

ANTOINE PARENT

La part du franc dans les portefeuilles internationaux

Journal de la société statistique de Paris, tome 134, n° 1 (1993),
p. 87-104

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1993__134_1_87_0

© Société de statistique de Paris, 1993, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

par Antoine PARENT ¹

Maître de Conférence - IUFM Orléans-Tours

Membre de l'Institut Orléanais de Finance

L'analyse de la balance des paiements française au cours de la décennie 80 révèle deux périodes relativement distinctes : une simple couverture du besoin de financement des transactions courantes par un endettement extérieur jusqu'en 1985, puis l'émergence d'une véritable internationalisation des mouvements de capitaux. Un peu schématiquement, à partir de 1986, la recrudescence des sorties d'investissements directs s'est trouvée financée par des entrées d'investissement de portefeuille. L'évolution des entrées de capitaux à long terme en France depuis 1989 souligne de plus la part prépondérante des acquisitions de titres publics en franc, contrastant ainsi avec le début des années 80 marquées par un endettement extérieur à long terme essentiellement en devises.

Après la période de contrôle des changes et de déficits courants importants à financer, qui laissaient peu de place aux comportements d'arbitrage des investisseurs internationaux, les entrées massives d'investissements de portefeuille en France semblent relever de déterminants plus complexes et posent la question de l'insertion de la devise franc français dans une logique de portefeuille au niveau mondial.

C'est pourquoi on s'attache ici à décrire et analyser l'évolution des mouvements de portefeuille entre la France et l'étranger dans un contexte mondial. Pour ceci, on a construit l'encours du portefeuille mondial délocalisé et calculé son partage par détenteur et surtout le poids de chacune des devises fortes dans ce portefeuille. Ceci permet de dire que la part du franc dans les portefeuilles mondiaux a connu depuis 1988 une forte accélération que l'on peut interpréter comme un phénomène de rattrapage lié à la promotion progressive du franc au rang de monnaie crédible. Cette analyse conduit à estimer que ce rattrapage n'est pas encore terminé et que le mouvement d'acquisition de titres en francs par des étrangers devrait se poursuivre dans les années qui viennent à un rythme soutenu.

1. Tous mes remerciements vont à Thierry Francq, administrateur de l'INSEE à la Direction de la Prévision, pour sa contribution à l'élaboration de ce travail.

1. Le mouvement de délocalisation des portefeuilles financiers

Avant de s'attacher au cas spécifique de la France et du franc, il apparaît nécessaire de décrire le contexte international que constituent les mouvements de capitaux de portefeuille au sein des principaux pays industrialisés. On appellera dans la suite « portefeuille mondial délocalisé » le stock d'investissements de portefeuille détenu par les non-résidents dans les principaux pays industrialisés ou le stock détenu par les résidents de ces pays à l'étranger.

1.1. Les données

Les comparaisons internationales de mouvements de portefeuille soulèvent de grandes difficultés statistiques, à la fois d'un point de vue quantitatif et d'harmonisation. On a utilisé ici principalement les données harmonisées des principaux pays industrialisés établies par la BRI. Ces données portent sur les flux de sortie de portefeuille des douze principaux pays industrialisés et distinguent, dans le cas des entrées, les obligations des actions pour cinq d'entre eux (les plus importants). Au-delà de ces données brutes, il a été nécessaire de construire des séries d'encours qui posent entre autre le problème de la valorisation des flux passés tant en terme de devise retenue que d'évolution des cours des actifs en monnaie nationale. Pour les sorties, seule une estimation par cumuls simples des flux a été possible pour l'ensemble des pays ; en revanche, des séries d'encours bien plus précises ont pu être calculées pour les entrées effectuées dans les quatre principales monnaies (dollar, yen, mark et franc). De plus, compte-tenu de l'objet de l'étude, les informations de la balance des paiements française ont servies à isoler au mieux les entrées portant sur les seuls titres **libellés en franc** dans le total.

Traitement

Les données de base (source BRI) reprennent les flux trimestriels nets (entrées et sorties) d'investissement de portefeuille depuis 1975. Les douze pays concernés sont : les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Canada, la France, l'Australie, les Pays-Bas, la Belgique, la Suède, l'Italie et l'Espagne. Ces données ont été harmonisées par la BRI compte-tenu des divergences dans l'application de la définition FMI des investissements de portefeuille (le FMI recommande un seuil de 10 % du capital pour différencier les opérations de portefeuille sur actions de celles d'investissement direct, alors que par exemple la France s'en tient à un seuil de 20 %).

Il est nécessaire pour cette étude de construire des encours, ce qui soulève plusieurs problèmes d'ordre statistique.

