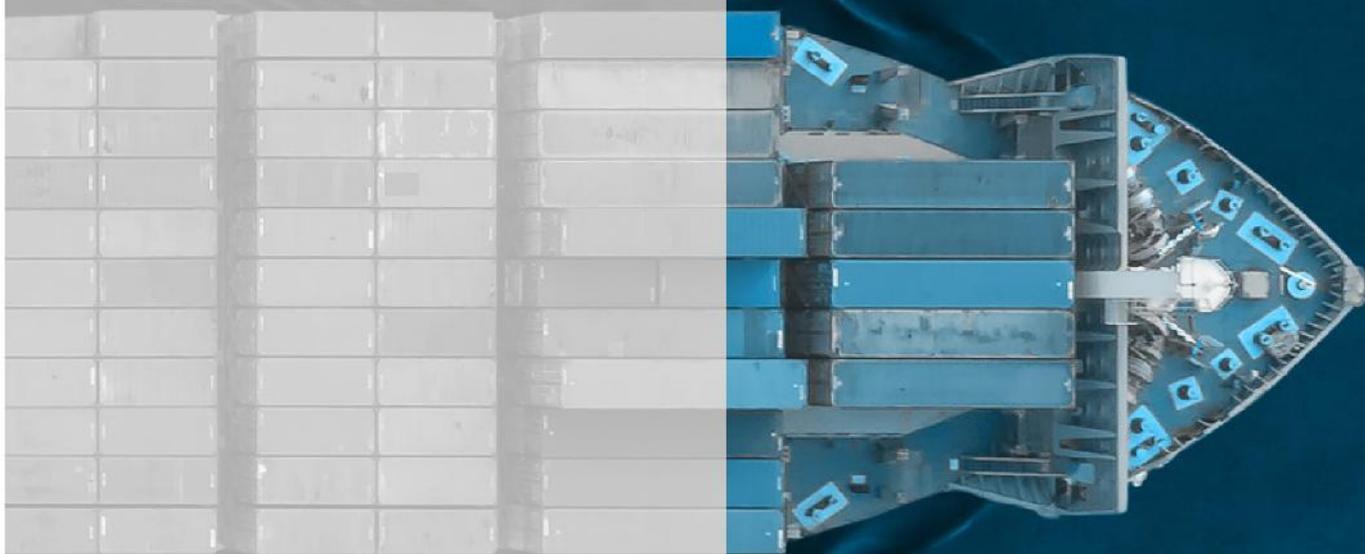


the day after

8 | Juin 2020

*La deglobalisation
pourrait améliorer
la diversification
mais aussi
exacerber la
contagion financière*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

Auteurs



Alessia BERARDI
Responsable de la
recherche macro et
stratégie – marchés
émergents



Marie BRIÈRE
Responsable du
Centre de recherche
pour les investisseurs

Document traduit de l'anglais

Réservé aux investisseurs professionnels.

