

# **Université Panthéon-Assas**

**Ecole doctorale de Sciences Economiques et de Gestion,  
Sciences de l'Information et de la Communication**

Thèse de doctorat en sciences économiques  
soutenue le 12 décembre 2012

## **Les deux formes d'IDE et l'investissement productif : l'impact du taux de change réel**

Thèse de Doctorat / décembre 2012



**Université Panthéon-Assas**

**Benjamin de Prost**

Sous la direction de Monsieur le Professeur **Gérard LAFAY**

Membres du jury :

Monsieur **Gérard LAFAY**, Professeur à l'Université Paris II Panthéon-Assas

Monsieur **Bruno JEROME**, Maître de Conférences à l'Université Paris II Panthéon-Assas

Monsieur **Christian AUBIN**, Professeur à l'Université de Poitiers, Rapporteur

Monsieur **Yvon ROCABOY**, Professeur à l'Université de Rennes 1, Rapporteur

Monsieur **Frédéric ZUMER**, Professeur à l'Université Paris II Panthéon-Assas

## ***Avertissement***

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

## **Remerciements**

Je tiens tout d'abord à remercier de tout cœur les membres du jury, Monsieur le Professeur Gérard Lafay, Monsieur le Professeur Frédéric Zumer, Monsieur le Professeur Bruno Jérôme, Monsieur le Professeur Christian Aubin et Monsieur le Professeur Yvon Rocaboy, qui ont bien voulu me faire l'honneur de consacrer une partie de leur temps pour évaluer le présent travail. Je leur exprime toute ma gratitude.

Je reste seul responsable des erreurs et omissions qui peuvent subsister dans cette thèse. En revanche, ses qualités doivent beaucoup aux personnes qui m'ont accompagné dans son élaboration.

En particulier, je voudrais exprimer ici ma très profonde gratitude à mon Directeur de thèse, Monsieur le Professeur Gérard Lafay, pour toute la confiance qu'il m'a accordée au long de ce travail, pour les nombreux conseils avisés qu'il m'a prodigués, ainsi que pour sa très grande disponibilité à mon égard. Je mesure la grande chance que j'ai eu de bénéficier de son expérience et de sa connaissance du travail de recherche qui m'ont permis de construire ma réflexion intellectuelle. Notre travail en commun, et nos échanges enrichissants durant ces années resteront gravés dans ma mémoire. Je le remercie infiniment de m'avoir soutenu dans toutes les épreuves, tant intellectuelles que morales, que constitue l'exercice d'une thèse. Il a su encourager ma persévérance pour que je parvienne à la finalisation de mon travail. Son aide a été d'une valeur inestimable. Cette thèse n'aurait pu aboutir sans lui.

Je souhaite également exprimer ma profonde reconnaissance à Monsieur le Professeur Frédéric Zumer qui a manifesté un grand intérêt pour mes recherches et m'a apporté de précieux conseils et commentaires, qui m'ont été essentiels. En veillant sur mon parcours de doctorant, il a permis qu'il parvienne à son terme et se concrétise en une thèse et une soutenance. Son rôle a été essentiel. Ce travail n'aurait pu voir le jour sans son soutien.

J'exprime à Monsieur le Professeur Bruno Jérôme ma très grande reconnaissance pour l'aide précieuse et le soutien constant qu'il a bien voulu m'accorder tout au long de

mon doctorat et de mes années d'enseignement. Sa bienveillance à mon égard a été pour moi d'une importance fondamentale.

Je voudrais exprimer à Monsieur le Professeur Jean-Didier Lecaillon, Vice-Président du Conseil d'Administration de l'Université Paris II Panthéon-Assas, ma très grande reconnaissance pour tout son soutien et ses encouragements durant ces années de thèse.

Monsieur le Professeur Olivier Cardi m'a également encouragé et soutenu et je lui adresse mes remerciements les plus sincères.

Je souhaite aussi remercier sincèrement pour son soutien Monsieur le Professeur Benoit Mario Papillon, ainsi que pour l'intérêt bienveillant qu'il a porté à mon travail.

J'exprime également tous mes remerciements à l'ensemble des responsables administratifs de l'Université Paris II Panthéon-Assas, qui m'ont généreusement offert la chance de soutenir cette thèse dans d'excellentes conditions.

