



HAL
open science

Intérêts et limites de la globalisation comme processus créateur d'investissement

Sophie Nivoix, Dominique Pepin

► **To cite this version:**

Sophie Nivoix, Dominique Pepin. Intérêts et limites de la globalisation comme processus créateur d'investissement. Eric Milliot et Nadine Tournois. Les paradoxes de la globalisation des marchés, Vuibert, pp.253-278, 2009. hal-00963658

HAL Id: hal-00963658

<https://hal.science/hal-00963658>

Submitted on 1 Apr 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Intérêts et limites de la globalisation comme processus créateur d'investissement

Sophie Nivoix[♦] et Dominique Pépin^{*}

Introduction

Les systèmes financiers nationaux, tant ceux des pays développés que non développés, ont connu ces trente dernières années une vague intense de déréglementation, voulue par les gouvernements des différents pays, soucieux de promouvoir l'investissement, la croissance et l'emploi dans un cadre macroéconomique stabilisé (Aglietta, Brender et Coudert (1990)). Ces différents gouvernements ont-ils réussi leur pari ? L'investissement, la croissance et la stabilité macroéconomique se sont-ils trouvés favorisés dans le cadre de marchés financiers intégrés ? A cette ambitieuse question, qui dépasse largement le champ de la présente investigation, nous proposons de fournir une réponse partielle, attachée à la seule problématique de l'investissement des firmes. Et c'est déjà un travail ambitieux que de faire aujourd'hui le point sur cette question : la globalisation financière, « l'aventure obligée » si l'en croît Aglietta, Brender et Coudert (1990), est-elle venue au soutien de l'investissement des firmes ? Quel a été l'effet de l'intégration des marchés de capitaux sur l'investissement des firmes ? Question attenante : comment la globalisation financière a-t-elle agi sur la valeur actionnariale et le coût du capital des firmes ?

La première section apporte les quelques éclaircissements nécessaires quant aux concepts utilisés, et revient sur l'historique du processus de globalisation financière. La deuxième section présente les travaux théoriques des auteurs qui ont expliqué pourquoi la globalisation devait soutenir l'investissement des firmes, ainsi que les analyses empiriques venues soutenir cette prédiction. La troisième section apporte la contradiction à la seconde, montrant que la réponse à la question posée, quelle qu'elle soit, ne fait pas l'unanimité, tant d'un point de vue théorique qu'empirique. Et finalement, s'il est possible d'envisager une globalisation financière qui soutienne véritablement l'investissement des firmes, sans doute cela ne peut-il se concevoir que sous certaines conditions, discutées en conclusion.

Section 1. Définition, historique et caractéristiques de la globalisation financière

1.1. Définition et caractéristiques de la globalisation financière

Durant les dernières décennies, les barrières à la mobilité internationale du capital se sont levées dans les pays développés et ont considérablement diminué dans les pays en

[♦] MCF HDR en Sciences de Gestion, Faculté de Droit et Sciences Sociales de Poitiers, Laboratoire CEREGE (IAE de Poitiers), sophie.nivoix@univ-poitiers.fr

^{*} MCF en Sciences Economiques, Faculté de Sciences Economiques de Poitiers, Laboratoire CRIEF (Faculté de Sciences Economiques de Poitiers), dominique.pepin@univ-poitiers.fr

développement. En dépit de cette tendance à toujours plus de globalisation¹ financière, nous verrons, en particulier dans la troisième section, qu'il demeure cependant de nos jours d'importantes restrictions sur les transactions financières internationales et que les flux (nets) internationaux de capitaux demeurent petits relativement à ceux prédits par les modèles théoriques, et cela pour les économies développées comme pour les moins développées.

En dépit de cette limite connue sous le nom de biais domestique (*home bias*), qui laisse entendre que les marchés financiers nationaux du monde entier n'ont pas achevé la fusion que suggère l'idée d'un marché unique globalisé, il n'en reste pas moins que ceux-ci sont aujourd'hui beaucoup plus intégrés financièrement qu'ils ne l'étaient il y a trente ans. Mais que devons-nous exactement entendre derrière ces expressions de « globalisation » ou « d'intégration » financière ?

L'une des nombreuses définitions de la globalisation financière est l'intégration du système financier domestique d'un pays avec le marché international financier (Das (2006)). Cette définition est celle qui convient lorsque notre perspective est celle d'une économie particulière et qu'on observe le rapprochement de son système financier avec celui du reste du monde. Pour parvenir à ouvrir financièrement son économie au reste du monde, le gouvernement du pays en question prend la décision de permettre aux étrangers d'investir dans l'économie domestique : c'est la libéralisation financière telle qu'elle est définie par Chari et Henry (2004). La libéralisation financière inclut la libéralisation et la dérégulation du secteur financier domestique ainsi que la libéralisation du compte de capital. Ainsi que nous l'avons évoqué en introduction, c'est avec l'espoir d'améliorer leur environnement économique que les économies se libérant démantèlent leurs restrictions à l'investissement, et dérèglent leur marché financier domestique, à l'aide de réformes donnant toujours plus de poids au marché.

Si on délaisse à présent la perspective géographique pour adopter un point de vue plus analytique, alors on peut aussi définir la globalisation financière comme la libéralisation des échanges des actifs financiers (Stulz (2005)). Lorsque les économies libéralisent chaque jour un peu plus ces échanges financiers, les structures financières des marchés et le monde de la finance changent aussi. Ainsi la nature du risque et le prix du risque évoluent-ils. La libéralisation d'un marché change la nature du risque systématique ou non diversifiable, son origine passant du marché local au marché international. C'est cela d'ailleurs qui motive la globalisation du point de vue des investisseurs, à la recherche de nouvelles opportunités d'investissement et de diversification des risques (Solnik (1974)).

Pour le pays récepteur des flux de capitaux induits par la libéralisation, la globalisation offre des avantages importants (Obstfeld [1994]). L'accès aux marchés internationaux permet d'emprunter pour lisser la consommation en cas de chocs négatifs ; il permet aussi d'entreprendre de nouveaux projets d'investissement qui n'auraient sinon pas trouvé de financement. Et comme l'investissement soutient la croissance, celle-ci s'en trouve accrue, et à tous ces bienfaits de la globalisation il faut encore ajouter les gains de richesse résultant d'un meilleur partage des risques, qui peuvent être importants.

Voilà pour la globalisation financière, dont on comprend mieux à présent pourquoi elle a motivé tant de gouvernements de par le monde à s'ouvrir financièrement. Venons-en à présent à l'autre concept : celui de l'intégration des marchés de capitaux, qui se trouve en fait être le

¹ Signalons que le terme anglais de *globalization* trouve deux traductions en français. La première est la globalisation (terme que nous utilisons dans l'article), et renvoie fréquemment à l'idée d'économie de marché, centrée sur la concurrence et la rentabilité. Elle véhicule quelquefois une connotation matérialiste, liée au pouvoir, et plutôt négative. La seconde est la mondialisation, qui se réfère davantage à la diffusion géographique de l'information, de la technologie, des individus ou des produits. Elle véhicule l'idée générale d'échanges et de contraction des distances.

pendant du premier. De l'intégration, donnons la définition suivante : des marchés de capitaux sont dits intégrés lorsque des actifs qui sont perçus comme également risqués sont aussi perçus comme offrant les mêmes perspectives de rentabilité, indépendamment du marché national où ils sont émis (Stulz (1981)). C'est une définition technique, qui suppose simplement que si les investisseurs ont un minimum de bon sens, alors la libéralisation des échanges financiers va produire une uniformisation rationnelle des procédures de *pricing* des actifs financiers. Dans un monde où les individus peuvent librement acheter et vendre des actifs financiers, il paraît légitime de penser que des actifs similaires en termes de risque doivent aussi l'être en termes de rendement. Sinon les arbitragistes pourraient intervenir pour profiter de ces écarts de rentabilité. L'intégration est donc une conséquence de la globalisation. La mobilité du capital induit évidemment la loi du prix unique (un rendement attendu unique pour une classe de risque donnée).

Ce sont Feldstein et Horioka (1980) qui sont à l'origine de la confusion des expressions « intégration financière » et « mobilité du capital ». Rappelons leur proposition désormais célèbre selon laquelle la mobilité internationale du capital devrait permettre à l'investissement national de s'affranchir de la tutelle de l'épargne domestique. Une économie laissant librement le capital international circuler sur son territoire ne doit plus subir théoriquement la dictature de son épargne nationale, l'investissement pouvant trouver d'autres sources de financement que des sources domestiques.

1.2. D'une ère de globalisation à une autre

Si l'on a pu écrire précédemment que la globalisation financière que le monde actuel connaît est récente, il ne faut cependant pas voir la globalisation financière comme un phénomène entièrement nouveau. Car l'histoire des mouvements de capitaux est vieille d'au moins un siècle², et parce que notre monde a connu dans son histoire deux ères de globalisation (Schularick (2006)). Celle que nous connaissons actuellement n'est que la seconde, la première débutant dans les années 1870 pour se terminer avec la « grande » guerre. Cette période de l'étalon-or, correspondant aussi à un temps fort de l'impérialisme européen, fut marquée par d'intenses flux nets de capitaux (en pourcentage du PIB), plus importants encore que ceux que connaissent nos économies d'aujourd'hui³.

Si l'on observe la part des exportations dans le PIB cependant, les chiffres sont en croissance sur plus d'une centaine d'années et notamment depuis le milieu du 20^{ème} siècle, ainsi que le montre le tableau 1. Ce phénomène s'explique par les effets conjugués des trente glorieuses, de la décolonisation (qui transforment en exportations des transactions qui auparavant ne l'étaient pas) et de l'émergence de nouveaux pays industrialisés.