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

- Les données de flux sont indisponibles avant 1975, aussi a-t-on été contraint de considérer que les stocks étaient nuls en 1974. Cette hypothèse n'apporte sans doute qu'un biais relativement faible compte-tenu de la faiblesse des flux lors de cette période par rapport aux flux des années 80. Il faut cependant noter que, pour les actions, ce biais est sans doute plus important en ce qui concerne les entrées puisque l'on y a appliqué les plus-values boursières qui furent très importantes dans les années 1980 (cf ci-dessous). Un faible stock d'actions en 1974 représente aujourd'hui une masse relativement importante. Le biais est sans doute aussi plus grand en ce qui concerne les entrées en dollar que dans les autres monnaies, puisque les achats de titres en dollars par des étrangers sont sans doute en moyenne plus anciens (que pour les autres devises considérées).
- La constitution d'un stock de portefeuille à valeur de marché nécessite en toute rigueur la réévaluation du stock préexistant à chaque période en fonction de la variation des cours des actifs. Pour ceci, il faut pouvoir disposer d'une décomposition obligation/action, ces deux types de titres obéissant à des dynamiques très différentes : hausse de plus grande ampleur du cours des actions que de celui des obligations dans les années quatre-vingt. Cette décomposition n'est disponible que pour les entrées dans cinq pays : Etats-Unis, Allemagne, Pays-Bas, Japon et France. On a construit séparément une série d'encours du portefeuille délocalisé d'actions et d'obligations de ces pays qui corrige les acquisitions de titres nationaux dans ces pays des plus ou moins values sur stock grâce aux indices boursiers et obligataires disponibles (cf annexe 1). Pour les sorties, la zone Monde est plus large et s'étend aux douze pays dans la mesure où, en l'absence de connaissance des zones de destination des portefeuilles, toute correction s'avère impossible. Dans ce cas, les encours de titres sont calculés par simple cumul des flux. Ceci sous-estime la valeur de marché des stocks, mais ce biais est sans doute d'une ampleur comparable pour tous les pays étudiés. En tout état de cause, il fournit un indicateur du partage du portefeuille mondial délocalisé par détenteur.
- Se pose aussi la question de la monnaie de référence pour les entrées de portefeuille. Si l'on comptabilise tous les flux en dollar et que l'on corrige les stocks libellés dans les autres monnaies des plus ou moins values de change par rapport au dollar, ceci revient à se situer du point de vue d'un investisseur raisonnant en dollar. Privilégier le point de vue d'un investisseur plutôt que d'un autre n'étant pas satisfaisant, il a été retenu comme référence un panier de devises constitué du dollar, du yen et du deutschmark avec les poids respectifs de 1/4, 1/2, 1/4. Cette pondération rend compte de la monnaie de référence de la moyenne des investisseurs internationaux ou plus exactement d'un investisseur type c'est-à-dire représentatif. Cette pondération a été choisie compte-tenu du partage estimé du portefeuille mondial délocalisé par détenteur (cf I.2).

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

- Enfin, il existe une différence, plus ou moins grande selon les pays, entre la nationalité de l'émetteur du titre et la monnaie dans laquelle ce titre est émis. Les balances des paiements dont sont issues les données BRI concernant les entrées de portefeuille ne retiennent que le critère de la nationalité (ou plus exactement de la résidence) de l'émetteur. Ce n'est que pour la France que l'on peut disposer d'une décomposition « titres émis par des résidents français, libellés en franc et détenus par des non-résidents » / « titres émis par des résidents, libellés dans une autre monnaie et détenus par des non-résidents » au moins depuis 1980 (pour la période antérieure, il a été considéré que seules les actions détenues par les non-résidents étaient libellées en franc, ce qui était effectivement quasiment le cas au début des années 80). Pour les entrées au Japon, en mark, et aux Etats-Unis, confondre nationalité et devise de libellé ne paraît pas une grande approximation. Pour les autres pays, le biais serait sans doute trop important. C'est en grande partie pour cette raison que les stocks d'entrées de portefeuille n'ont été calculés que pour ces trois monnaies, plus le franc pour lequel l'information est disponible.

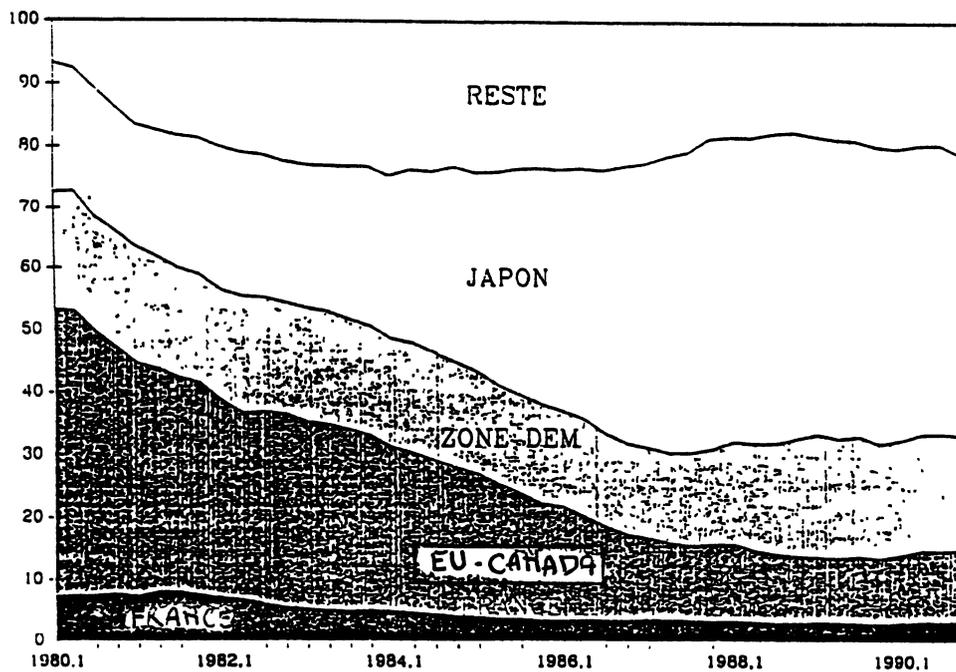
Au total, on dispose donc d'une estimation par simple cumul du partage par détenteur du portefeuille mondial délocalisé pour 12 pays industrialisés. Pour le partage par devise de libellé des titres, une estimation beaucoup plus précise est disponible, pour un nombre restreint de devises. Les détails de construction de ces données sont présentés dans l'annexe 1. Pour apprécier la qualité statistique de ces dernières séries, on peut noter que, issue de nos calculs, l'encours fin 89 des obligations (et des BTAN) libellées en franc et détenues par des non résidents s'élève à 155 MdF, contre 139 MdF dans l'enquête titres de la Banque de France, le biais s'expliquant par l'absence de prise en compte par cette dernière des BTAN.

1.2. Du point de vue des détenteurs

Les sorties d'investissements de portefeuille cumulés depuis 1975 donnent un ordre de grandeur pour chaque pays du montant de ses avoirs financiers à l'étranger. On a regroupé les douze pays en cinq zones : la France, l'Amérique du Nord, la « zone mark » (RFA, Pays-Bas, Belgique, Suède), le Japon, et les autres.