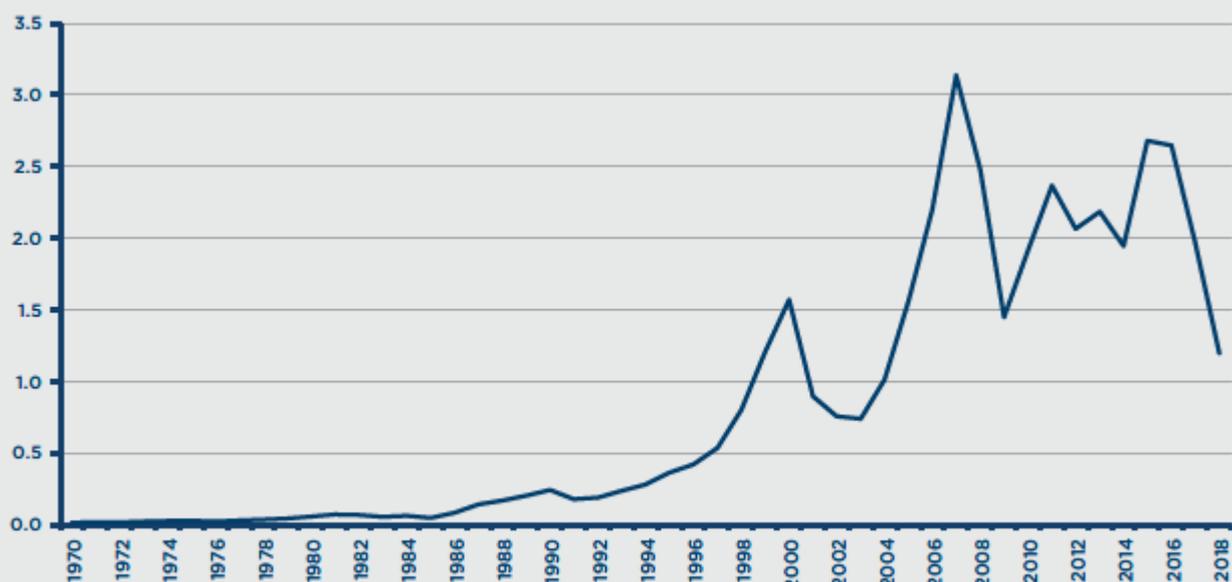
Ces dernières années, la dynamique du commerce mondial a clairement montré une inflexion de la globalisation et de sa contribution à la performance économique mondiale. La Grande Crise Financière (GCF) a marqué un tournant historique dans le degré d'intégration économique. Depuis 2007/2008, le commerce mondial est entré dans une période de politiques de plus en plus protectionnistes (barrières commerciales, subventions nationales, champions nationaux), avec un ralentissement de la croissance dans les secteurs à forte intensité d'échanges, lié à une montée de l'incertitude politique et, plus récemment, de tensions commerciales.

Le graphique 1 illustre parfaitement ce revirement de la tendance à la globalisation avec l'évolution des investissements directs étrangers depuis 1970. Ceux-ci ont diminué de 60 % depuis leur pic de 2007. Les flux financiers transfrontaliers ont connu une tendance similaire (Bordo, 2017).

En 2020, l'apparition inattendue de la pandémie de Covid-19 a donné un nouvel élan à une tendance **qui a débuté il y a dix ans**. En réponse à la crise sanitaire et économique, les pays ont commencé à redéfinir leurs stratégies d'intégration économique, d'autonomie dans les secteurs stratégiques et de souveraineté économique, ce qui va sans doute renforcer la tendance actuelle à la déglobalisation.

Dans la plupart des pays touchés, la crise de Covid-19 a poussé les dirigeants politiques à repenser leur dépendance dans des secteurs clés tels que la technologie (protection des données, vie privée et sécurité nationale). Dans les faits, les entreprises américaines et chinoises dominent ce secteur et l'absence d'une entreprise européenne de premier plan au niveau mondial pourrait pousser l'Europe à devenir plus défensive et à renforcer les réglementations vis-à-vis des entreprises et des pays étrangers. L'un des secteurs les plus sensibles, exposés durant la crise pandémique, a été celui de la santé : plusieurs pays ont pris conscience de leur dépendance massive à l'égard des entreprises étrangères et ont estimé qu'il était urgent de développer une production nationale suffisante de matériel médical et de produits pharmaceutiques. Ainsi, **parmi les nombreux objets de confrontation avec la Chine, les États-Unis ont récemment intensifié leurs efforts pour réinternaliser le secteur de la santé**. Certaines initiatives ont été lancées pour accroître la capacité de production intérieure, comme par exemple la mise en place d'un budget plus important au titre de la loi CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security) et des prêts spécifiques aux entreprises. C'est un cercle auto-réalisateur : les restrictions commerciales peuvent entraîner d'autres restrictions commerciales de la part de partenaires. Même si la mondialisation a entraîné une augmentation de la richesse globale (bien que souvent répartie de manière inégale), il pourrait se

Figure 1: Foreign direct investments, net inflows (balance of payments, trillion US\$)



Source: International Monetary Fund, Balance of Payment database, supplemented by data from the United Nations Conference on Trade and Development and official national sources.

révéler difficile d'inverser la tendance actuelle à la déglobalisation, en l'absence d'une direction forte au niveau international, qui vise à maintenir une collaboration constructive et le multilatéralisme.