² Nous renvoyons à Das (2006) et Schularick (2006) pour une analyse historique plus précise de la globalisation financière.

³ En ce qui concerne la France, à la tête du deuxième empire colonial de l'époque, les flux nets de capitaux représentaient 2,4% du PIB sur la période 1870-1889, 1,3% sur la période 1890-1914, contre 0,8% entre 1974 et 1989, et 0,7% entre 1990 et 1996. En ce qui la Grande-Bretagne, à la tête du premier empire colonial, les flux nets représentaient 4,6% du PIB sur les deux périodes 1870-1889 et 1890-1913, contre 1,5% et 2% sur les périodes 1974-1989 et 1990-1996. Ces chiffres sont tirés de Obstfeld et Taylor (1998).

Tableau 1 – Exportations en % du PIB

	France	Allemagne	Royaume Uni	Etats-Unis	Corée du sud	Japon
1870	4,9	9,5	12,2	2,5	0	0,2
1913	7,8	16,1	17,5	3,7	1,2	2,4
1929	8,6	12,8	13,3	3,6	4,5	3,5
1950	7,6	6,2	11,3	3	0,7	2,2
1973	15,2	18	23	7	28	10
1998	26	29	27	11	40	11
2004	28	36	27	10	38	11

Source : Bouchet M.-H. (2005), *La globalisation*

L'investissement dans les pays pauvres (généralement les colonies de l'époque) était un élément central de la globalisation financière du 19^{ème} siècle, alors qu'elle joue un rôle moindre de nos jours. La globalisation financière actuelle est marquée par une diversification massive des flux entre des économies à hauts revenus, et une relative marginalisation des économies moins développées (Schularick (2006)). De là à affirmer que la globalisation d'aujourd'hui est essentiellement une affaire de pays riches (ou du moins ne concernant pas les pays les plus pauvres), il n'y a qu'un tout petit pas à franchir. Ainsi en témoigne la mise à l'écart du continent africain dans ce processus.

La globalisation financière d'aujourd'hui ne doit donc pas être confondue avec la globalisation de l'époque coloniale, pour laquelle la question posée en introduction conduit à une réponse sans mystère. Il est évident que les flux de capitaux des métropoles vers les colonies étaient essentiellement destinés à des investissements productifs, et qui ont eu les effets escomptés. Peut-on dire qu'il en est de même pour la seconde ère de globalisation ? La section 2 détaillera les éléments théoriques et empiriques étayant une réponse positive. Mais auparavant, présentons les différents risques auxquels doivent faire face les firmes développant leur activité à l'échelle mondiale.

1.3. Les risques liés aux investissements internationaux

Les entreprises réalisant des investissements directs ou indirects à l'étranger s'exposent à plusieurs types de risques, qui par leur influence sur le niveau de rentabilité requis par les investisseurs ont un impact sur la décision même d'investir.

La mondialisation des échanges a modifié les équilibres entre zones commerciales, qu'elles s'appuient sur un socle législatif (Union Européenne ou Mercosur par exemple) ou qu'elles soient issues du développement d'un Etat particulier (poids grandissant de la Chine dans la balance commerciale japonaise ou américaine, percée de l'Inde hors de son aire d'influence d'origine). Ainsi, l'émergence de telles zones, qui favorisent la signature d'accords commerciaux bilatéraux ou multilatéraux, a créé des conditions propices à l'investissement des entreprises. Ce constat est d'autant plus vrai que les échanges se voient réalisés avec une monnaie commune et des tarifs douaniers communs. Parallèlement, l'abaissement des barrières tarifaires ôte une protection dont bénéficiaient les entreprises, notamment les plus fragiles, les jeunes pousses ou les firmes déclinantes. Par conséquent, le développement de zones d'intégration économique et commerciale génère aussi potentiellement plus de risque pour les entreprises les moins solidement ancrées sur leurs marchés. Ici le risque est lié à la conservation des parts de marché, et à l'attraction des flux d'investissement par les firmes. Une situation globalement favorable à l'investissement ne signifie en effet pas que celui-ci soutienne toutes les entreprises de façon similaire. Le risque commercial se traduit alors par un risque d'exploitation accru pour certaines firmes, d'où une volatilité plus forte de leur rentabilité commerciale et de leur rentabilité économique. Cela entraîne pour les entreprises

les moins solides financièrement une incertitude plus importante pesant sur leur rentabilité financière. En effet, les entreprises ayant une faible surface financière doivent compenser leur manque d'autofinancement par des emprunts, ce qui élève leur levier financier et accroît le risque attaché à leur rentabilité financière⁴.

Les flux d'investissements circulent entre les pays dans le cadre de plusieurs types de contraintes. Celles-ci sont d'ordre institutionnel, réglementaire, économique et fiscal notamment, et subsistent en dépit des harmonisations partielles existant dans certaines zones géographiques telles que l'Union Européenne. Et les caractéristiques particulières d'un pays génèrent des conditions monétaires et financières qui influencent l'obtention et l'allocation des ressources des entreprises. Précisons quelles dimensions possède le risque lié à un pays. Tout d'abord le risque-pays correspond initialement à la volatilité des rendements des transactions internationales, mais il convient d'en nuancer la portée avec la globalisation des marchés et la sophistication des instruments de gestion des portefeuilles depuis les années 1990. Ainsi le développement des techniques de couverture et d'arbitrage, grâce à des modèles théoriques complexes, a permis de diversifier et donc de réduire un risque de type spécifique pour l'essentiel. Parallèlement, il a été reproché aux *hedge funds* d'accroître la volatilité des marchés et donc d'augmenter leur risque systématique en période de crise (krach boursier ou défiance des investisseurs à l'égard d'un pays).

Le risque-pays comprend une dimension économique définie comme la volatilité du PNB ou du PIB réel. La situation macro-économique d'un pays conditionne en effet sensiblement les résultats des investissements qui y sont réalisés, et une économie diversifiée, compétitive internationalement sur une gamme de produits et services variés, présente moins de volatilité qu'une économie dont la palette d'activités est plus restreinte. Et naturellement une moindre volatilité est plus propice à la réalisation d'investissements par les entreprises vers ou depuis le pays considéré.

Ensuite le risque-pays financier renvoie à la capacité d'un pays à respecter l'échéancier des décaissements liés à sa dette. Et le paiement des intérêts et du principal de sa dette s'appuie essentiellement sur l'aptitude à exporter pour faire plus que compenser les importations sur le long terme, sachant qu'aucun pays n'est en mesure de se passer totalement des importations. Ainsi, plus le risque-pays économique est élevé, plus le risque que les exportations ne suffisent pas à équilibrer les décaissements liés aux importations s'accroît, d'où une hausse du risque-pays financier. De même pour les entreprises, le risque d'insolvabilité constitue un frein pour l'accès au financement externe, mais également pour l'utilisation de l'autofinancement, en vue d'investir.

Autre dimension du risque-pays, le risque de change se mesure au travers de la volatilité du taux de change d'un pays. Celui-ci influe sur la rentabilité des investissements dans la mesure où l'investisseur est basé dans un autre pays. Une variation du taux de change peut en effet accroître ou réduire à néant la rentabilité de l'investissement dans la devise du pays hôte. Les entreprises ayant intérêt, pour la visibilité de leurs investissements et l'optimisation de leur couple risque-rentabilité, à réduire au minimum le risque de change, les zones économiques partageant une monnaie commune créent un avantage appréciable. Non seulement le risque de change disparaît entre les pays de la zone, mais il est amorti vis-à-vis des devises hors zone, ce qui réduit globalement les coûts liés à la couverture des risques de change. L'investissement réduisant ainsi un de ces facteurs de risque, peut supporter d'en accroître un

⁴ Cette liaison entre la rentabilité économique r et la rentabilité financière r_{FP} s'exprime directement avec le niveau du levier financier D/FP , le coût i des dettes financières D , et IS le taux d'imposition des bénéfices :

$$r_{FP} = (r + (r-i)D/FP) (1-IS)$$

autre (le risque-pays économique par exemple), ce qui facilite une allocation des actifs plus mondialisée.

Il convient d'ajouter la notion de risque de liquidité, plus spécifiquement liée à la volatilité des marchés émergents. Ce risque est générateur de blocage des fonds investis par les entreprises dans des firmes de pays émergents, faute de contrepartie permettant de vendre des actifs financiers. Une telle situation décourage naturellement les investisseurs dans certaines zones économiques.

Enfin la dimension politique du risque-pays ne fait quant à elle pas l'objet d'une définition unanime (Marois (2000)). Au moins deux distinctions ont en effet déjà été proposées sur ce point (Clark et al. (2001)). La première sépare le risque politique global touchant une firme possédant des filiales dans plusieurs pays, du risque politique spécifique lié à un investissement particulier dans un pays précis. La seconde distinction sépare le macro-risque lié à des mesures ou événements auxquels les investissements sont sensibles (grèves sectorielles, contraintes légales, nationalisations, guerres,...), du micro-risque qui concerne une firme en particulier dans un pays précis (et lié à la nationalité de la firme, son secteur, son histoire). Pour les entreprises internationalisées l'effet du risque politique transparaît à la fois dans la hausse du risque d'exploitation et la baisse de la rentabilité. Le risque d'exploitation est mesurable au travers de l'instabilité du résultat d'exploitation (hausse de prix imprévues sur les matières premières, coûts des grèves, manque à gagner lié à des expropriations) et du résultat net (facteurs précédents auxquels s'ajoutent une variation imprévue des taux d'intérêts et de la fiscalité). La baisse de la rentabilité provient de la dégradation de ces deux résultats pour cause d'excès de charges, par rapport à l'ensemble des capitaux investis (fonds propres ou capitaux permanents). Ces risques peuvent-ils conduire à renoncer à l'investissement ? Décrivons rapidement les éléments intervenant dans cette prise de décision.