Cette décomposition du « portefeuille mondial délocalisé » par détenteur fait apparaître tout d'abord le mouvement massif bien connu des années 1980 : l'émergence du Japon comme premier investisseur international au détriment de l'Amérique du Nord (et essentiellement des Etats-Unis). En fin de période, environ 50 % du stock de ce portefeuille mondial est détenu par les japonais contre seulement 20 % au début des années 80. A l'inverse, la part de l'Amérique du Nord est passée de près de la moitié à moins d'un quart.

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX



Graphique 1 : Décomposition estimée du portefeuille mondial par détenteur (encours)

L'autre fait marquant concerne la relative stabilité des autres zones : la « zone mark », telle qu'on l'a définie ci-dessus représente peu ou prou un quart des avoirs délocalisés tout au long de la période. La part de la France qui jusqu'en 1982 s'élevait à 8 % a baissé pour se stabiliser rapidement à 4 %.

On peut remarquer que l'ensemble de ces mouvements reflète l'évolution des balances courantes de ces principaux pays. Les excédents courants accumulés au Japon au détriment des Etats-Unis se retranscrivent dans la capacité des japonais à investir à l'étranger. De même, le creusement du solde courant de la France à partir de 1982 semble se traduire par un tassement de la part relative des placements français à l'étranger. Au total, on peut retenir comme ordre de grandeur de poids parmi les trois principaux investisseurs : 50 % pour le Japon, 25 % pour les Etats-Unis et pour l'Allemagne.

1.3. Du point de vue des monnaies détenues

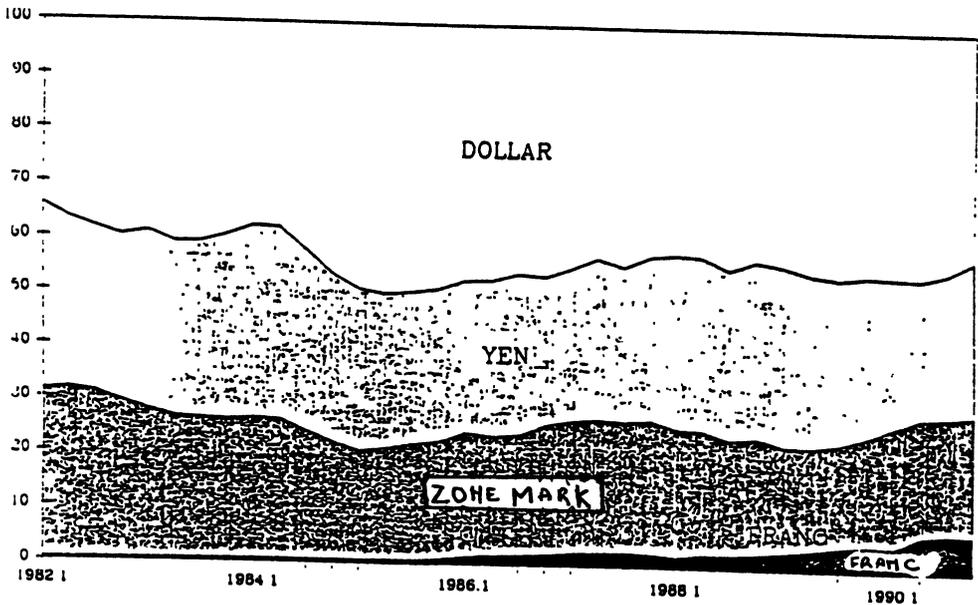
En utilisant les entrées d'investissement de portefeuille dans les grands pays industrialisés, on peut estimer la part des grandes monnaies dans le « portefeuille mondial délocalisé » (cf I.1). Compte-tenu du manque d'informations, on est obligé

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

de confondre ici la monnaie et le lieu de résidence de l'émetteur, à l'exception du cas de la France (cf encadré).

Les quatre monnaies étudiées, dollar, yen, mark et assimilé (ici le Florin) et franc, représentent au sein des douze pays et sur l'ensemble de la période plus de 80 % des flux d'entrées de portefeuille. Cette étude reste donc très représentative des principaux mouvements de capitaux.

Il apparaît que la part de chacune des trois grandes monnaies (dollar, yen et mark) offre une relative stabilité sur l'ensemble de la période. Cette stabilité tranche avec les mouvements importants observés sur les sorties de portefeuille (cf. ci-dessus). L'impact des balances courantes sur ces sorties ne se retrouve pas vraiment ici. Cela suggère que les entrées de portefeuille suivent une logique déconnectée des déséquilibres courants.



Graphique 2 : Décomposition par devises du portefeuille international délocalisé de titres (actions et obligations)

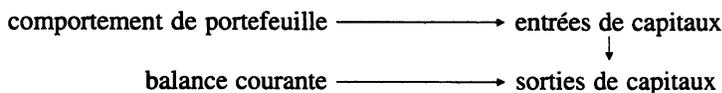
La part du dollar apparaît prépondérante (entre 40 et 50 %) et cohérente avec l'importance du marché financier américain. Les parts du yen et du mark se situent aux environs de 25 % chacune. En ce qui concerne le yen, cet ordre de grandeur paraît en retrait par rapport à la taille du marché domestique japonais.

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

La part de ces trois devises de référence, qui reste largement prépondérante, tend cependant à s'effriter légèrement depuis 1986 au profit d'autres monnaies. Parmi celles-ci, figure le franc français. Celui-ci, quasiment absent dans les portefeuilles internationaux au début des années 80, voit sa part progresser nettement depuis 1986. En 1990, celle-ci s'établit à près de 8 % du « portefeuille mondial délocalisé ».

Au total, les entrées de capitaux semblent obéir à une logique plutôt financière, à savoir le maintien d'une certaine diversification des portefeuilles internationaux entre les grandes devises. On remarque d'autre part que le franc français s'est inscrit progressivement dans cette logique. Ce sont ces deux aspects qui vont être développés dans la suite.