Bien que le monde se polarise de plus en plus autour de deux centres de pouvoir antagonistes, l'approche multilatérale mondiale ne devrait pas éclater en une multitude de pays autarciques (isolationnisme) ; nous considérons toujours comme une évolution plus probable le développement d'organisations régionales / plus personnalisées avec des distributions de pouvoir différentes (ACEUM – Accord Canada, Etats-Unis, Mexique, RCEP - Regional Comprehensive Economic Partnership - et CPTPP - Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, pour n'en citer que quelques-unes).

Il est intéressant de noter que ce processus de déglobalisation économique, qui s'est intensifié peu après la crise financière de 2008, n'a pas conduit à une tendance similaire dans le monde financier. Les marchés financiers du monde entier sont restés très intégrés. Mais si la déglobalisation économique venait à s'étendre en déglobalisation financière, cela pourrait avoir un impact important sur les corrélations entre marchés, à long terme et pendant les crises financières, avec des conséquences significatives pour les investisseurs à la recherche de diversification.

L'analyse historique des corrélations entre les rendements des actions sur le siècle dernier est particulièrement instructive. Nous avons connu des périodes d'intensité de globalisation variable. En examinant les périodes moins globalisées, nous espérons offrir un éclairage sur ce qui pourrait se passer dans un monde moins mondialisé financièrement.

Globalisation financière, contagion financière et diversification des portefeuilles¹

La globalisation financière n'est pas un processus linéaire ni irréversible. Des chercheurs ont notamment montré que **l'intégration des marchés internationaux de capitaux avait été nettement plus forte entre 1880 et 1914 et après 1971**, que dans les périodes de l'entre-deux-guerres (1919-1939) et de Bretton Woods (1944-1971) (Mauro et a., 2002 ; Goetzmann et a., 2005 ; Rangvid et a., 2016).

Les marchés boursiers internationaux ont été très intégrés pendant la première ère de la finance mondiale de 1880-1914, mais l'intégration a atteint son plus haut niveau pendant la période post-Bretton Woods. Ainsi, entre 1880 et aujourd'hui, la globalisation financière a considérablement évolué (Bekaert et Mehl, 2019).

Par définition, **la globalisation fait référence à une augmentation générale des corrélations au sein des classes d'actifs et des zones géographiques** (Berben et Jansen, 2005). Toutefois, **lors d'épisodes de crise financière, nous observons fréquemment une augmentation significative des liens entre les marchés qui vont au-delà de ce que les fondamentaux peuvent expliquer** (Forbes et Rigobon, 2002). Ce phénomène a été qualifié de « contagion » et a des implications importantes pour les investisseurs, qui cherchent à bénéficier des opportunités de diversification. Lorsque des épisodes de contagion entre pays se produisent, la diversification géographique diminue, ce qui détériore les performances ajustées du risque des investisseurs dont les rendements sont déjà très affectés pendant les périodes de crises financières.

La contagion financière à long terme

Dans un article récent (Accominotti et a., 2020), nous avons examiné les liens entre 17 marchés boursiers internationaux d'un point de vue historique (1880-2014). Nous nous sommes penchés sur la question de la contagion financière selon les périodes de globalisation. **Plus précisément, nous avons examiné comment le niveau de globalisation financière influe sur le risque de contagion financière internationale.** La période comprise entre 1880 et 2014 nous permet de distinguer quatre sous-périodes présentant différents niveaux d'intégration des marchés de capitaux :

- L'époque de l'étalon-or de 1880-1914, où les marchés financiers étaient mondialisés mais où l'intégration des marchés boursiers internationaux était plus modérée qu'aujourd'hui ;
- Les années 1918-1940 d'entre-deux-guerres, qui ont vu une brève reprise des flux de capitaux transfrontaliers suivie d'un effondrement de la globalisation ;

1. Une version antérieure de l'article (Accominotti O., Brière M., Buriety A., Oosterlinck K. et Szafarz A. "Globalisation and Financial Contagion: A History" a été publiée par le Centre for Economic Policy Research Policy Portal (VoxEU) le 10 avril 2020 : <https://voxeu.org/article/globalisation-and-financial-contagion>

- La période de Bretton Woods de 1946-1971, au cours de laquelle les marchés boursiers étaient moins bien intégrés à mesure que la plupart des pays appliquaient des contrôles de capitaux ;
- L'ère post-Bretton Woods de 1972-2014, lorsque l'intégration des marchés boursiers mondiaux a atteint son plus haut niveau.

