle sur les actions est une perte de richesse mondiale et le retour des rendements boursiers vers des niveaux modérés. Si, parallèlement, comme nous l'avons indiqué, on peut s'attendre à une stabilisation des taux, les plus-values sur les obligations disparaîtront également, et une part plus grande de la richesse devrait normalement être investie en actifs monétaires et en titres courts : il y a donc une perspective de « démobilisation » de l'économie. Des forces de sens opposés vont s'exercer sur les taux d'épargne : la baisse du rendement moyen des portefeuilles financiers pousse à un accroissement de la consommation, la perte de richesse à une reconstitution de l'épargne. L'effet des plus ou moins-values boursières sur la consommation est très net aux États-Unis (*voir le modèle MPS*⁹), nul apparemment jusqu'à présent en France¹⁰ où seul le prélèvement inflationniste sur les encaisses monétaires semble avoir une influence sur les dépenses des ménages. Dans le modèle MPS, le coefficient de la valeur des actions détenues dans l'équation de consommation trimestrielle des ménages pour les États-Unis est de 0,038. La perte boursière étant évaluée, pour octobre 1987, à 700 milliards de dollars, il en résulterait une baisse de consommation de 7 milliards de dollars courants par trimestre, soit presque exactement 1% du niveau de la consommation, ce qui est important, et, après effet multiplicateur, ferait baisser le PIB de plus de 1% de son volume annuel au bout de quelques trimestres. Très progressivement, cet effet s'atténuerait au fur et à mesure de la reconstitution de la richesse des ménages par la hausse du taux d'épargne. Évidemment, les estimations économétriques ont été faites sur une période régulière des cours et non de chute brutale ; si on les utilise cependant, on est conduit à imaginer une récession aux États-Unis et peut-être, au contraire, un surcroît initial de consommation en France (mais, bien sûr, dans un second temps, la récession américaine aurait un effet de freinage sur les économies européennes).

39

Un surajustement « à la Dornbusch » ?

Comme nous l'avons vu plus haut, depuis 1985, la chute du dollar a rendu progressivement impossible le financement par le capital privé du déficit extérieur

9 - Brayton F., Mankoff E. - « The Federal reserve board MPS quarterly econometric model of the US economy ». *Economic modelling*, juillet 1985.

10 - Minczeles A., Sicsic P. - « Incidence de la désinflation et des plus-values sur les variations de richesse et la consommation des ménages ». *Colloque du GRECO monétaire, Aix-en-Provence, juin 1987*.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

américain, dans la mesure où la poursuite de la chute était anticipée. La hausse préalable du dollar, si elle assurait l'équilibre de portefeuille, était une évolution explosive, car elle conduisait à une détérioration croissante du commerce extérieur américain. On sait que le maintien du dollar à son niveau des accords du Louvre permet au mieux d'espérer une réduction du déficit courant des États-Unis de 140 à environ 80 milliards de dollars en 1989¹¹, suivie d'une nouvelle dégradation en raison des décalages dans le jeu de la compétitivité, des comportements de marge des exportateurs et des variations de prix et d'activité. Une évolution qui semble compatible avec un retour à l'équilibre du commerce extérieur américain et avec la déformation encore nécessaire du partage de la richesse mondiale pendant ce retour est un surajustement « à la Dornbusch » du dollar vers le bas, c'est-à-dire une forte chute instantanée (qui améliore la compétitivité), suivie d'une remontée lente vers un niveau de long terme plus élevé (qui accroît le rendement anticipé des placements en dollars). L'amélioration des échanges extérieurs en volume des États-Unis y permettrait le retour vers une politique fiscale moins expansionniste, tandis que la dégradation du commerce extérieur des autres pays pourrait être accompagnée par une stimulation budgétaire. Le redressement du commerce extérieur américain serait facilité par la chute de consommation due à la perte de richesse, cette dernière permettant de plus de neutraliser l'inflation importée. □

40

ANNEXE 1 : SÉRIES STATISTIQUES

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

<i>(moyenne semestrielle)</i>		FRANC	DOLLAR	MARK	YEN
1980	I	12,82	11,47	9,68	10,79
	II	11,60	11,68	9,40	10,58
1981	I	13,96	14,44	12,20	7,70
	II	16,56	13,61	12,01	7,11
1982	I	15,52	12,74	9,73	6,62
	II	13,72	8,41	8,03	7,06
1983	I	12,57	8,44	5,53	6,48
	II	12,36	8,90	6,02	6,51
1984	I	12,36	9,51	6,00	6,32
	II	11,04	9,41	5,97	6,32
1985	I	10,45	7,78	5,99	6,28
	II	9,44	7,15	4,88	6,67
1986	I	8,03	6,43	4,56	5,35
	II	7,36	5,40	4,63	4,59
1987	I	8,23	5,64	3,97	3,93

¹¹ - Krugman P., Baldwin R. - « The persistence of US trade deficit ». *Brookings papers on economic activity*, n° 1, 1987.