En conclusion, le statut différencié des entrées et des sorties de portefeuille suggère le schéma simplifié de causalité suivant :



Le comportement de portefeuille des investisseurs internationaux détermine les entrées de capitaux. Associé à celles-ci, l'état des déficits courants (et la balance des investissements directs) fixe, en dernier ressort, les possibilités laissées aux pays de réaliser des investissements de portefeuille à l'étranger. A titre d'exemple, les entrées de capitaux sont restées massives aux Etats-Unis en cohérence avec la taille du marché financier américain ; mais, associée à cette stabilité, les déficits extérieurs croissants de ce pays ne lui ont permis qu'une présence de plus en plus faible sur les marchés de capitaux extérieurs.

2. Le comportement des investisseurs internationaux

Le constat empirique qui vient d'être mené laisse penser que le comportement de portefeuille des investisseurs est déterminant pour expliquer l'évolution des entrées de capitaux.

2.1. La logique du comportement de portefeuille au niveau international

Un gérant de portefeuille a comme souci d'assurer à son capital un rendement optimal avec un risque minimal. Dans cette recherche du moindre risque, la diversification de ses placements est un atout majeur. La recherche de la plus grande diversification amène naturellement à acquérir des titres libellés en différentes devises, au moins celles qui ne sont pas considérées comme très risquées « monnaies exotiques »).

En dehors de toute considération de rendement, le portefeuille optimal, c'est à dire le moins risqué, aura une structure correspondant au « poids économique et financier » des différents pays. cette structure est généralement qualifiée de porte-

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

feuille neutre. A moyen terme, les portefeuilles ont donc une structure relativement stable. A plus court terme, le portefeuille peut connaître des variations par rapport à la structure neutre compte-tenu des anticipations du gérant de portefeuille. En effet, si celui-ci prévoit un rendement à court terme supérieur à la moyenne sur un titre dans une devise donnée, il « surpondérera » dans son portefeuille cette devise. A plus long terme, les rendements anticipés sont généralement équivalents, ce qui constitue toujours une force de rappel vers la structure neutre. Bien entendu, à très long terme, cette structure neutre évolue elle-même lentement avec la déformation de la structure de l'économie mondiale, mais on peut la considérer constante sur la période étudiée.

Ce type de comportement dit de portefeuille est loin d'être marginal. Les grandes maisons de titres raisonnent en ces termes pour gérer leur patrimoine ou celui de leurs clients. On peut trouver une illustration de ces méthodes de gestion dans quelques exemples de revues de ces maisons (Goldman & Sachs, UBS Phillips & Drew, Nomura...).

2.2. La structure des portefeuilles délocalisés est cohérente avec cette logique

Le fait même de la stabilité des parts des trois grandes monnaies dans les portefeuilles internationaux (cf graphique 2) est en soi un résultat conforme à l'idée de comportement de portefeuille visant à amoindrir le risque grâce à la diversification. Il apparaît que la recherche du rendement maximal est secondaire par rapport à la minimisation du risque. Ceci paraît cohérent avec la nature des investisseurs internationaux à long terme, a priori très sensibles aux risques : assurances, caisses de retraite (notamment japonaises)... On pourrait penser que cette relative stabilité ne provient que d'un comportement inerte des investisseurs internationaux. Mais il n'en est rien. Il suffit pour cela de penser aux mouvements des changes au cours de la période. Si le comportement des investisseurs avait été inerte, le poids du dollar aurait quasiment doublé au milieu des années 80 ; or on ne note qu'un léger accroissement. Ceci signifie que les investisseurs ont compensé la hausse de la valeur de leurs titres en dollar par des achats moindres, afin de sauvegarder une structure de portefeuille par devise assez stable.

Ce comportement suppose donc que la structure du portefeuille ne s'éloigne guère de la structure « neutre ». Mais la méthode de calcul de ce portefeuille neutre n'est pas chose évidente. A priori, la structure neutre doit correspondre au poids de la richesse des différents pays. Un bon indicateur de cette richesse paraît être la capitalisation boursière des titres domestiques. Cela dit, certains considèrent que cet indicateur est biaisé : notamment, on peut se poser la question de savoir si la dette de l'Etat doit être prise en compte dans la richesse nationale. Cet indicateur comporte de plus l'inconvénient d'être trop volatil puisque sensible aux fluctuations boursières et de change de court terme. C'est pourquoi certains préfèrent mesurer cette structure neutre à partir des PNB à parité de pouvoir d'achat ou utiliser une moyenne des deux indicateurs.

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

On se propose ici de comparer quelques estimations de cette structure neutre avec la structure du portefeuille mondial délocalisé que l'on a calculé. On notera que cette comparaison entraîne un biais dû à la non-comptabilisation dans nos calculs des titres détenus dans les portefeuilles libellés dans la monnaie du détenteur. Ce biais a été corrigé afin de rendre la comparaison possible (cf. annexe 2).

Pour les portefeuilles obligataires, on dispose de deux structures neutres provenant de l'estimation de deux maisons de titres et d'une estimation propre calculée à partir des capitalisations boursières d'obligations domestiques fin 1990 au taux de change courant. Pour les portefeuilles d'actions, on ne dispose que d'une estimation issue d'une maison de titres. Dans les deux cas, ces structures neutres estimées illustrent les divergences d'appréciation possibles, mais elles donnent des ordres de grandeurs similaires. On peut noter cependant que la structure neutre que l'on a calculé donne un poids moins élevé au dollar. Ceci provient du fait que le dollar fin 1990 était nettement sous-évalué.

Tableau 1. Structures neutres et structures effectives des portefeuilles délocalisés

Portefeuilles obligataires (structure fin 90, en %)

	<i>Dollar</i>	<i>Yen</i>	<i>Zone Mark</i>	<i>Franc</i>
Structure neutre estimée				
par Goldman & Sachs	59,3	15,9	14,3	10,5
par UBS Phillips & Drew	55,5	18,1	16,9	9,4
par l'auteur	41,8	16,6	24,3	17,2
Structure effective	41,9	32,6	20,6	4,9

Portefeuilles d'actions (structure fin 90, en %)

	<i>Dollar</i>	<i>Yen</i>	<i>Zone Mark</i>	<i>Franc</i>
Structure neutre estimée				
par UBS Phillips & Drew	54,4	24,2	12,1	9,3
par l'auteur	49,0	33,9	9,7	7,4
Structure effective	42,4	14,2	28,3	15,2

S'agissant des portefeuilles obligataires, la comparaison révèle une certaine cohérence entre les structures neutres estimées et la structure effective. On note cependant une certaine surpondération des obligations libellées en yen au détriment des obligations américaines dans le portefeuille effectif. Ce phénomène s'explique sans doute en partie par le fait que le stock américain fin 1974 était relativement plus important que ceux des autres monnaies. Effectivement, le dollar est la monnaie de

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

réserve la plus ancienne parmi celles étudiées. D'autre part, il apparaît de manière certaine que le franc est sous-représenté par rapport aux portefeuilles neutres.