En particulier, j'exprime mes profonds remerciements à Monsieur le Professeur Louis Vogel, ancien Président de l'Université Paris II Panthéon-Assas, ainsi qu'à Monsieur le Professeur Guillaume Leyte, nouveau président de notre Université. Egalement, je voudrais exprimer mes sincères remerciements à Monsieur le Professeur Bertrand Crettez, Directeur de l'Ecole Doctorale de Sciences Economiques et de Gestion, Sciences de l'Information et de la Communication de l'Université Paris II Panthéon-Assas. Grâce à eux, ma thèse a pu aboutir favorablement et être soutenue dans de bonnes conditions. J'adresse aussi mes vifs remerciements à Monsieur le Professeur Franck Bournois, Directeur du Laboratoire de Recherche en Sciences de Gestion à l'Université Paris II Panthéon-Assas.

Je voudrais exprimer ici également mes sincères remerciements à Madame Corinne Jardin, Responsable du Service des Thèses, pour son aide et sa bienveillance, ainsi qu'à Madame Christine Marot.

D'autres personnes ont contribué de manière déterminante à l'avancée de mon travail de recherche. Je remercie ici Monsieur James P. Walsh, Chef de mission du département Asie-Pacifique du Fonds Monétaire International : nos échanges sur les

déterminants des investissements directs étrangers m'ont été précieux. Egalement, Madame Ann McPhail, Responsable de la division d'information statistique du Fonds Monétaire International, ainsi que toute son équipe, m'ont accordé l'accès et procuré des informations claires et précises concernant certaines des données essentielles à mon analyse empirique.

Mes remerciements vont également à l'ensemble des personnes qui m'ont accompagné durant ces années de recherche à l'Université, aux compagnons docteurs et doctorants avec qui j'ai eu la chance d'avoir de riches et profitables interactions.

Je souhaite en particulier exprimer mes plus sincères remerciements à Manuel Tirard et à Youcef Bouabdallah pour leur aide, leur soutien et leur amitié. J'ai également bénéficié de l'aide amicale et généreuse de Jeremy Bock et de Marco Horanieh, à qui j'exprime toute ma gratitude. De même, je remercie vivement Loïc Le Denmat qui a été très présent tout au long de ces années de thèse.

La thèse étant, comme chacun sait, moralement éprouvante, le soutien que m'ont offert l'ensemble de mes amis et amies a été précieux pour parvenir au terme de cette intense aventure. Je mesure la chance que j'ai eue de les avoir à mes côtés et les remercie affectueusement.

Enfin, les mots sont insuffisants pour exprimer toute ma gratitude et ma reconnaissance à ma famille. Ma mère, mon père et mon frère ont été pour moi les piliers d'encouragement fondamentaux, chez qui j'ai pu trouver tout le réconfort indispensable et le soutien essentiel, jusqu'au bout de ma thèse, et au cours de ma vie. Je tiens tout particulièrement à remercier ma mère pour la patience et le temps qu'elle a consacrés à la relecture scrupuleuse de mes chapitres. Mes grands-parents ont également toujours veillé sur moi pour que mon doctorat se déroule dans les meilleures conditions possibles. Leur aide et leur soutien inaltérables ont également été primordiaux dans l'accomplissement de ce travail. Une grande et affectueuse pensée va à ma grand-mère Odile dont la mémoire m'a accompagné tous les jours de mon travail.

L'aboutissement de cette thèse est une étape importante de ma vie. Le résultat de ce travail est également le fruit des sacrifices consentis, par ces êtres chers, à mon égard.

## ***Les deux formes d'IDE et l'investissement productif - l'impact du taux de change réel***

### **Résumé**

Dans ce travail, nous analysons et comparons les comportements de localisation de trois différentes formes d'investissements durables (les *greenfields* seuls, les investissements directs étrangers totaux (IDE) et les *investissements productifs* intérieurs). Parmi un groupe de déterminants, dont une large partie est inspirée de la littérature empirique existante, nous étudions tout particulièrement le rôle que joue le taux de change réel sur l'attractivité des territoires vis-à-vis de chacun de ces investissements. Un tel examen est opéré à partir d'une économétrie de données de panel. Il consiste à tester un modèle de référence sur les *greenfields*, les IDE totaux ainsi que sur les *investissements productifs* – avec des spécifications adaptées à chaque cas – et à interpréter l'ensemble des résultats et en particulier les écarts obtenus. Pour appréhender les variables dépendantes, nous nous appuyons sur les séries statistiques de la CNUCED et de l'OCDE, ainsi que sur celles du FDI Markets (Financial Times), et de l'European Investment Monitor (Ernst & Young) qui ont jusqu'à présent été peu exploitées, voire ignorées, par les études portant sur le sujet. Plusieurs échantillons (global, européen et OCDE) et plusieurs périodes (2004-2010, 1998-2010, 1995-2010) sont retenus en fonction de la disponibilité des données. Nos résultats indiquent que les *greenfields*, les IDE totaux (et donc, par déduction, les fusions-acquisitions) et les *investissements productifs* répondent à des critères de localisation bien différents correspondant à leurs caractéristiques propres. L'impact qu'exerce notamment le taux de change réel sur chacun de ces capitaux est des plus intéressants. De faibles prix relatifs apparaissent ainsi comme attirant de façon sensible les *investissements productifs*, qu'ils soient d'origine domestique ou étrangère (*greenfields*). En revanche, il semble que ces prix relatifs n'aient aucune influence sur les recompositions transnationales de capital, déduites à partir des IDE totaux.