1.4. La décision d'investissement

Lors de la décision d'investissement, l'entreprise intègre dans le taux d'actualisation qu'elle applique à ses flux prévisionnels une composante liée au risque-pays. Plus cette composante est élevée, plus la VAN du projet s'en trouve réduite, ce qui peut amener l'entreprise à rejeter le projet. Ainsi, pour des investissements I_t sur n années générant des flux annuels F_t , le taux d'actualisation se compose d'une partie r en l'absence de risque-pays, et d'une partie z représentant ce risque. On peut donc écrire :

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{(F_t - I_t)}{(1 + r + z)^t}$$

Quant à l'estimation de z , indiquant le supplément de rentabilité exigé par les investisseurs en raison du risque-pays systématique, et donc non diversifiable, elle peut se réaliser classiquement avec le CAPM doté de deux coefficients bêtas :

$$r + z = R_f + \beta_i \beta_c (R_z - R_f)$$

avec R_f le taux sans risque

R_z le rendement de l'indice mondial du marché,

β_i la sensibilité du rendement de l'investissement par rapport au rendement de l'économie du pays dans lequel a été réalisé l'investissement

β_c la sensibilité du rendement de l'économie de ce pays par rapport au rendement de l'économie mondiale

$\beta_i \beta_c$ évalue donc le risque total économique et opérationnel du projet.

La globalisation économique, augmentant l'interdépendance des économies nationales, doit accroître la valeur de β_c , et réduire parallèlement celle de β_i car le climat économique

purement national voit son influence sur le résultat de l'investissement se réduire. Donc le risque global de l'investissement et son exigence de rendement seront accrus en période de fortes turbulences économiques internationales, mais réduits le reste du temps par effet de lissage des risques nationaux au sein de β_c . Et une réduction du risque conduit à une acceptation plus fréquente des projets évalués avec la VAN.

Il est également possible d'inclure z dans un calcul de VAN ajustée, qui permet d'appliquer à chaque élément composant les cash flows un taux d'actualisation reflétant son risque particulier. Dans le cadre d'un investissement international, cela offre un meilleur ajustement des décisions d'investissement et de financement en tenant compte de l'effet des secondes sur les premières.

Une autre manière d'intégrer le risque-pays à la VAN consiste à ajuster les flux annuels de la VAN avec un facteur de sécurité p_t compris entre 0 et 1. Ce facteur correspond à la probabilité qu'en année t aucun événement néfaste pour l'investissement ne se produira dans le pays considéré. D'où l'expression de la VAN :

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{p_t (F_t - I_t)}{(1+r)^t}$$

En l'absence de risque particulier pour le pays visé, on retrouve l'expression habituelle d'une VAN dans le pays d'origine. L'intérêt de cette formulation par rapport à la précédente est de nuancer le niveau de risque selon les années alors que z était constant. Il est donc possible de rendre compte d'un cycle économique dans lequel le pays se trouve engagé à long terme. La difficulté d'une évaluation précise de p_t demeure cependant, au même titre que l'estimation de β_i et β_c . La globalisation économique présentant un effet d'entraînement (positif ou négatif) pour chaque pays, et plus généralement un effet de lissage des différences à long terme, on peut penser que p_t aura tendance à s'approcher de 1. Par conséquent, les flux n'étant pas écrasés par ce facteur, la VAN ne sera pas ou peu réduite, et la décision d'accepter l'investissement plus probable.

La détermination du risque-pays peut aussi s'appuyer sur des modèles plus complexes, sans modifier cependant le sens de la conclusion précédente. Ainsi Clark (1997) inclut dans le processus d'évolution du risque un élément stochastique et l'échéancier des événements générateurs de pertes. Il opère une distinction entre les événements explicites (nationalisation, dévaluation, grève, etc.) et les changements courants (évolution sociale, politique macroéconomique, dispositions légales, etc.). Les premiers génèrent des conséquences lourdes à des moments précis, et l'auteur propose de les modéliser avec un processus de " saut de Poisson ". Les seconds ont un effet dont l'importance dépend notamment de la présence d'événements explicites au même moment, et Clark suggère de les représenter par un mouvement brownien géométrique. La VAN de l'investissement correspond alors à la VAN sans risque-pays moins la " police d'assurance " du projet couvrant les pertes issues du risque-pays.

Si conceptuellement une telle formalisation se révèle intéressante et cohérente avec la théorie moderne du choix de portefeuille, il demeure très délicat d'affecter des valeurs à des paramètres tels que la variance de l'exposition aux pertes en cas de risque politique, la croissance de l'intensité du risque politique, ou la police d'assurance couvrant l'investissement contre les pertes relatives au risque politique par exemple. Par ailleurs, l'acceptation d'hypothèses de distribution de probabilité ou de conditions aux limites de certains variables insère des décalages potentiels entre la modélisation et les données empiriques.

Dans une expression plus détaillée, la police d'assurance peut refléter les différentes options qui s'offrent à l'investisseur, telle que la possibilité d'arrêter le projet si les circonstances se dégradent trop. Le recours aux options réelles pour raffiner l'estimation de la VAN représente

certes une avancée pour la formalisation du calcul, mais au prix à nouveau d'hypothèses sur les distributions de probabilités utilisées, sur l'interdépendance des variables, et bien entendu sur les prévisions à long terme. Il en est de même si l'on fait appel à des simulations de Monte Carlo. Et la difficulté de mesure de toutes les variables, cash flows et probabilités, est accrue lorsqu'il s'agit de mesurer l'impact de la globalisation économique sur l'investissement. En effet, la globalisation représente un phénomène dynamique, dont les conséquences ne sauraient être considérées comme fixes et repérables d'après leur seul historique, ne serait-ce parce que l'importance économique des pays qui y prennent part est elle-même en constante évolution. Si le lissage des inter-relations entre les pays et la réduction de risque due à la diversification existent bel et bien, nous ne pouvons cependant considérer que l'ensemble des économies et des investissements aboutissent à une situation de stabilité.

Section 2. La globalisation au secours de l'investissement des firmes : analyse théorique et preuves empiriques

2.1. Contraintes de financement et globalisation financière

La globalisation financière a provoqué des changements importants dans la structure des marchés de capitaux nationaux et internationaux, ouvrant de nouvelles perspectives d'investissement aux bailleurs de fonds. Avant d'en venir aux analyses plus formalistes, généralement établies dans le cadre de modèles néoclassiques dont les hypothèses ont parfois été critiquées, il convient de présenter les arguments en faveur de la globalisation qui dépassent le champ de l'école économique dominante. Un aspect vertueux théorique de la globalisation financière, reconnu par nombre d'économistes, est celui d'une meilleure efficacité allocative des ressources, au profit des firmes à la recherche de sources de financement. Par définition, la globalisation crée un marché plus large, et permet à certaines offres et demandes de se rencontrer, ce qu'elles n'auraient pu faire sinon.

A cet argument d'une plus grande efficacité d'un marché global, il faut ajouter un argument quantitatif, qui est sans doute le plus évident, et certainement celui qui a motivé en particulier les gouvernements à libéraliser leurs marchés. La globalisation financière, sous toutes ses formes, provoque un afflux de capitaux étrangers. Une économie ouverte aux investisseurs étrangers reçoit des capitaux additionnels, qui viennent s'ajouter aux capitaux domestiques. Or la disponibilité de sources de financement est un élément important de toute opération d'investissement. Evans et Jovanovic (1989) ont ainsi montré théoriquement que des contraintes de richesse peuvent affecter négativement l'entrepreneuriat (*entrepreneurship*). C'est un argument devenu aujourd'hui classique que celui de l'effet de la hausse de l'offre de crédit sur la demande d'investissement. Les flux de capitaux étrangers permettent de soutenir la croissance en accroissant le montant des fonds disponibles pour financer les projets domestiques. N'était-ce pas d'ailleurs la thèse de Schumpeter (1935) que de rappeler que la croissance n'est possible que si l'on finance de « nouvelles combinaisons productives »? Selon Schumpeter, l'épargne préalable ne saurait financer ces nouvelles combinaisons. Raisonant dans le cadre d'une économie fermée, Schumpeter ne voyait alors dans la création monétaire que la seule source de financement de ces projets d'investissement. Mais dans le cadre d'une économie ouverte, le recours aux investisseurs étrangers est une autre façon de trouver de nouvelles sources de financement.

Aux flux purement financiers qui viennent au soutien de l'investissement domestique, il faut ajouter les investissements directs, qui contribuent eux aussi à élargir en qualité et en quantité la capacité de production des économies récipiendaires. Il faut d'ailleurs à ce sujet noter le

rôle des firmes multinationales, qui à cet égard peuvent se révéler être des acteurs majeurs de la globalisation.