S'agissant des portefeuilles d'actions, on note des disparités plus fortes. Le poids des actions japonaises apparaît faible et celui des actions européennes plutôt élevé par rapport à la structure neutre. Il est vrai que dans le cas des actions, la distinction entre investissement direct et investissement de portefeuille pose problème d'un point de vue statistique. Ainsi, la forte détention d'actions européennes peut avoir rapport avec la construction de la CEE et la restructuration industrielle qui l'accompagne. De plus, comme il a été remarqué dans le traitement des données, le biais issu de la non-comptabilisation des stocks de 1974 est sans doute relativement important pour les actions. Finalement, il apparaît difficile d'émettre un jugement sur le degré d'adéquation entre portefeuilles d'actions effectif et neutre, étant donné le degré d'incertitude pesant sur les statistiques concernant les actions.

Une autre façon d'aborder l'internationalisation comparée des différents marchés consiste à rapporter l'encours de titres d'un pays à sa capitalisation. Ce rapport peut être interprété comme un taux d'internationalisation financière.

Tableau 2.

Portefeuilles délocalisés et capitalisations domestiques
(encours de portefeuille calculés du point de vue du dollar, en Mds \$, fin 90)

	<i>Dollar</i>	<i>Yen</i>	<i>Zone Mark</i>	<i>Franc</i>
Obligations				
Portefeuille délocalisé	417	324	205	49
Capitalisation domestique	1 639	978	900	506
Rapport (%)	25,4	33,1	22,7	9,7
Actions				
Portefeuille délocalisé	112	38	75	40
Capitalisation domestique	2 220	2 306	399	252
Rapport (%)	5,0	1,6	18,8	15,9

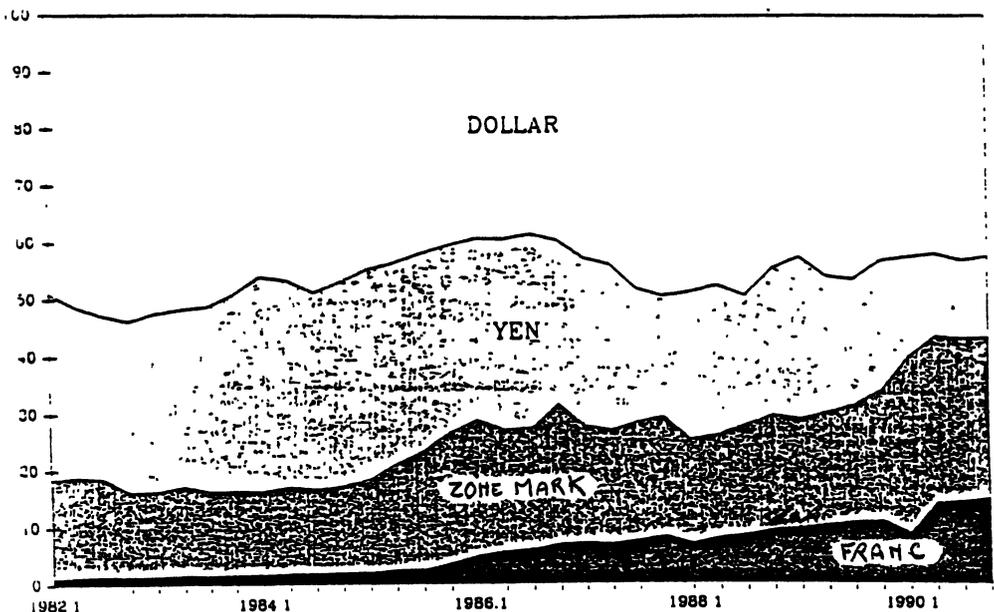
On note effectivement que ce taux d'internationalisation pour les obligations gravite fin 1990 autour de 25 %, avec cependant un taux un peu plus élevé pour le Japon et un retard certain pour la France. En ce qui concerne les actions on retrouve les disparités précédemment décrites.

Cette analyse montre donc que, au moins en ce qui concerne les obligations, il semble bien que la structure des entrées de capitaux pour les grandes monnaies soit cohérente avec l'idée d'une détermination de celles-ci par les comportements de portefeuille. Il reste difficile de se prononcer en revanche pour les actions, compte-tenu des problèmes statistiques déjà abordés.

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

Bien entendu, à court terme, les structures de portefeuille peuvent évoluer au gré des anticipations des agents. On s'intéresse dans ce qui suit à l'évolution de la structure des encours de portefeuilles délocalisés.

D'une manière générale, les évolutions sur actions présentent un profil plus heurté que celui des obligations. Malgré les problèmes statistiques déjà abordés, on peut essayer d'analyser les mouvements que l'on discerne. La déformation de la structure des actions révèle un mouvement de défiance vis-à-vis des actions japonaises dont la part dans le total régresse de près de 20 % passant de 30 % à un peu plus de 10 %. Les mouvements de désengagements les plus nets ont été consécutifs à la crise de 1987 et à la forte baisse de la bourse de Tokyo en 1990. La recomposition du portefeuille au cours de la période a moins profité aux Etats-Unis, qui offrent le profil le plus régulier autour de 50 %, qu'aux pays européens. Dans le cadre de la dynamique du marché unique, la part de ceux-ci s'est élevée de plus de 10 % en 8 ans pour représenter près du tiers du total en 1990. Le cas français illustre ces changements : quasi nul en 1982, le portefeuille d'actions françaises représente 15 % du total en 1990. Au nombre des facteurs explicatifs on peut relever l'effet des privatisations qui ont induit des entrées nettes jusqu'en 1988, le niveau élevé et régulier des investissements directs dont les consolidations peuvent avoir été enregistrées comme investissements de portefeuille et enfin la bonne tenue de la Bourse de Paris qui dans les périodes d'incertitude a moins baissé que ses voisines.