Pour parvenir à démêler les phénomènes de globalisation financière des phénomènes de contagion, nous avons suivi un processus séquentiel. Premièrement, nous utilisons un modèle international d'évaluation des actifs financiers pour mesurer le degré d'intégration des marchés actions de 17 pays et identifier les rendements excédentaires, sur les quatre sous-périodes, par rapport à un portefeuille global. Ensuite, nous analysons les corrélations entre les excès de rendement mensuels des actions, en comparant les matrices de corrélation à l'aide des tests proposés par Goetzmann et al. (2005).

Ainsi, nous mesurons la contagion, non pas comme le niveau absolu d'accroissement des corrélations croisées, mais comme l'augmentation des corrélations au-delà de ce que les fondamentaux peuvent expliquer. En résumé, nous tenons compte des différents niveaux de globalisation selon les régimes économiques, puis nous considérons les phénomènes de contagion qui se produisent spécifiquement pendant les crises.

Nous montrons que l'intensité de la contagion boursière varie en fonction du degré de globalisation des marchés financiers, mais de manière non linéaire. Intuitivement, ceci peut s'expliquer par le fait que dans un monde où les corrélations sont élevées, la possibilité d'une augmentation des corrélations à la suite d'une crise est plus limitée que dans un monde à globalisation limitée, voire nulle.

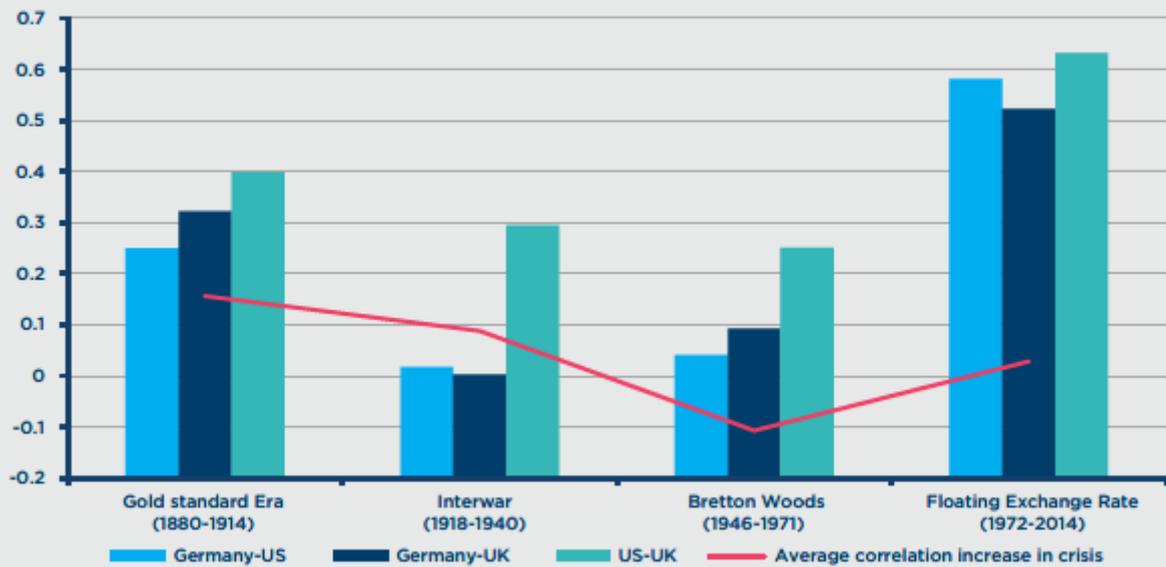
Nos conclusions suggèrent que le phénomène de contagion financière a été absent des marchés boursiers tant lors de la période de déglobalisation de 1918-1971 que pendant celle d'intense globalisation financière de 1972-2014. Toutefois, nous trouvons des preuves de la contagion boursière durant la période de l'étalon-or de 1880-1914, lorsque l'intégration des

marchés boursiers était forte mais plus modérée qu'au cours de la période la plus récente. Les contrôles de capitaux et la segmentation des marchés mis en place entre les années 1930 et les années Bretton Woods peuvent expliquer l'absence de contagion boursière pendant les périodes 1918-1939 et 1946-1971. Ainsi, bien que les années 1880-1914 et 1972-2014 aient été marquées par une forte intégration des marchés de capitaux, la contagion n'était présente que dans la première période.