Lorsque les marchés sont imparfaits, la libéralisation des marchés d'actions peut avoir d'autres effets. Les contraintes de financement (voir Hubbard (1998)) rendent le financement interne (fonds propres et autofinancement) plus coûteux que le financement externe (emprunts) et, en conséquence, rendent l'investissement plus sensible à la trésorerie des entreprises. La libéralisation des marchés de valeurs réduit directement ces contraintes de financement sachant que davantage de capital étranger devient disponible. Les investisseurs étrangers n'acceptent de surcroît d'investir leurs capitaux hors de leurs propres économies que sous certaines conditions, qui conduisent parfois à édicter de meilleures règles de gestion et une meilleure gouvernance d'entreprise, réduisant indirectement le coût du financement interne et externe. Le coût du capital peut alors diminuer grâce à la réduction des contraintes de financement (Bekaert, Harvey et Lundblad (2005)).

Non seulement l'intégration financière internationale peut-elle accroître le montant total de capital disponible pour une économie mais aussi améliore-t-elle l'intermédiation du capital. La pénétration des banques étrangères sur le marché domestique est un autre argument en faveur de la globalisation financière. Levine (1996) et Caprio et Honohan (1999) prétendent que l'entrée des banques étrangères sur le marché domestique est avantageuse pour de nombreuses raisons. D'abord, évidemment, l'entrée des banques étrangères est un moyen de trouver un nouvel accès au marché international du capital. Ensuite, leur entrée sur le marché domestique augmente l'offre bancaire et accroît le degré de compétition entre banques. Elle permet aussi parfois d'importer de nouvelles techniques bancaires et des technologies plus sophistiquées. Tout ceci concourt à diminuer toutes sortes de coûts (comme les coûts d'acquisition et de traitement de l'information), et à améliorer la qualité et la disponibilité des services financiers du marché domestique. L'entrée des banques étrangères permet aussi de stimuler le développement de la supervision bancaire, surtout lorsque les banques étrangères font elles-mêmes l'objet d'une supervision dans leur pays d'origine et que les banques domestiques sont assez peu supervisées. On prête de plus aux banques étrangères la capacité d'assurer une plus grande stabilité financière (en diminuant la versatilité des capitaux courts). En effet, en cas de turbulences financières touchant particulièrement l'économie nationale, il se peut que, plutôt que de transférer leurs capitaux à l'étranger, les déposants préfèrent les transférer vers des institutions étrangères domiciliées sur le territoire national, perçues comme étant moins risquées que les banques domestiques. Enfin, il faut ajouter que même pour les petites firmes qui ne peuvent pas emprunter sur les marchés internationaux devenus pourtant plus accessibles grâce la libéralisation financière, l'amélioration de l'intermédiation financière et les facilités d'emprunt des plus grandes firmes (rendant plus disponible le capital domestique pour les autres) améliorent les conditions de financement des petites firmes (Alfaro et Charlton (2007)). En particulier pour les pays dont les marchés d'actions sont sous-développés et où les actionnaires sont faiblement protégés, et où le financement de l'investissement des petites firmes repose en grande partie sur l'endettement et plus spécifiquement sur le crédit bancaire, les banques étrangères représentent une manne de capital et jouent un rôle essentiel dans la création de nouvelles entreprises (Gianetti et Ongena (2005)).

Dans l'optique de la théorie du développement, il faut ajouter qu'il a souvent été dit de la globalisation financière qu'elle permettrait de soutenir et de renforcer la croissance des économies moins développées, les pays riches pouvant investir leur capital dans des économies avec peu d'épargne mais de nombreuses opportunités d'investissement (que seraient les pays moins développés). Rappelons en effet que l'intégration financière permet au capital d'aller des économies où il est abondant (et où le rendement attendu est faible) vers les

économies ou il est rare (et où le rendement attendu est fort) (Obstfeld et Rogoff (1995)). De plus, dans des pays avec un système financier sous-développé, l'intégration financière permet d'accroître l'offre de finance et donc de développer le système financier national de ces pays, ce qui a pour effet de soutenir la croissance et l'investissement des firmes. L'existence d'un système financier solide et important apparaît en effet comme une condition nécessaire de développement, comme l'ont montré de nombreux auteurs dans la lignée de Schumpeter (voir par exemple King et Levine (1993a, 1993b)).

2.2. Les conséquences théoriques de la globalisation sur le coût du capital et le prix des actions

Avant d'en venir aux conséquences empiriques de la globalisation, il est intéressant de rappeler quelle fut la position des théoriciens à son égard, en particulier quant aux effets de la libéralisation financière sur le coût du capital et sur le prix des actions. Cette question est en effet directement liée à la problématique de l'investissement des firmes, puisque lorsque le coût du capital baisse, l'investissement augmente, les firmes maximisant le profit abaissant la productivité marginale du capital à son nouveau coût plus bas (ce qui ne peut se faire selon une productivité décroissante que par une hausse de l'investissement). C'est ce que prédit tout au moins le modèle néoclassique de la firme en situation de concurrence pure et parfaite. Une autre justification, plus pragmatique, et qui aboutit à la même conclusion, consiste à faire observer que certains projets d'investissement présentant une valeur nette actualisée négative peuvent, à la suite de la baisse du coût du capital, en présenter une positive. Ces projets devenant rentables sont donc entrepris, contribuant à la hausse de l'investissement des firmes. Il n'est donc pas étonnant de voir dans la littérature les auteurs s'intéresser au lien entre la globalisation et le coût du capital, ou entre la globalisation et le prix des actions (du fait de la relation inverse entre le coût du capital et la valeur des titres). Voyons donc quels sont les arguments qui ont été présentés pour justifier de la baisse du coût du capital en conséquence de la libéralisation financière.

D'abord, comme il a déjà été dit, l'intégration financière facilite le partage international du risque, grâce à la diversification internationale de portefeuille. Il suit de là que les investisseurs réclament une moindre prime de risque, d'où la baisse du coût du capital. Par ce canal, la diversification globale favorise l'investissement des firmes et la croissance (Obstfeld (1994)).

D'autres arguments que la diversification internationale de portefeuille ont été avancés pour prédire que la prime de risque des actions doit baisser grâce à la globalisation financière. Ainsi l'accroissement des entrées nettes de capitaux augmente la liquidité des marchés d'actions (Levine et Zervos (1998)), laquelle permet de réduire la prime de risque (Ahimud et Mendelson (1986)).

Selon ces arguments, le coût du capital baisse lorsqu'un pays libéralise son marché des actions. Il faut cependant rappeler qu'il y a deux composantes dans le coût du capital d'un pays : le taux sans risque et la prime de risque. Dans le cas de pays en développement, la théorie suggère que les deux doivent baisser grâce à la libéralisation (voir Stulz (1999)), la prime de risque baissant d'après les explications précédentes, et le taux sans risque baissant car le taux international est théoriquement inférieur à celui d'un pays moins développé. Pour des pays plus développés, la prime de risque baisse également, et il se peut qu'à cela il faille ajouter la baisse du taux sans risque, si le taux domestique est initialement supérieur au taux prévalant sur le marché international du capital.

Un argument inextricablement lié à celui de la baisse de la prime de risque est celui de la hausse de la demande des actifs financiers domestiques lorsque le marché national s'ouvre

aux investisseurs étrangers. Au fur et à mesure que le marché s'ouvre aux investisseurs étrangers (ou que l'on anticipe son ouverture), les prix des actifs domestiques augmentent du fait de l'accroissement de la demande venant des investisseurs étrangers. Dans cette perspective, la libéralisation des marchés exerce un effet univoque sur les prix des actifs : elle provoque leur hausse.

Stapleton et Subrahmanyam (1977), Errunza et Losq (1985) et Alexander, Eun et Janakiramanan (1987) ont ainsi montré le caractère néfaste de la segmentation des marchés de capitaux. L'effet général de la segmentation des marchés est en effet de déprimer les prix des valeurs accessibles aux seuls investisseurs domestiques. Les effets de la segmentation des marchés de capitaux expliquent la motivation des firmes de vouloir appartenir à l'ensemble d'opportunités d'investissement du plus grand nombre possible d'investisseurs, de manière à élargir la demande qui peut leur être adressée. L'ouverture directe du marché domestique n'est pas la seule façon de capter une partie de la demande étrangère. D'autres politiques permettent aux firmes de réduire les effets de la segmentation : les investissements directs à l'étranger, des fusions avec des firmes étrangères (situation analysée par Adler et Dumas (1975), et enfin la cotation multiple (*dual listing*) des actions de la firme sur les places étrangères⁵.

Lors des premiers temps de la libéralisation financière, toutes les firmes domestiques ne sont généralement pas également accessibles aux investisseurs étrangers, et il y a alors une distinction importante à faire entre les actifs domestiques *éligibles* à la propriété étrangère (correspondant à des firmes dans lesquelles les étrangers peuvent investir) et les actifs non éligibles à la propriété étrangère (correspondant à des firmes dans lesquelles ils ne peuvent pas). En effet, l'histoire de la libéralisation financière nous apprend que l'ouverture des marchés nationaux se fait toujours progressivement, certaines parties du marché domestique devenant accessibles aux investisseurs, tandis que d'autres leur restent fermées, du moins dans une première étape de la libéralisation (étape qui peut durer plus ou moins longtemps). Dans le modèle de Alexander, Eun et Janakiramanan (1987), qui évaluent les prix des actions en situation de *dual listing*, certaines valeurs sont cotées sur un marché étranger (en plus d'être bien sûr cotées sur leur propre marché), tandis qu'aucune valeur étrangère n'est cotée sur le marché domestique. Les autres valeurs domestiques sont cotées sur le marché domestique. Un tel scénario a souvent caractérisé la première étape de l'intégration financière de nombreux marchés, notamment par l'apparition dès les années soixante de ce qu'on a appelé les « *country funds* », ces fameux portefeuilles de valeurs étrangères faisant l'objet d'une cotation globale sur le marché américain alors que les valeurs sont aussi individuellement cotées sur leur marché d'origine. Alexander, Eun et Janakiramanan (1987) montrent que, sous certaines conditions⁶, la rentabilité espérée d'une valeur est plus petite (dit autrement, le prix de l'actif est plus grand) lorsque l'actif fait l'objet d'un double listage que lorsque les marchés sont complètement segmentés (l'actif est alors uniquement coté sur son marché domestique), ce qui correspond bien sûr à l'avantage recherché par la firme, qui souhaite réduire le coût de son capital.