*Descripteurs : Investissement direct étranger, IDE, Investissement productif, Greenfield, Taux de change réel, Déterminant, Attractivité, Localisation, Firmes multinationales*

## ***The Two Forms of FDI and Productive Investment – the Impact of the Real Exchange Rate***

### **Abstract**

In this work, we analyze and compare locational behavior of three forms of durable investments (greenfields, foreign direct investments, and internal productive investments). Among a group of determinants, mainly inspired by the existing empirical literature, we study more particularly the role played by the real exchange rate on countries' attractiveness towards each of those investments. Panel data econometrics is used for this study. We test a basis model on greenfields, total FDIs, and on productive investments – with specifications adapted to each case – and then analyze the results, particularly when they show differences. In order to proxy the dependent variables, we use the UNCTAD and the OECD's data series, as well as the FDI Markets (Financial Times) and the European Investment Monitor (Ernst & Young) which have somehow been ignored by the studies on the subject until now. Several samples (global, European and OECD) and several periods (2004-2010, 1998-2010 and 1995-2010) are analyzed depending on data availability. Our results prove that greenfields, total FDIs (and mergers and acquisitions by deduction), and productive investments respond to different location criteria according to their characteristics. In particular, the impact of the real exchange rate on each of those investments is very interesting. While low relative prices attract significantly productive investments, financed by domestic or foreign multinational companies (greenfields), they don't seem to have any impact on mergers and acquisitions (deduced from total FDIs).

*Keywords : Foreign Direct Investment, FDI, Productive Investment, Greenfield, Real Exchange Rate, Determinant, Attractiveness, Location, Multinational companies.*

## **Sommaire**

*Introduction générale* \_\_\_\_\_ 9

*Chapitre 1 Les déterminants de la localisation des investissements :  
une revue de la littérature empirique* \_\_\_\_\_ 21

I Les déterminants économiques de la localisation des IDE \_\_\_\_\_ 23

II Les déterminants politiques de la localisation des IDE \_\_\_\_\_ 59

III Les déterminants institutionnels de la localisation des IDE \_\_\_\_\_ 90

IV L'impact du taux de change réel sur les IDE et les *investissements productifs* \_\_\_\_\_ 108

V Conclusion du chapitre 1 \_\_\_\_\_ 130

*Chapitre 2 Les déterminants des IDE Greenfields : une étude  
empirique approfondie* \_\_\_\_\_ 133

I Présentation de la spécification \_\_\_\_\_ 135

II Etude globale à partir des données *greenfields* issues du FDI Markets \_\_\_\_\_ 146

III Etude détaillée du cas européen à partir d'une base de données alternative \_\_\_\_\_ 177

IV Conclusion du chapitre 2 \_\_\_\_\_ 243

<b><i>Chapitre 3 Les déterminants des IDE totaux et des investissements productifs : un examen empirique détaillé</i></b>	<b>247</b>
<b>I Evolution historique des investissements directs étrangers</b>	<b>249</b>
<b>II Etude empirique des déterminants de localisation des flux d'IDE</b>	<b>279</b>
<b>III Le taux de change réel comme déterminant des <i>investissements productifs</i></b>	<b>345</b>
<b>IV Conclusion du chapitre 3</b>	<b>366</b>
 <b><i>Conclusion générale</i></b>	 <b>375</b>
 <b><i>Bibliographie</i></b>	 <b>381</b>
 <b><i>Annexe</i></b>	 <b>413</b>
 <b><i>Table des matières</i></b>	 <b>453</b>

# Introduction générale

---

## I OBJECTIF ET CONTRIBUTION DE L'ÉTUDE

Depuis une dizaine d'années maintenant, la Chine est accusée, dans des travaux académiques comme dans les déclarations politiques ou dans la presse, de manipuler sa monnaie à la baisse afin de gagner en compétitivité et en attractivité sur la scène économique internationale (Goldstein (2004, 2005), Bergsten (2004), Tatom (2007)). Ce dumping monétaire lui permettrait de proposer des coûts de production, des coûts d'acquisition ainsi que des prix d'exportation relativement moins élevés par rapport au reste du monde. Dans le même temps, selon les chiffres de la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (CNUCED), l'économie chinoise est devenue la deuxième destination mondiale des investissements étrangers (8,76% des flux d'investissements directs étrangers entrants totaux en 2010) mais aussi et surtout de *greenfields* (10,48% des *greenfields* entrants totaux en 2010). A partir de cette observation se pose, bien évidemment et de manière directe, la question du rôle que peut jouer le taux de change (réel) dans l'attractivité d'un territoire.