**TAUX D'INTÉRÊT
À LONG TERME**
(sur emprunts d'État)

(fin de semestre)		FRANC	DOLLAR	MARK	YEN
1980	I	13,95	9,40	8,20	8,61
	II	14,71	11,89	8,90	9,41
1981	I	17,56	12,39	10,90	8,78
	II	17,06	12,88	9,70	7,93
1982	I	16,88	13,32	9,10	8,53
	II	15,71	10,33	7,90	7,50
1983	I	14,91	10,64	8,00	7,49
	II	13,99	11,44	8,20	6,94
1984	I	13,68	13,00	8,10	7,12
	II	11,91	11,21	7,00	6,30
1985	I	11,59	10,36	6,90	6,26
	II	11,17	9,60	6,50	5,82
1986	I	8,23	8,23	5,90	4,98
	II	8,84	7,67	5,90	4,61
1987	I	9,60	8,70	5,60	3,91

TAUX DE CHANGE
(devise par dollar)

(fin de semestre)		FRANC	MARK	YEN
1980	I	4,113	1,758	217,6
	II	4,567	1,959	203,0
1981	I	5,661	2,391	225,8
	II	5,716	2,255	219,9
1982	I	6,579	2,460	254,0
	II	6,857	2,376	235,0
1983	I	7,663	2,542	239,7
	II	8,382	2,724	232,2
1984	I	8,420	2,784	237,5
	II	9,497	3,148	251,1
1985	I	9,339	3,061	248,9
	II	7,698	2,461	200,5
1986	I	7,129	2,198	165,0
	II	6,543	1,941	159,1
1987	I	6,156	1,830	147,0

COURS DES ACTIONS

(fin de semestre)		FRANCE	USA	RFA	JAPON
1980	I	115,6	96	100	99
	II	118,1	113	98	103
1981	I	86,1	111	105	120
	II	98,4	103	99	119
1982	I	113,8	91	97	114
	II	100,9	116	107	123
1983	I	124,3	139	133	136
	II	151,9	138	146	149
1984	I	169,8	130	142	166
	II	181,4	137	150	188
1985	I	226,1	155	185	213
	II	253,1	171	230	218
1986	I	344,5	204	246	281
	II	409,6	206	259	328
1987	I	406,3	259	245	458

**CAPACITÉ DE FINANCEMENT
DES ADMINISTRATIONS
PUBLIQUES
RAPPORTÉE AU PIB**

(en %)	ÉTATS-UNIS	JAPON	ALLEMAGNE	FRANCE
1980/1984	- 2,5	- 3,3	- 2,8	- 2,1
1985/1986	- 3,4	- 0,8	- 0,8	- 2,9

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

SOLDES DES BALANCES COURANTES

(en milliards de \$)	ÉTATS-UNIS	JAPON	ALLEMAGNE	FRANCE
1980	+ 1,8	- 10,8	- 15,9	- 4,2
1981	+ 6,4	+ 4,8	- 5,0	- 4,8
1982	- 9,1	+ 6,8	+ 3,9	- 12,1
1983	- 46,7	+ 20,8	+ 4,1	- 5,2
1984	- 106,5	+ 35,0	+ 8,2	- 0,9
1985	- 117,6	+ 49,2	+ 17,4	+ 0,9
1986	- 140,6	+ 86,0	+ 35,8	+ 3,5

TAUX DE CROISSANCE ANNUEL

(en %)	ÉTATS-UNIS	JAPON	ALLEMAGNE	FRANCE
1980	- 0,4	4,4	1,4	1,1
1981	3,4	3,9	0,2	0,5
1982	- 3,0	2,8	- 0,6	1,8
1983	2,9	3,1	1,2	0,7
1984	7,2	5,8	2,6	1,3
1985	2,5	4,6	2,5	1,3
1986	3,0	2,5	2,3	2,0

ANNEXE 2: RENDEMENTS COMPARÉS SUR LES DIFFÉRENTS ACTIFS

TAUX DE RENDEMENT EN FRANCS SUR UN SEMESTRE POUR UN RÉSIDENT FRANÇAIS

(% annualisé)	D'un titre court français	D'un titre long français	D'une action française	D'un titre court US	D'un titre long US	D'une action US
1980	11,60	8,55	6,53	33,76	5,00	59,50
1981	13,96	- 4,69	- 52,00	62,35	56,34	46,57
1982	16,56	20,40	30,77	15,55	10,37	- 10,27
1983	15,52	18,12	33,51	42,94	39,66	9,10
1984	13,72	23,82	- 20,47	16,86	44,21	65,60
1985	12,57	20,81	48,58	31,95	30,84	65,37
1986	12,36	21,09	46,61	27,67	21,89	19,53
1987	12,36	16,21	25,77	10,42	- 1,29	- 8,48
1988	11,04	26,62	15,86	34,99	52,34	38,55
1989	10,45	14,59	51,48	4,45	15,46	25,15
1990	9,44	15,21	26,08	- 27,99	- 17,44	- 12,29
1991	8,03	37,49	74,42	- 8,35	9,10	26,02
1992	7,36	0,81	40,00	- 11,04	- 1,41	- 12,28
1993	8,23	0,24	0,59	- 6,19	- 17,58	41,83