Citons pour terminer un canal moins évident par lequel la globalisation financière peut bénéficier à certaines firmes. A la suite de la libéralisation, certains titres peuvent voir leur

⁵ Lorsque le marché domestique s'ouvre ensuite plus directement aux investisseurs, ces procédés de captation de la demande étrangère perdent une partie ou la totalité de leur intérêt. Lorsque les marchés sont parfaitement intégrés, le *dual listing* perd tout son intérêt, les investisseurs étrangers pouvant venir sur le marché domestique pour y investir plus directement.

⁶ Ces conditions sont que les investisseurs domestiques et étrangers soient similaires en termes d'aversion au risque et que les rentabilités des titres soient généralement moins corrélées entre marchés qu'à l'intérieur d'un même marché.

prix augmenter, non grâce à un meilleur partage des risques, mais à cause de pressions sur les prix dues à leur inclusion dans un indice de marché, qui accroît leur demande et augmente leur prix (Shleifer (1986) et Harris et Guerel (1986)).

Un actif étant toujours caractérisé par un risque et une rentabilité anticipée, si la loi du prix unique est vérifiée, deux actifs de risque équivalent devraient afficher la même rentabilité anticipée. Le modèle international d'arbitrage (Solnik (1973)) repose sur un modèle factoriel à K facteurs, du type :

$$\tilde{r}_i = E_i + \sum_{k=1}^K b_{ik} \tilde{f}_k + \tilde{\epsilon}_i \quad \text{avec } i \in (1, N)$$

\tilde{r}_i la rentabilité aléatoire de l'actif i

E_i la rentabilité anticipée de l'actif i

b_{ik} la saturation de l'actif i au facteur commun k

\tilde{f}_k la réalisation du facteur commun k

$\tilde{\epsilon}_i$ la rentabilité aléatoire du facteur spécifique de l'actif i avec $E(\tilde{\epsilon}_i / \tilde{f}_k) = 0$

Il y a donc ici plusieurs sources de risque, qui sont les facteurs communs \tilde{f}_k influençant linéairement le risque. Deux actifs valorisés dans la même unité monétaire et de même niveau de risque (soit b_{ik} identiques) présentent alors la même rentabilité anticipée E_i , et les primes de risque doivent être similaires pour les deux actifs.

On peut considérer l'intégration économique comme le cas où les mêmes facteurs influencent les rentabilités des actifs financiers sur l'ensemble des marchés (Fontaine (1988)). Dans ce cas les facteurs spécifiques des taux de change ne sont pas significativement différents de 0. L'intégration financière signifie alors que les primes de risque des facteurs, exprimées dans la même monnaie, sont identiques sur tous les marchés.

Lorsque l'entreprise doit financer un investissement, elle a le choix entre l'autofinancement et un financement externe. Ce dernier consiste essentiellement en apports en fonds propres ou en dettes financières. Si les marchés sont intégrés économiquement et financièrement, il y a équivalence entre un financement provenant du pays où est basée la firme ou issu d'un autre pays. Ainsi que nous l'avons déjà évoqué en 2.1., aux frais de transaction près, le niveau de risque présenté par l'investissement étant le même quelle que soit l'origine géographique de l'actionnaire ou du prêteur, sa rentabilité anticipée sera la même. Cela signifie que le coût moyen pondéré du capital⁷ de l'entreprise doit rester identique, et que la capacité de la firme à créer de la valeur au travers de l'EVA⁸ annuelle (écart entre la rentabilité économique de la firme et le coût de ses ressources) et de la MVA (anticipation des EVA futures par le marché, et mesurable avec l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des fonds propres) demeure stable. Une telle stabilité est de nature à favoriser les investissements car elle atténue l'incertitude liée à la rentabilité.

En résumé, il existe de nombreuses raisons théoriques indiquant que la globalisation financière exerce un effet positif sur le prix des actions, ou un effet négatif sur le coût du capital, et par là un effet favorable sur l'investissement des firmes. A ces éléments théoriques, ajoutons à présent les observations empiriques qui vont dans le même sens.

⁷ Défini par : $CMPC = cFP/(D+FP) + iD/(D+FP)$ avec c le coût des fonds propres, FP le montant des fonds propres, i le coût de l'endettement après impôts, et D le montant de l'endettement financier.

⁸ Economic Value Added et Market Value Added, d'après Stewart [1991]

2.3. Les effets observés de la globalisation financière, études empiriques à l'appui

Rappelons que Evans et Jovanovic (1989) avaient montré, dans un modèle théorique, l'importance des contraintes de richesse pour la classe entrepreneuriale. Dans cette même veine d'analyse, mais cette fois-ci dans une perspective empirique, Evans et Leighton (1989) montrent que les contraintes de crédit constituent effectivement un facteur critique de la fondation des firmes et de leur survie. Le financement de l'investissement est d'une importance cruciale, ce qui n'est pas étonnant, et représente ce sur quoi la globalisation financière peut exercer quelque effet. Ainsi l'OCDE (1996) met l'accent sur le changement d'orientation de nombreux pays dans les années 80, passant d'une situation de limitation de l'investissement étranger et du secteur privé à une stratégie de développement incluant la participation d'entreprises multinationales étrangères. Celles-ci ont vu leur spectre d'investissement s'élargir avec les privatisations, déréglementations et libéralisations des politiques publiques, ainsi que l'illustre le tableau 2.

Tableau 2 – Valeur en prix courants des investissements directs à l'étranger (Mds USD)

	1982	1990	2003
Entrées d'IDE	4,9	9,5	12,2
Sorties d'IDE	7,8	16,1	17,5

Source : CNUCED (2004), *Rapport sur l'investissement dans le monde*

Récemment, Alfaro et Charlton (2007) ont exploré la relation entre l'intégration financière internationale et le niveau de l'activité entrepreneuriale. En utilisant une base de données relative à 24 millions de firmes dans environ 100 pays en 1999 et 2004, ils observent que l'intégration financière internationale est associée à de plus grands niveaux de cette activité entrepreneuriale. Cette influence s'exercerait via de plus grands investissements directs en provenance de l'étranger ou par une plus grande disponibilité du crédit et de capital. Ils montrent que les pays avec de moindres barrières aux flux internationaux de capitaux ont une proportion plus forte de petites firmes, et que l'ancienneté des firmes tend à être plus grande dans des économies moins intégrées. Les petites firmes, lesquelles sont en proportion les plus innovantes, trouvent d'après ces résultats des conditions de développement plus favorables dans des économies ouvertes aux capitaux étrangers.

Gianetti et Ongena (2005) ont eux aussi étudié l'impact de l'intégration financière sur les petites firmes entrepreneuriales, catégorie de firmes qu'ils jugent cruciale pour le développement économique. Leur investigation porte sur un panel de 60000 firmes d'Europe de l'est. Ils analysent l'impact des prêts bancaires étrangers sur la croissance de ces firmes et leur financement. C'est donc clairement la question de l'effet de la pénétration des banques étrangères qui est envisagée dans leurs travaux. Ils trouvent que les prêts étrangers ont un effet positif sur les firmes, mais plus affirmé pour les entreprises plus importantes. Même si ces dernières profitent davantage de la présence des banques étrangères, les petites firmes entrepreneuriales en profitent elles aussi, même si c'est dans une moindre mesure.

D'autres auteurs ont examiné l'impact de l'entrée des banques étrangères sur l'efficacité du système bancaire. Demirguc-Kunt et Huizinga (1999) ont montré que les pressions compétitives créées par l'entrée de ces banques étrangères conduisent à améliorer l'efficacité du système bancaire. Cependant, ce type d'étude porte sur une moyenne d'un large groupe de pays, et les estimations sont conduites en mélangeant pays industriels et pays en développement. Une étude spécifique à l'Argentine a été proposée par Clarke et al. (2000), qui ont utilisé des données sur la période 1995-1997 pour analyser l'impact de l'entrée des banques étrangères sur les banques domestiques de ce pays. Ils ont trouvé que la pénétration

des banques étrangères accroissait l'efficacité globale du secteur bancaire et augmentait les pressions compétitives sur les institutions financières domestiques.

Un certain nombre de papiers ont par ailleurs examiné comment la libéralisation financière affecte le coût du capital et les contraintes de financement. Henry (2000a, 2000b et 2003), Kim et Singal (2000) et Bekaert, Harvey et Lundblad (2005) ont montré que la libéralisation des marchés d'actions décroît le coût du capital, provoque une hausse de l'investissement et conduit à une augmentation de la richesse agrégée. Une étude plus complète est celle de Chari et Henry (2004), qui ont examiné les effets de la libéralisation des marchés d'actions dans 11 pays émergents. Leurs résultats suggèrent que les firmes dont la propriété devient accessible aux étrangers voient le prix de leur action être réévalué à la hausse et le coût du capital diminuer. En moyenne, cette réévaluation est de 15%. Ils ont aussi montré que les sociétés avec un plus gros flottant et des actions plus liquides captent mieux l'attention des investisseurs et connaissent une plus grande baisse du coût du capital que les autres firmes. Plus récemment, Mitton (2006), en travaillant sur un échantillon de 1100 firmes de 28 pays sur la période 1980-2000, montre que la libéralisation conduit à de plus grands niveaux d'investissements des firmes (2,2 points de hausse en moyenne) et des ratios de profitabilité plus importants (2,4 points en plus).