Un investissement direct étranger (IDE) est « un investissement impliquant une relation de long terme témoignant de la volonté de *contrôle* ainsi que de l'intérêt *durable* d'une entité résidant dans un pays à l'égard d'une entreprise résidant dans un autres pays » (UNCTAD (2007, p. 245)). Il se distingue ainsi d'un investissement de portefeuille transnational qui n'est, quant à lui, qu'un simple placement financier dans le capital d'une firme étrangère ne permettant pas à son détenteur de participer à la gestion d'entreprise.

Comme on le sait, l'IDE peut se manifester sous deux grandes formes distinctes. La fusion-acquisition (F&A), d'une part, qui consiste en le rachat d'une société par une autre (notons que, pour que cette transaction soit comptabilisée en tant qu'IDE, il faut qu'elle porte, au minimum, sur 10% du capital social de la « firme cible » étrangère). Le *greenfield*, d'autre part, dès lors que l'investissement transnational entrepris s'accompagne de la création d'une nouvelle filiale.

A l'heure où la mondialisation bat son plein et où les pays développés s'inquiètent du processus de désindustrialisation et du phénomène des

délocalisations, la question de l'attractivité est devenue l'une des préoccupations prioritaires des gouvernements et un enjeu essentiel des débats économiques. Il va de soi que les Etats préfèrent avant tout accueillir des investissements qui créeront de nouvelles activités (*greenfields*) et de nouveaux emplois plutôt que de simples recompositions du capital d'une entreprise résidente (fusions-acquisitions). Cependant, il ne faut pas oublier que, au-delà d'attirer des *investissements productifs* étrangers, les pays s'efforcent également de retenir les *investissements productifs* domestiques. De fait, le concept d'*investissement productif* (qu'il soit extérieur ou national) s'avère particulièrement approprié pour définir le type de capital vis-à-vis duquel les économies cherchent à se rendre attractives. A cet égard, c'est la définition proposée par Lafay (2004, p.130) que nous utiliserons pour caractériser l'*investissement productif* dans ce travail, à savoir « l'usage que l'entreprise fait de ses ressources financières en achetant des biens d'équipement, non seulement pour améliorer la productivité, mais surtout pour étendre les capacités de production ».

Dans un tel contexte, la détermination des facteurs d'attractivité des pays est devenue un centre d'intérêt important de la littérature économique. Toutefois, les études empiriques se sont principalement attachées à examiner les variables permettant d'expliquer la localisation des *investissements directs étrangers*. Par ailleurs, jusqu'à présent, très peu des variables proposées font réellement consensus parmi les chercheurs. Egalement, il n'existe qu'une quantité très limitée d'analyses tentant de discerner l'influence qu'exercent ces variables en fonction des différents types d'investissements retenus. Du reste, il n'existe jusqu'à présent aucune étude qui prenne en compte l'*investissement productif* en tant que tel, en dépit de son intérêt qui nous paraît essentiel, si bien que notre examen est le premier à le proposer. Au total, ce sera justement l'un des objectifs de notre travail que de contribuer à la littérature sur cette question en examinant, grâce à des données nouvelles et des méthodes économétriques élaborées, les comportements d'implantation propres aux *greenfields*, aux IDE totaux ainsi qu'aux *investissements productifs*. Pour parvenir à ces objectifs, nous serons amenés à utiliser et à tester des spécifications qui permettront d'effectuer valablement des comparaisons détaillées et fiables, pour ce qui est des rôles de différentes variables sur chacun des trois concepts d'investissement.

Tout au long de cette étude, une attention toute particulière sera portée, bien évidemment, au rôle que joue le *taux de change réel en niveau* dans l'attractivité d'un pays. Le cas de la Chine, que nous avons cité en guise d'ouverture, suggère qu'une monnaie bon marché est susceptible de conférer un avantage décisif dans le choix du lieu d'installation d'une entreprise multinationale. Toutefois une telle relation ne peut tenir que si la faiblesse du taux de change *nominal* coté au certain<sup>1</sup> d'une économie n'est pas compensée par les niveaux de ses prix et de ses coûts de production. Le taux de change *réel* permet justement de prendre en compte cette dimension en mesurant les *prix relatifs* (et, par extension, en appréhendant fidèlement les coûts de production relatifs) entre deux pays, ou entre un pays et un panier d'autres. Il équivaut au rapport entre les prix domestiques et les prix étrangers, tous deux exprimés en devises étrangères (pour la cotation au certain).