TAUX DE RENDEMENT EN DOLLARS SUR UN SEMESTRE POUR UN RÉSIDENT AMÉRICAIN

(% annualisé)	D'un titre court US	D'un titre long US	D'une action US
1980	11,68	- 17,08	37,42
1981	14,44	7,69	- 1,34
1982	13,61	8,43	- 12,21
1983	12,74	9,46	- 21,10
1984	8,41	35,76	57,15
1985	8,44	7,33	41,86
1986	8,90	3,12	0,76
1987	9,51	- 2,20	- 9,39
1988	9,41	26,76	12,97
1989	7,78	18,79	28,48
1990	7,15	17,70	22,85
1991	6,43	23,88	40,80
1992	5,40	15,03	4,16
1993	5,64	- 5,75	53,66

**TAUX DE RENDEMENT
EN MARKS
SUR UN SEMESTRE
POUR UN RÉSIDENT
ALLEMAND**

		D'un titre court allemand	D'un titre long allemand	D'une action allemande	D'un titre court US	D'un titre long US	D'une action US
1980	II	9,40	- 0,34	- 1,80	34,55	5,79	60,29
1981	I	12,20	-13,58	16,49	58,54	51,79	42,76
	II	12,01	21,90	- 9,23	2,23	- 2,95	-23,59
1982	I	9,73	15,88	- 1,84	30,92	27,64	- 2,92
	II	8,03	22,28	22,82	1,58	28,93	50,32
1983	I	5,53	6,64	50,80	22,41	21,30	55,83
	II	6,02	5,50	21,75	23,22	17,44	15,08
1984	I	6,00	13,08	- 3,28	13,92	2,21	- 4,98
	II	5,97	21,68	13,47	35,56	52,91	39,12
1985	I	5,99	8,42	48,87	2,25	13,26	22,95
	II	4,88	12,70	50,85	-32,05	-21,50	-16,35
1986	I	4,56	15,74	16,11	-14,94	2,51	19,43
	II	4,63	5,90	12,77	-17,98	- 8,35	-19,22
1987	I	3,97	10,98	- 8,61	- 5,80	-17,19	42,22

**TAUX DE RENDEMENT
EN YENS
SUR UN SEMESTRE
POUR UN RÉSIDENT
JAPONAIS**

		D'un titre court japonais	D'un titre long japonais	D'une action japonaise	D'un titre court US	D'un titre long US	D'une action US
1980	II	10,58	- 0,69	10,28	- 1,74	-30,50	24,00
1981	I	7,70	16,11	35,21	36,90	30,15	21,12
	II	7,11	18,46	0,53	8,38	3,20	-17,44
1982	I	6,62	0,37	- 6,20	43,75	40,47	9,91
	II	7,06	20,61	17,99	- 6,55	20,80	42,19
1983	I	6,48	8,04	23,34	12,44	11,33	45,86
	II	6,51	14,83	21,32	2,64	- 3,14	- 5,50
1984	I	6,32	4,34	25,02	14,08	2,37	- 4,82
	II	6,32	18,64	28,71	20,86	38,21	24,42
1985	I	6,28	6,94	28,80	6,03	17,04	26,73
	II	6,67	13,28	6,89	-31,74	-21,19	-16,04
1986	I	5,35	20,26	60,00	-28,98	-11,53	5,39
	II	4,59	12,40	35,65	- 1,75	7,88	- 2,99
1987	I	3,93	19,79	81,47	- 9,57	-20,96	38,45

43

**TAUX DE RENDEMENT
EN FRANCS
SUR UN SEMESTRE
POUR UN RÉSIDENT
FRANÇAIS**

		D'un titre court français	D'un titre long français	D'une action française	D'un titre court allemand	D'un titre long allemand	D'une action allemande
1980	II	11,60	8,55	6,53	8,72	- 1,02	- 2,48
1981	I	13,96	- 4,69	-52,00	15,37	-10,41	19,66
	II	16,56	20,40	30,77	26,11	36,00	4,87
1982	I	15,52	18,12	33,51	20,70	28,85	9,13
	II	13,72	23,82	-20,47	23,89	38,14	38,68
1983	I	12,57	20,81	48,58	14,47	15,58	59,74
	II	12,36	21,09	46,61	10,13	9,61	25,86
1984	I	12,36	16,21	25,77	2,56	9,64	- 6,72
	II	11,04	26,62	15,86	5,51	21,22	13,01
1985	I	10,45	14,59	51,48	8,24	10,67	51,12
	II	9,44	15,21	26,08	9,93	17,75	55,90
1986	I	8,03	37,49	74,42	11,91	23,09	23,46
	II	7,36	0,81	40,00	12,52	13,79	20,66
1987	I	8,23	0,24	0,59	3,55	10,56	- 9,03