Ces quelques analyses empiriques semblent clairement soutenir le point de vue selon lequel la globalisation financière soutiendrait l'investissement des firmes. Pourtant, comme nous allons le voir dans la section suivante, il existe des arguments contraires et des contestations empiriques de cette vision peut-être trop optimiste.

Section 3. Les limites de la globalisation comme processus créateur d'investissement et de croissance

3.1. Globalisation financière et fragilité des marchés internationaux de capitaux

L'histoire récente des marchés financiers a amené nombre d'économistes et de responsables politiques à reconnaître que la libéralisation financière génère aussi des coûts importants. De tels coûts incluent l'important degré de concentration des flux de capitaux⁹ et le manque d'accès au financement des petits pays, en permanence ou lorsqu'ils en ont le plus besoin. Ils incluent aussi une allocation domestique inadéquate de ces flux, pouvant exacerber des distorsions préexistantes¹⁰, ainsi que la perte de stabilité macroéconomique.

D'un point de vue empirique, il n'est pas évident que les avantages de l'intégration l'emportent sur ces coûts. Qu'en est-il véritablement ? L'évidence historique pour les petits pays est qu'elle apporte d'importants gains nets (Obsfeld (1998)), car ces petits pays ont plus à gagner que les grands de la globalisation financière.

Les crises financières peuvent en effet se transmettre aujourd'hui très rapidement d'un marché à un autre, du fait des rapprochements qu'opère la globalisation financière. Selon certains auteurs, la globalisation financière aurait accentué les comportements spéculatifs. Or, comme l'ont souligné les premiers travaux sur la question, si une spéculation modérée tend à stabiliser le fonctionnement des marchés, surtout lorsqu'elle porte sur les marchés de biens et services, l'accentuation de cette spéculation et sa généralisation à la finance est porteuse

⁹ Un petit nombre de pays récipiendaires reçoivent la grande majorité des flux de capitaux. Par exemple, au début des années 90, c'était le cas de quelques pays d'Amérique Latine et de l'Asie.

¹⁰ Dans des pays où les banques ont une faible richesse nette (voire négative), où les ratios capital/risque sont faibles, et où la supervision bancaire est insuffisante, l'intermédiation directe ou indirecte de fonds importants par les banques peut exacerber les problèmes importants de hasard moral et de sélection adverse qui préexistaient. Les prêteurs ont alors plus tendance à s'engager dans des opérations de prêts concentrés et plus risqués.

d'instabilité (Kaldor (1940)). L'extension de la finance globalisée, censée faciliter les opérations des grandes entreprises industrielles, peut alors s'avérer préjudiciable pour elles. Elle crée une instabilité des marchés des produits, des marchés de capitaux, conduisant à des phases d'excès d'offre de crédit ou au contraire de *credit crunch*, causant à la consommation et à l'investissement des dommages considérables.

Contagions et crises constituent l'inconvénient majeur de la globalisation financière. La mobilité internationale du capital peut accroître la vraisemblance d'une crise financière, d'autant plus que l'économie domestique, antérieurement à la libéralisation financière, présentait déjà des distorsions ainsi qu'un cadre institutionnel faible. Dans ces conditions, une volatilité et un risque financiers plus importants peuvent freiner considérablement l'entrepreneuriat et l'activité d'innovation des firmes. Ces crises économiques et financières portent à croire que la globalisation financière n'est pas un jeu gagnant-gagnant. Les économies émergentes ont ainsi fait les frais après les crises asiatique et russe de la versatilité des flux de capitaux, qui peuvent s'en retourner très facilement lorsque la perception par les marchés de la solvabilité d'une économie se modifie.

La nature pro-cyclique des flux de capitaux de court terme et le risque de leur retrait brutal, ainsi que la volatilité des flux de capitaux associée à d'importants problèmes de contagion, ont amené des auteurs à se liguer ces dernières années contre la globalisation financière, souvent présentée comme responsable de tous les maux. Certains même des plus grands économistes ont pris leur plume pour dénoncer les dangers de la globalisation financière, qui accroît les flux spéculatifs (*hot money*) et augmente la vraisemblance des crises financières avec aucun effet significatif sur l'investissement ou la croissance (Bhagwati (1998), Rodrik (1998) et Stiglitz (2002)).

L'infrastructure de l'architecture financière internationale est clairement mise en cause. Les fondations de la globalisation financière seraient trop fragiles. Mais même sans cela, la globalisation suscite d'autres doutes présentés dans les deux paragraphes suivants.

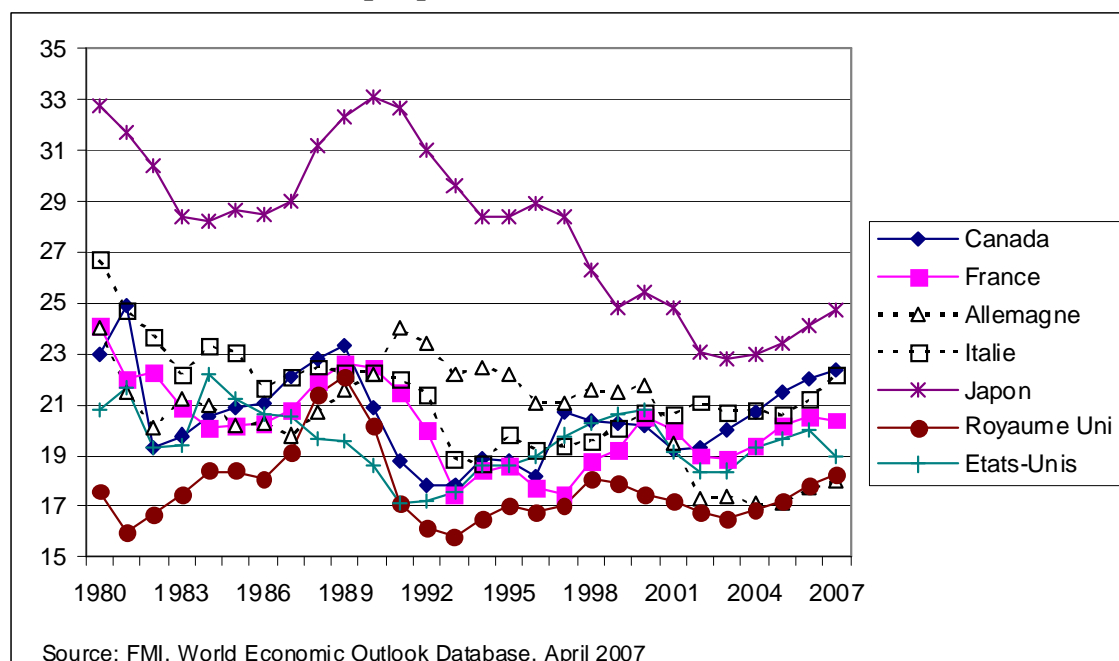
3.2. La globalisation financière peut nuire à l'investissement des firmes

Les détracteurs de la libéralisation financière font généralement intervenir le caractère ambigu de certaines propriétés de la globalisation. Ainsi, les investisseurs étrangers, loin de s'ajouter à leurs homologues domestiques, peuvent au contraire évincer ces derniers, et apportent au final peu d'impact à l'économie domestique. Grossman (1984) montre par exemple que le capital international, en particulier l'investissement direct étranger, peut évincer la classe entrepreneuriale domestique.

L'idée que trop d'ouverture nuit à l'investissement et à l'entrepreneuriat est présente chez certains auteurs (Hausman et Rodrik (2003)). L'idée chez les spécialistes du développement que l'investissement direct étranger peut avoir des effets négatifs sur l'économie est ancienne, et était déjà défendue par Hirschman (1958). On trouve aussi chez d'autres auteurs renommés l'idée que l'ouverture des marchés de capitaux peut s'exercer aux dépens du développement économique (Bhagwati (1998), Rodrik (1998) et Stiglitz (2000)).

Ainsi, lorsqu'on observe les niveaux relatifs des investissements dans les principaux pays industrialisés, on ne constate pas de hausse sur les 30 dernières années (voir le graphique ci-dessous). Par contre, les données en valeur monétaire courante ou constante sont à la hausse.

Graphique 1 – Investissement en % du PIB



Pour Agénor (2003), le bilan de la globalisation financière est bien terne. Seul l'investissement direct étranger apporterait réellement quelque gain, et stimulerait l'investissement et la croissance. Quant à la recherche empirique concernant l'entrée des banques étrangères, celle-ci est loin selon lui d'apporter des conclusions vraiment nettes. Ainsi, ces banques étrangères peuvent rationner le crédit aux petites firmes (qui tendent plus à opérer dans le secteur des biens non échangeables) dans une plus grande mesure que les banques domestiques, pour se concentrer sur les plus grandes et les plus fortes (plus impliquées dans le secteur des biens échangeables). En poussant à la baisse les coûts opérationnels bancaires, l'entrée de ces banques peut aussi créer des pressions sur les banques domestiques, les poussant à fusionner pour rester compétitives. Ce processus de concentration (aidé par la possible acquisition de banques domestiques par les banques étrangères) peut créer des banques « too big to fail », ce qui peut accroître les problèmes de hasard moral. Les banques domestiques deviennent alors moins attentives dans l'allocation du crédit et la sélection (puis le suivi) des emprunteurs. La concentration peut aussi conduire à créer des situations de monopoles ou d'oligopoles, réduisant l'efficacité globale du système bancaire et la disponibilité de l'offre de crédit. Enfin, ces banques étrangères n'ont guère d'effet stabilisant d'un point de vue macroéconomique, à cause de leur pratique du « cut and run » durant une crise.