Le graphique 2 illustre la relation entre globalisation et contagion financière. Ce graphique fait état de corrélations croisées entre les rendements boursiers mensuels de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni au cours de quatre sous-périodes allant de 1880 à 2014. Il montre également l'augmentation moyenne des corrélations entre les rendements boursiers de ces trois pays au cours des épisodes de crise identifiés. Comme on peut le constater, la contagion internationale sur les marchés boursiers ne semble avoir été un problème important qu'à l'époque de la globalisation « modérée » de 1880-1914. Cela a été un problème beaucoup moins grave pendant la période de globalisation financière « intense » de 1972-2014.

Pour qu'une forte contagion se produise en crise, les marchés doivent être modérément intégrés. Lorsque les connexions entre les marchés sont minimales, la contagion ne peut pas apparaître. La contagion nécessite une certaine perméabilité entre les marchés financiers situés dans différents pays. A contrario, avec des niveaux record de globalisation, comme pendant la période 1972-2014, la contagion est condamnée à disparaître car lorsque les corrélations du rendement des actions en période de calme sont très élevées, il y a beaucoup moins de place pour une augmentation suite à un choc. **C'est lorsque les marchés sont plus modérément intégrés que la contagion financière devient possible pendant les crises.** À l'époque de l'étalon-or classique de 1880-1914, la globalisation financière était modérée, et la contagion financière pendant les crises plus prononcée. Dans l'ensemble, la contagion est plus probable lorsque les niveaux de globalisation financière sont moyens. Nos résultats sont donc cohérents avec une relation inversée en forme de 'U' entre la contagion financière et la globalisation.

Figure 2: Cross-country correlations and average correlation increase during crises, Germany, UK and US



Source: GFD, author's calculations.

Conclusion

Dans les années qui ont suivi la crise financière de 2008, un processus de déglobalisation économique a commencé, qui n'a pas eu de conséquences en matière d'intégration des marchés de capitaux. **La pandémie de Covid-19 en cours va probablement provoquer un autre « stress test » pour la globalisation**, conduisant à repenser l'économie mondiale interconnectée.

Si la déglobalisation économique conduit aussi à une déglobalisation financière, **nous pourrions nous attendre à une corrélation des rendements financiers structurellement plus faible, augmentant ainsi potentiellement les bénéfices de la diversification en période calme, mais aussi à une hausse des corrélations durant les crises financières**, due à une contagion financière accrue.

Réservé aux investisseurs professionnels.

Références

- Accominotti, O., Brière, M., Burietz, A., Oosterlinck, K., Szafarz, A., 2020. Did Globalization Kill Contagion?. CEPR Discussion Paper No. 14395.
- Bekaert, G., Mehli, A., 2019. On the global financial market integration "swoosh" and the trilemma. *Journal of International Money and Finance*, forthcoming.
- Berben, R.P., Jansen, W.J., 2005. Comovement in international equity markets: A sectoral view. *Journal of International Money and Finance* 24(5), 832-857.
- Bordo, Michael D. 2017. The second era of globalization is not yet over: An historical perspective. NBER Working Paper No. w23786.
- Forbes, K.J., Rigobon, R., 2002. No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements. *Journal of Finance* 57(5), 2223-2261.
- Goetzmann, W.N., Li, L., Rouwenhorst, K.G., 2005. Long-term global market correlations. *Journal of Business* 78(1), 1-38.
- Mauro, P., Sussman, N., Yafeh, Y., 2002. Emerging market spreads: Then versus now. *Quarterly Journal of Economics* 117, 695-733.
- Rangvid, J., Santa-Clara, P., Schmeling, M., 2016. Capital market integration and consumption risk sharing over the long run. *Journal of International Economics* 103, 27-43.



Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 19 juin 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605- € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur -75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Date de première utilisation : 22 juin 2020.

Réservé aux investisseurs professionnels.