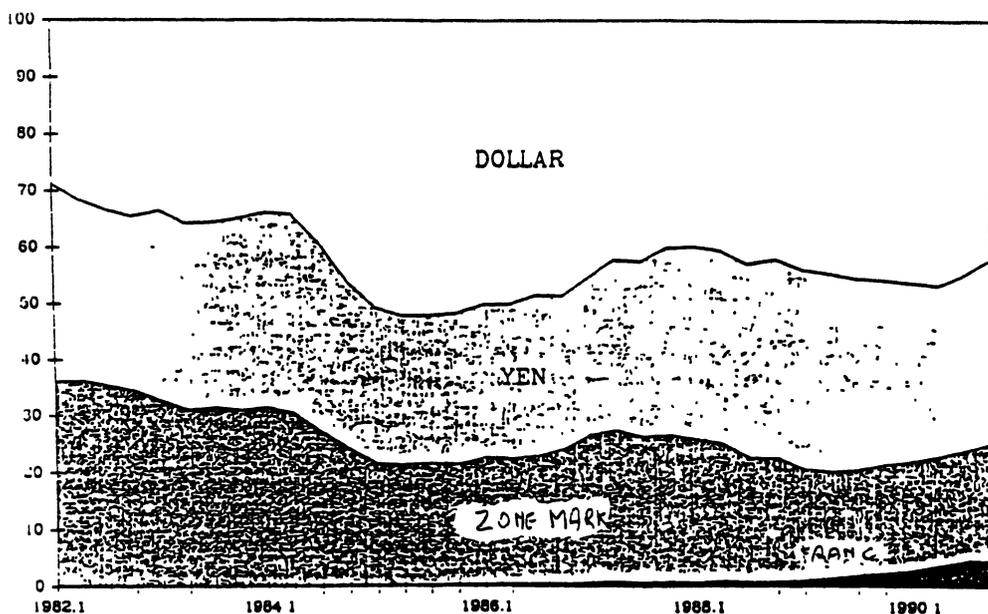


Graphique 3 : Décomposition par devises du portefeuille international délocalisé d'actions

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

Au total, les variations observées dans le portefeuille mondial délocalisé d'actions reflètent à la fois l'intensité accrue des échanges entre pays européens et les volatilités différentes sur les principales places boursières.

Comme on l'a déjà noté ci-dessus, la décomposition du portefeuille délocalisé d'obligations est plus stable. On note cependant un mouvement particulier au cours de l'année 1984 où la part du dollar progresse nettement : il semble qu'à cette époque, l'effet de revalorisation des titres américains dû à la hausse du dollar n'ait pas été entièrement compensé par la moindre importance des acquisitions de ces titres par les non-résidents. En 1988, le dollar ayant baissé, ce phénomène s'est estompé. On note d'autre part l'émergence des obligations libellées en francs, semble-t-il plutôt au détriment des obligations libellées en mark, ce qui peut révéler une forte substituable des titres libellés dans les devises fortes du SME.



Graphique 4 : Décomposition par devises du portefeuille international délocalisé d'obligations

On peut se poser la question de la substituable au sein des portefeuilles entre actions et obligations libellées dans une même devise. Les évolutions retracées ci-dessous peuvent effectivement faire penser à un phénomène de ce type dans le cas du yen : à partir de 1986, le poids des actions japonaises diminue sensiblement et celui des obligations augmente légèrement. On note de plus que le taux d'internationalisation du marché des actions au Japon à la fin de 1990 est beaucoup plus faible

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

que la moyenne, au contraire des obligations. Il est donc possible que les krachs successifs de la bourse japonaise aient incité les investisseurs à délaïsser le Kabuto Cho, mais en compensant en partie ce mouvement en surpondérant les obligations japonaises, afin de garder un poids du yen suffisant dans leurs portefeuilles.

En revanche, dans le cas du franc, un tel phénomène n'apparaît pas du tout : les profils du poids des actions et des obligations voient la même accélération en fin de période.

3. L'insertion du franc dans les portefeuilles internationaux

Comme on l'a vu ci-dessus, le franc semble accéder au rang de monnaie à statut international d'un point de vue financier. alors qu'il apparaissait auparavant plutôt comme une monnaie « exotique ». En effet, les titres libellés en franc (et notamment les obligations) dans les portefeuilles mondiaux, quasi-inexistants au début des années 80, en représentent en 1990 près de 8 % ce qui apparaît d'ores et déjà significatif en regard de l'importance financière de la France.

3.1. Le nouveau statut international du franc français

Cette émergence du franc au niveau international a été largement conditionnée par les innovations institutionnelles du marché financier français. Au nombre de celles-ci, la libéralisation financière a permis de disposer d'un cadre juridique et institutionnel conforme aux standards internationaux. D'autre part, l'élargissement du marché aux outils modernes que sont les marchés dérivés (MATIF, MONEP...) et la mise en place d'un marché d'obligations d'Etat liquide et important ont assuré une compétitivité nouvelle à la place de Paris.