D'un point de vue empirique, la question de l'influence des banques étrangères reste ouverte. Claessens, Demirguc-Kunt et Huizinga (2000) ont étudié le coût et la rentabilité des banques étrangères, à la fois dans des pays développés et en voie de développement. Leur échantillon, au niveau bancaire, couvre 80 pays sur la période 1988-1995, et porte sur 7800 observations relatives à des banques commerciales. L'impact de l'entrée des banques étrangères sur les spreads de taux, qui peuvent être vus comme une mesure de l'efficacité de l'intermédiation financière, n'est pas significatif selon eux. La conclusion de leur étude est une atteinte sérieuse à l'idée que l'entrée de ces banques augmenterait l'efficacité du système bancaire, et soutiendrait l'investissement des firmes.

Ajoutons qu'il existe de nombreuses autres raisons pour lesquelles les petites firmes peuvent ne pas profiter de l'intégration financière, même en présence de banques étrangères. Ces banques étrangères peuvent rencontrer des problèmes d'asymétrie d'information plus

importants que les banques locales. Or comme l'a souligné Stiglitz (2000), les asymétries d'information peuvent empêcher le capital d'être investi de façon profitable.

3.3. Les limites de la globalisation

Aujourd'hui encore, le portefeuille d'un investisseur typique reste fortement représenté en actifs domestiques¹¹, et l'investissement d'un pays reste conditionné au montant de son épargne. En 2001, la part de valeurs étrangères présentes dans le portefeuille moyen des investisseurs américains n'était que de 22% de ce qu'elle aurait dû être si ces derniers avaient détenu le portefeuille de marché mondial¹². La mesure du biais domestique américain serait donc de 78%, ce qui est considérable. Mais cette situation n'est pas propre qu'aux investisseurs américains. En 2001, la mesure moyenne du biais domestique dans un échantillon de 18 pays développés est de 63% (Sorensen et al. (2004)). Force est donc de conclure que la réalisation de la globalisation financière n'est pas aussi complète qu'on a pu le penser. Par ailleurs, il faut répéter que la globalisation financière reste une affaire de pays riches. Stulz (2005) donne à cet égard un chiffre qui révèle une réalité édifiante : en dépit de ce que la théorie néoclassique a pu prédire au sujet des pays en développement qui auraient dû voir affluer de larges entrées de capitaux dans leurs économies, on observe que la somme des flux nets entre 1996 et 2004 est négative (-67,4 milliards de dollars). Les transferts de capitaux sont allés des pays les plus pauvres, ceux où les opportunités d'investissement sont les plus importantes, vers les pays les plus riches. Il suit de là que la globalisation financière n'aurait pas les caractéristiques qu'on aurait voulu lui prêter. D'abord, elle n'est pas achevée. Mais de surcroît, elle ne bénéficie même pas aux pays qui en auraient le plus besoin.

Qu'en est-il des effets de la libéralisation sur les prix actions ou le coût du capital ? On ne peut contester les résultats des études de Kim et Singal (2000), Bekaert et Harvey (2000) et Henry (2000b), qui semblent défendre le point de vue des analyses théoriques de Stapleton et Subrahmanyam (1977), Errunza et Losq (1985) et Alexander, Eun et Janakiramanan (1987). La libéralisation aurait donc un effet négatif sur le coût du capital. Mais une critique importante de ces études tient à la valeur de ces résultats : même lorsqu'ils vont significativement dans le bon sens, les résultats sont cependant très faibles d'un point de vue pratique. Stulz (1999) fait remarquer que les effets de la globalisation sur le coût du capital révélés par ces études n'ont pas l'ampleur attendue. A ses yeux, cela constitue une énigme qu'il convient de résoudre.

Parmi les débuts d'explication de cette énigme donnés par Stulz (1999), l'une d'elles paraît particulièrement pertinente. A l'inverse de ce qui est supposé dans les modèles théoriques, la globalisation ne se produit pas à l'issue d'une unique transformation, après laquelle tous les marchés seraient complètement intégrés. Elle se fait peu à peu, comme en témoigne la persistance du phénomène de *home bias*. Au regard de cette réalité, les conclusions des modèles théoriques doivent être modifiées. Une autre limite très importante des modèles théoriques est qu'ils considèrent une libéralisation univariée. Ils considèrent l'effet sur les prix de la libéralisation d'un seul marché, en faisant l'hypothèse du *ceteris paribus* habituel. Or la globalisation financière est, faut-il le rappeler, un phénomène global, qui touche simultanément de nombreux pays. Et l'analyse théorique de la globalisation rencontre là une limite importante, car rappelons que du point de vue des responsables politiques et des économistes, l'intérêt premier de la globalisation financière est d'attirer (durablement si

¹¹ On peut consulter Karolyi et Stulz (2003) pour plus d'informations sur la persistance du biais domestique (*home bias*).

¹² Le portefeuille de marché mondial correspond au portefeuille idéal (d'actifs risqués) détenu par tout investisseur, selon les principes de l'analyse moyenne-variance.

possible) des capitaux étrangers. La globalisation financière ne peut donc être de ce point de vue un jeu gagnant-gagnant, car si des capitaux arrivent en un endroit, c'est qu'ils en ont quitté un autre. Et dans une perspective où de nombreux pays connaissent sur la même période un processus de libéralisation financière, alors cette course aux capitaux étrangers crée une compétition dommageable, qui réduit considérablement l'intérêt de la globalisation (pour eux comme pour les pays qui fournissent ces capitaux étrangers). Dans un monde où l'offre globale de capital n'augmente pas, les hausses de prix suscitées en un endroit par une arrivée de capital s'accompagnent parallèlement de baisses de prix en d'autres, du fait des flux sortants. Et dans cette logique, tout le monde ne peut pas être gagnant. Dans un modèle théorique où est pris en compte le caractère multivarié de la globalisation, c'est-à-dire touchant simultanément diverses économies, Pépin (2004) montre que les résultats des modèles les plus simples ne sont plus vrais. Ainsi, le coût du capital peut augmenter comme baisser durant le processus de globalisation financière.

Conclusion : discipliner la finance

Pour conclure ces développements nous terminerons par deux questions. La globalisation est-elle irréversible ? Et soutient-elle réellement l'investissement des firmes ?

Bien que la globalisation représente un phénomène qui s'est développé et renforcé au fil des décennies de la fin du 20^{ème} siècle, un retour ponctuel et partiel au protectionnisme n'est jamais exclu pour un pays donné. En effet, il existe d'une part une forte corrélation entre « l'adhésion collective à l'ouverture des frontières et la croissance économique », d'autre part « un risque réel de repli sur soi ou de protectionnisme dès qu'advient une crise économique, politique ou plus simplement sanitaire » (Leersnyder (2001)). Les crises de la vache folle ou de la grippe aviaire montrent bien à ce propos le réflexe de demande d'une traçabilité nationale ou d'une sécurité alimentaire reposant sur une production locale plutôt que sur des produits importés. Pertinence des arguments sanitaires invoqués ou prétexte pour favoriser les producteurs locaux face aux concurrents internationaux ? Quoi qu'il en soit, les gouvernements de nombreux pays industrialisés n'hésitent pas à mettre un bémol à l'ouverture de leurs marchés lorsqu'elle constitue à leurs yeux une menace.

La réponse à la seconde question dépend selon nous de deux facteurs particulièrement importants. Tout d'abord, la globalisation financière n'a pas le même intérêt pour tous les pays. Seuls les pays qui se savent véritablement en déficit d'épargne et qui ont des projets rentables d'investissement ont intérêt à libéraliser leur système financier pour attirer les capitaux étrangers. De tels pays peuvent connaître des entrées nettes importantes de capitaux venant au secours de l'investissement. Ensuite, pour que ces entrées de capitaux soutiennent l'investissement des firmes et soient productifs, il faut qu'elles soient durables, et assises sur des bases solides. Cette condition renvoie en fait à l'organisation de l'architecture financière internationale. Au niveau mondial, un ensemble de mesures doivent être prises pour éviter que ne se répètent trop de crises financières majeures. Comme l'a souligné Boyer (2000) il y a « deux défis pour le 21^{ème} siècle : discipliner la finance et organiser l'internationalisation ». Mais au niveau de chaque économie nationale, la libéralisation financière doit aussi être préparée soigneusement.

Ainsi, l'ampleur de certaines crises financières récentes¹³, dans le cas de certains pays moins développés, provenait simplement du retard dans l'adoption des règles prudentielles dont sont munies les économies financières plus développées. Pour ces pays moins développés, l'ouverture financière ne s'est pas accompagnée de la modernisation correspondante des outils

¹³ Le Mexique à l'été 1982 puis l'ensemble des pays émergents, à nouveau le Mexique en décembre 1994, la Thaïlande en 1997-98 puis l'Asie et la Russie en août 1998, suivies du Brésil et de l'Amérique Latine, l'Equateur en 2000, l'Argentine et le Turquie en 2001, et l'Uruguay en 2002.

de gestion des risques (Mahar et Williamson (1999)). Les gouvernements de tous ces pays ont là un rôle important à jouer dans le processus de libéralisation financière, en adoptant les règles prudentielles et les organismes de contrôle qui gouvernent des systèmes financiers plus solides comme ceux des Etats-Unis ou de la Grande-Bretagne. Comme l'a écrit Agénor (2003), « un management macroéconomique prudent, une supervision adéquate et une régulation prudentielle du système financier, une plus grande transparence, et une capacité accrue du système privé à gérer les risques sont les conditions nécessaires d'une intégration réussie, dont le risque majeur est le renversement brutal des capitaux courts ».

Bibliographie

- Adler M. et Dumas B. (1975), « Optimal International Acquisitions », *Journal of Finance*, 30, pp.1-19.
- Agénor P-R. (2003), « Benefits and Costs of International Financial Integration : Theory and Facts », *World Economy*, 26, pp.1089-1118.
- Aglietta M., Brender A. et Coudert V. (1990), *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Economica, Paris, 1990.
- Ahimud Y. et Mendelson H. (1986), « Asset Pricing and the Bid-Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, 17, pp.223-249.
- Alexander G.J., Eun C.S. et Janakiraman S. (1987), « Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets : A Note », *Journal of Finance*, 42, pp.151-158.
- Alfaro L. et Charlton A. (2007), « International Financial Integration and Entrepreneurial Firm Dynamics », *Harvard Business School Working Paper*, 07-012.
- Bekaert G. et Harvey C. (2000), « Foreign Speculators and Emerging Equity Markets », *Journal of Finance*, 55, pp.565-613.
- Bekaert G., Harvey C.R. et Lundblad C. (2005), « Does Financial Liberalization Spur Growth? », *Journal of Financial Economics*, 77, pp.3-55.
- Bhagwati J. (1998), « The Capital Myth », *Foreign Affairs*, 77, pp.7-12.
- Bouchet M-H. (2005), *La globalisation*, Pearson education, Paris.
- Boyer R. (2000), « Deux défis pour le XXI^e siècle : discipliner la finance et organiser l'internationalisation », *Cepremap Working Paper*, 2000-08.
- Caprio G. et Honohan P. (1999), « Restoring Banking Stability : Beyond Supervised Capital Requirements », *Journal of Economic Perspectives*, 13, pp.43-64.
- Chari A. et Henry P.B. (2004), « Risk Sharing and Asset Prices : Evidence from a Natural Experiment », *Journal of Finance*, 59, pp.1295-1324.
- Claessens S., Demirguc-Kunt A. et Huizinga H. (2000), « The Role of Foreign Banks in Domestic Banking Systems », in Claessens S. et Jansen M. (eds), *The internationalization of financial services*, Kluwer Books, The Hague.
- Clark E. (1997), « Valuing political risk as an insurance policy », *Journal of International Money and Finance*, 16, pp.477-490.
- Clark E., Marois B. et Cernès J. (2001), *Le management des risques internationaux*, Economica, Paris .
- Clarke G., Cull R., d'Amato L. et Mollinari A. (2000), « On the Kindness of Strangers? The Impact of Foreign Entry on Domestic Banks in Argentina », in Claessens S. et Jansen M. (eds), *The internationalization of financial services*, Kluwer Books, The Hague.

- Das D.K. (2006), « Globalization in the World of Finance : An Analytical History », *Global Economy Journal*, 6, pp.1-22.
- Demirguc-Kunt A. et Huizinga H. (1999), « Determinants of Interest Margins and Profitability: Some International Evidence », *World Bank Economic Review*, 13, pp.379-408.
- Errunza V. et Losq E. (1985), « International Asset Pricing under Mild Segmentation : Theory and Test », *Journal of Finance*, 40, pp.105-124.
- Evans D.S. et Jovanovic B. (1989), « An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints », *Journal of Political Economy*, 97, pp.808-827.
- Evans D.S. et Leighton L.S. (1989), « Some Empirical Aspects of Entrepreneurship », *American Economic Review*, 79, pp.519-535.
- Feldstein M. et Horioka C. (1980), « Domestic Saving and International Capital Flows », *Economic Journal*, 90, pp.314-329.
- Fontaine P. (1988), *Arbitrage et évaluation internationale des actifs financiers*, Economica, Paris, 1988.
- Gianetti M. et Ongena S. (2005), « Financial Integration and Entrepreneurial Activity : Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets », *ECB Working Paper Series*, 498.
- Grossman G. (1984), « International trade, Foreign Investment, and the Formation of the Entrepreneurial Class », *American Economic Review*, 74, pp.605-614.
- Harris G. et Guerel E. (1986), « Price and Volume Effects Associated with the New S&P 500 List : New Evidence for the Existence of Price Pressure », *Journal of Finance*, 41, pp.815-829.
- Hausman R. et Rodrik D. (2003), « Economic Development as Self-Discovery », *Journal of Development Economics*, 72, pp.603-633.
- Henry P.B. (2000a), « Do Stock Market Liberalization Cause Investment Booms ? », *Journal of Financial Economics*, 58, pp.301-334.
- Henry P.B. (2000b), « Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices », *Journal of Finance*, 55, pp.529-564.
- Henry P.B. (2003), « Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth », *American Economic Review*, 93, pp.91-96.
- Hirschman A. (1958), *The Strategy of Economic Development*, Yale University Press, New Haven.
- Hubbard G. (1998), « Capital Market Imperfections and Investment », *Journal of Economic Literature*, 36, pp.193-225.
- Kaldor N. (1940), « Spéculation et stabilité économique », *Revue Française d'Economie*, 2, pp.115-164.
- Karolyi A. et Stulz R. (2003), « Are Assets Priced Locally or Globally ? », in G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz (eds), *The Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland Publishers, New York.
- Kim H.E. et Singal V. (2000), « Stock Market Openings : Experience of Emerging Economies », *Journal of Business*, 73, 25-66.
- King R.G. et Levine R. (1993a), « Finance and growth : Schumpeter might be right », *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp.717-737.
- King R.G. et Levine R. (1993b), « Finance, entrepreneurship and growth : theory and evidence », *Journal of Monetary Economics*, 32, pp.513-542.
- Leersnyder (de) J.M. dans Chaigneau P., (2001), *La gestion des risques internationaux*, Economica, Paris.
- Levine R. (1996), « Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth », in Barfield C.E. (ed.), *International Financial Markets*, American Enterprise Institute Press, Washington DC.

- Levine R. et Zervos S. (1998), « Capital Control Liberalization and Stock Market Development », *World Development*, 26, pp.1169-1183.
- Mahar M. et Williamson J. (1999), « A survey of financial liberalization », *Princeton Essays in International Finance*, 211.
- Marois B. (2000), « Le risque-pays revisité », *Revue Française de gestion*, 133.
- Mitton T. (2006), « Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level », *Journal of Financial Economics*, 81, pp.625-647.
- Obstfeld M. (1994), « Risk-Taking, Global Diversification and Growth », *American Economic Review*, 84, pp.1310-1329.
- Obstfeld M. (1998), « The Global Capital Market: Benefactor or Menace? », *Journal of Economic Perspectives*, 12, 9-30.
- Obstfeld M. et Rogoff K. (1995), *Foundation of International Macroeconomics*, MIT University Press, Cambridge MA.
- Obstfeld M. et Taylor A.M. (1998), « The Great Depression as a Watershed : International Capital Mobility over the Long Run », in M.D. Bordo, C.D. Goldin et E.N. White (eds), *The Defining Moment : The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, University of Chicago Press, Chicago.
- OCDE (1996), « Tendances des marchés de capitaux », n°64, Juin, pp.47-50.
- Pépin D. (2004), « Globalisation des marchés de capitaux et valorisation des actifs financiers », *Revue économique*, 55, pp.207-226
- Rodrik D. (1998), « Who needs Capital Account Convertibility ? », *Princeton Essays in International Finance*, 207, pp.55-65.
- Schularick M. (2006), « A Tale of Two ‘Globalizations’ : Capital Flows From Rich to Poor in Two Eras of Global Finance », *International Journal of Finance and Economics*, 11, pp.339-354.
- Schumpeter J.A. (1935, éd. orig : 1926), *Théorie de l'évolution économique, Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, Dalloz.
- Shleifer A. (1986), « Do Demand Curves for Stocks Slope Down ? », *Journal of Finance*, 46, pp.579-590.
- Solnik B. (1973), *European capital markets*, Lexington books, Maryland.
- Solnik B. (1974), « Why not Diversify Internationally rather than Domestically? », *Financial Analysts Journal*, 30, pp.48-54.
- Sorensen B.E., Wu Y-T., Yosha O. et Zhu Y. (2004), « Home Bias and International Risk Sharing : Twin Puzzles Separated at Birth », *Working Paper*, University of Houston.
- Stapleton R.C. et Subrahmanyam M.G. (1977), « Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance », *Journal of Finance*, 32, pp.307-319.
- Stewart B. (1991), *The quest for value*, Harper Business, New York.
- Stiglitz J. (2000), « Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability », *World Development*, 25, pp.1075-1086.
- Stiglitz J. (2002), *Globalization and its Discontent*, W.W. Norton.
- Stulz R.M. (1981), « A Model of International Asset Pricing », *Journal of Financial Economics*, 9, pp.383-406.
- Stulz R.M. (1999), « Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital », *NBER Working Paper*, 7021.
- Stulz R.M. (2005), « The Limits of Globalization », *Journal of Finance*, 60, pp.1595-1638.