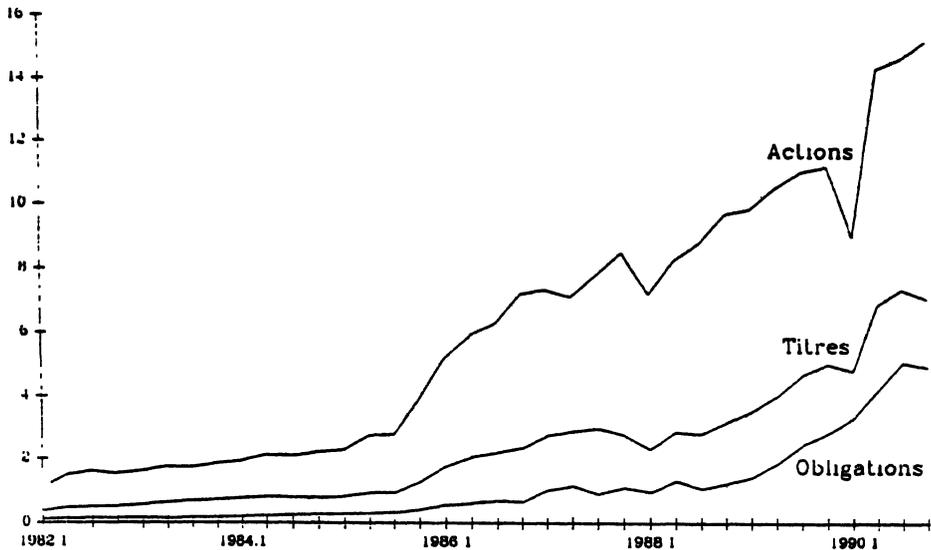
Mais au delà de cette modernisation du marché financier français, ce sont les performances macroéconomiques de la France qui ont permis de renforcer la crédibilité de la devise française. La politique de lutte contre l'inflation et de rigueur budgétaire ont ainsi porté leurs fruits : la vieille tradition de politique dévaluationniste a fait place à une politique du franc fort qui est devenue petit à petit crédible. L'ancrage de la devise française au sein de la sphère de stabilité que constitue le SME a renforcé aussi cette nouvelle crédibilité.

La meilleure preuve de ce statut international du franc réside dans la réduction des écarts de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne : la prime de risque sur le franc par rapport au mark, très élevée au début des années 80, est devenue quasiment nulle en 1991. Ce phénomène est d'ailleurs sans aucun doute intimement lié au mouvement d'acquisition de titres libellés en franc (et notamment d'obligations d'Etat) par les non-résidents. En effet, ce mouvement tend, toutes choses égales par ailleurs, à exercer une pression à la baisse des taux par augmentation de la demande de titres.

3.2. Le mouvement d'accumulation de titres libellés en franc par les non-résidents n'est sans doute pas encore terminé

Comme il a été observé ci-dessus, la deuxième moitié des années 1980 a été marquée par une dynamique nouvelle d'accumulation de titres libellés en franc par les non-résidents. Compte tenu du nouveau statut international de la devise française, ce mouvement peut-être interprété comme un rattrapage. Le franc rentre désormais dans la logique de portefeuille des investisseurs internationaux au titre des monnaies de réserve ou de référence. Les investisseurs doivent donc acquérir des titres libellés en franc, jusqu'à ce que ceux-ci atteignent le poids voulu dans leur portefeuille. Une fois ce poids atteint, cette dynamique se stabilisera et l'acquisition de titres libellés en franc se fera peu ou prou au même rythme que celui des autres monnaies. En terme de flux, cela se traduira par un ralentissement des entrées nettes de portefeuille en France après un rythme exceptionnel dû à ce phénomène de rattrapage.

Ce phénomène de rattrapage est manifeste sur le graphique qui suit. La part des titres libellés en franc, en pleine accélération en 1989 et 1990, devrait petit à petit se stabiliser. Ceci devrait donner à cette courbe l'allure d'une fonction logistique.



Graphique 5 : Part des titres (resp. d'actions, d'obligations) libellés en franc dans le portefeuille-monde délocalisé (resp. d'actions, d'obligations)

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

La question qui se pose est alors de savoir quel est le poids du franc visé par les investisseurs internationaux dans leur portefeuille. Ceci conditionnera la dynamique des entrées de portefeuille en France dans les prochaines années.

Pour les obligations, le comportement de portefeuille que l'on a décrit ci-dessus apparaît déterminant pour expliquer les entrées de portefeuilles pour les monnaies crédibles. Les structures neutres du tableau I permettent de donner un ordre de grandeur du poids des obligations en franc visé dans les portefeuilles internationaux. Il apparaît ainsi qu'au minimum celui-ci est double du poids constaté fin 1990 (environ 10 % contre 5 %). On peut donc considérer que la phase de rattrapage pour ce qui concerne les obligations libellées en francs n'est pas terminée.

Pour les actions, on a déjà noté que la difficulté à distinguer statistiquement actions de portefeuille et investissements directs ne permet pas d'affirmer un diagnostic robuste. Si l'on utilise tout de même les chiffres tels quels, le rattrapage semble terminé, voire dépassé : les actions françaises ont d'ores et déjà un poids de 15 % dans l'ensemble des actions délocalisées libellées dans les grandes devises, pour une structure neutre que l'on peut estimer proche de 10 %.

Au niveau global (actions+obligations), le diagnostic rencontre le même problème lié aux incertitudes concernant les actions. Cela dit, la masse des investissements de portefeuille en actions libellées dans les grandes devises pèse quatre fois moins que celle des investissements en obligations. Ceci signifie que le diagnostic sur l'ensemble de portefeuille est essentiellement déterminé par celui sur les seules obligations. Le poids des titres libellés en francs dans les portefeuilles étrangers reste donc fin 1990 sans doute inférieur à celui de la structure neutre visée par les investisseurs internationaux.

BIBLIOGRAPHIE INDICATIVE

- BLACK, FISCHER "Universal Hedging : How to Optimize Currency Risk and Reward in International Equity Portfolios", *Financial Analysts Journal*, July, August 1989, vol. 45, n° 4.
- BLACK, FISCHER and LITTERMAN Robert "Asset Allocation : Combining Investor Views with Market Equilibrium", Goldman-Sachs, *Fixed income research series*, september 1990.
- BLACK, FISCHER and LITTERMAN Robert "Global Asset Allocation with Equities, Bonds and Currencies", Goldman-Sachs, *Fixed income research series*, october 1991.
- FAMA "Efficient Capital Markets", *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n° 5, December 1991.

ANNEXE 1

La construction des séries d'encours

Les sorties de portefeuille

Aucune information n'est disponible concernant la nature des sorties de portefeuille (nature du titre et devise de libellé). Il n'a donc été possible d'effectuer qu'un cumul simple des flux trimestriels en dollar depuis 1975, soit :

$$ES_t^i = ES_{t-1}^i + FS_t^i$$

avec ES_t^i l'encours de sorties de portefeuille du pays i à la date t et FS_t^i le flux associé, ces deux grandeurs étant exprimées en dollar. Cette série a été calculée pour les 12 pays cités dans le corps du texte.

Le début de la série est bien entendu nettement biaisé par l'absence de prise en compte des flux avant 1975. Cela dit, le biais s'estompe au fur et à mesure du temps, et ce d'autant plus que la croissance des flux est extrêmement élevée. Ainsi les flux de l'année 1985 sont 10 fois supérieurs à ceux de l'année 1975. Enfin, ces séries ne sont utilisées que relativement au total (partage des détenteurs), ce qui tend encore à réduire l'importance du biais. Ces remarques restent aussi valables pour les séries d'encours qui suivent.

Les entrées de portefeuille

Ces séries d'encours d'entrées de portefeuille sont essentielles pour cette étude. C'est pourquoi l'on a choisi de ne retenir que les entrées dans 5 pays (Etats-Unis, Japon, Allemagne, Pays-Bas, France) pour lesquels un détail suffisant est disponible pour construire des séries précises. On confond pour ces pays lieu d'émission et devise de libellé sauf pour la France où seules les entrées sur des titres libellés en franc sont retenues. Enfin, on assimile mark allemand et florin néerlandais dans le concept de « zone mark ».

En raisonnant pour un investisseur américain, l'encours d'entrées de portefeuille sur titres obligataires ou sur actions se calcule ainsi :

$$EEOB_t^i = EEOB_{t-1}^i \cdot \left(\frac{IOB_t^i}{IOB_{t-1}^i} \right) \cdot \left(\frac{e_t^i}{e_{t-1}^i} \right) + FEOB_t^i$$

$$EEAC_t^i = EEAC_{t-1}^i \cdot \left(\frac{IAC_t^i}{IAC_{t-1}^i} \right) \cdot \left(\frac{e_t^i}{e_{t-1}^i} \right) + FEAC_t^i$$

avec $EEOB_t^i$ (respectivement $EEAC_t^i$) l'encours d'entrées de portefeuille sur obligations (respectivement sur actions) libellées dans la devise du pays i et $FEOB_t^i$ (respectivement $FEAC_t^i$) le flux associé, ces deux grandeurs étant exprimées en dollar, IOB_t^i (respectivement IAB_t^i) l'indice de cours des obligations (respectivement des actions) du pays i et e_t^i le taux de change du dollar contre la devise i . Ainsi, sont prises en compte, pour le portefeuille d'un américain, ses plus ou moins values de change et de cours boursiers sur ses titres.

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

Rapportée au total, ces séries d'encours permettent de calculer la structure de portefeuille délocalisé si tous les investisseurs raisonnaient en dollar. On a calculé de la même manière la structure de portefeuille, vue d'un investisseur japonais et vue d'un investisseur allemand. On a retenu pour l'analyse une moyenne de ces structures pondérée par la part estimative de ces trois types de détenteurs (50 % pour le Japon et 25 % pour les Etats-Unis et l'Allemagne).

Enfin, si les indices de cours des actions sont directement disponibles, les indices de cours obligataires ont du être construit. Pour ceci, on a supposé que la durée moyenne des obligations détenues étaient de 5 ans et que le taux facial (C^i) était égal à la moyenne du rendement actuariel (R_t^i) dans le pays i considéré. L'indice s'obtient alors par la formule traditionnelle reliant cours d'obligation et rendement actuariel :

$$IOB_t^i = \frac{\left(1 - \frac{C^i}{R_t^i}\right)}{(1 + R_t^i)^5} + \frac{C^i}{R_t^i}$$

ANNEXE 2 portefeuille délocalisé et portefeuille

Les encours de portefeuille que l'on a calculés ne comptabilisent par définition que les capitaux qui ont traversé une frontière. On ne tient donc pas compte des capitaux libellés dans la propre devise du détenteur. Or, un gérant de portefeuille international détient naturellement, outre des titres étrangers, des titres domestiques et ceux-ci rentrent en ligne de compte dans le comportement dudit investisseur. Les structures neutres estimées intègrent ces titres. Donc, comparer directement celles-ci avec la structure effective que l'on a calculée introduirait un biais. Pour bien comprendre la nature de ce biais, on peut utiliser un exemple extrême : si seuls les japonais effectuaient des investissements de portefeuille à l'étranger, il ne figurerait pas dans l'encours calculé du portefeuille délocalisé de titres libellés en yen. Ceci ne signifierait pas pour autant que ces investisseurs japonais ne détiendraient pas de titres japonais dans leur portefeuille afin de respecter la structure neutre.

On a donc corrigé les structures neutres de façon à les rendre comparables à la structure effective calculée. Si l'on note b_i la structure neutre (i représentant la devise), β_i la structure neutre corrigée et α_j la structure par détenteur (j représentant le pays détenteur, $\alpha^{usa} = 1/4$, $\alpha^{japon} = 1/2$ et $\alpha^{fa} = 1/4$), la correction s'écrit :

$$\beta_i = \frac{(1 - \alpha^j) \cdot b_i}{\sum (1 - \alpha^k) \cdot b_k}$$

LA PART DU FRANC DANS LES PORTEFEUILLES INTERNATIONAUX

Les sources

Flux d'entrées et de sorties de portefeuille : BRI, Bâle, Monetary and Economic Department.

Taux de change : OCDE, *Principaux indicateurs économiques*.

Indices boursiers des valeurs industrielles : FMI, *Statistiques financières*.

Rendements actuariels des obligations publiques : FMI, *Statistiques financières*.

Capitalisations boursières domestiques : COB, *Rapports Annuels*.

Part des entrées de portefeuilles en France libellées en francs : Banque de France, Direction de la Balance des Paiements, SEMEX, note trimestrielle.