Dans le cadre de notre étude, nous retiendrons une mesure du taux de change réel *en niveau* provenant de la base CHELEM du Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII). La mesure en question exprime le niveau relatif des prix. Elle se calcule en rapportant le PIB en dollars courants d'un pays à son PIB en volume à parité de pouvoir d'achat (PPA)<sup>2</sup>, le tout divisé par le ratio identique d'un autre pays ou d'un panier de pays de référence. En l'occurrence, notre zone de référence sera les économies de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE). L'avantage d'un tel indicateur du taux de change réel *en niveau* est qu'il permet une comparaison *géographique* et temporelle, contrairement à ceux qui sont construits par rapport à une année de base.

Ainsi, l'objectif central de notre travail sera d'évaluer, parallèlement à d'autres facteurs d'attractivité empruntés à la littérature économique, l'impact du taux de change réel en niveau sur le comportement des deux formes d'IDE et des *investissements productifs*. On déterminera, d'une part, les facteurs de localisation à

---

<sup>1</sup> Les taux de change nominaux peuvent être définis de deux manières opposées : au certain et à l'incertain. Le taux de change coté *au certain* traduit le nombre d'unités de monnaie étrangère qu'il est possible d'obtenir avec une unité de monnaie locale. A l'inverse, le taux de change coté à *l'incertain* indique le nombre d'unités de monnaie locale qu'il faut donner pour obtenir une unité de monnaie étrangère. Au cours de notre travail, nous ferons toujours référence au taux de change coté au *certain*. En conséquence, une augmentation (baisse) de celui-ci reflètera une appréciation (dépréciation) de la monnaie du pays considéré.

<sup>2</sup> Selon la Base CHELEM, le produit intérieur brut en volume à parité de pouvoir d'achat est exprimé en prix internationaux et dollars constants de l'année de base; il s'agit d'une extension de la notion de volume, qui s'applique non seulement dans le temps (année de base) mais aussi dans l'espace (prix internationaux), afin de comparer les économies dans l'optique de la production. La plupart des PPA sont basées sur les différentes étapes du Programme International des Comparaisons (PCI) et représentent des prix relatifs multilatéraux de consommation.

l'entrée de ces deux formes d'IDE, et d'autre part, l'évolution des *investissements productifs* dont les *greenfields* sont l'une des sources. Si un certain nombre de travaux empiriques se sont déjà intéressés à ce sujet dans le cas des IDE totaux, très peu ont analysé l'influence des prix relatifs sur les *greenfields* et, comme nous l'avons dit, aucun sur les *investissements productifs*. La présente étude, en explorant une partie encore largement méconnue de ce champ de recherche, nous semble donc constituer un apport important sur la question.

## II MÉTHODES

Notre étude empirique s'inspirera essentiellement de la littérature économique existante consacrée à déterminer les principaux facteurs d'attractivité. Une large majorité des travaux de ce champ d'étude cherche à évaluer l'impact d'un groupe de variables *a priori* pertinentes sur les *flux d'IDE entrants* des pays. Aussi, et de la même manière, afin d'éviter toutes confusions en ce qui concerne notre examen des *greenfields* et IDE totaux, nous nous concentrerons également uniquement ici sur les facteurs influençant les *flux de capitaux entrants* dans les territoires, écartant ainsi l'analyse des *flux sortants*. En effet, c'est bien la localisation des flux globaux qui pénètrent dans tel ou tel pays ou région, qui nous préoccupe ici. Par ailleurs, ceci nous permettra de comparer plus directement les réactions des investissements étrangers et celles des *investissements productifs* totaux, ces derniers comprenant surtout, dans les grands pays, des investissements à financement domestique. Dans notre travail empirique, les trois types de capitaux testés seront exprimés en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) du pays d'accueil considéré, ce dans le but de contrôler l'effet « grand pays » (Singh et Jun (1995)).

Les régressions que nous utiliserons pour estimer chacune des variables dépendantes (*greenfields*/PIB, IDE totaux/PIB et *investissements productifs*/PIB) s'articuleront toutes autour d'une même équation économétrique de référence. Bien entendu, nous apporterons quelques modifications à cette dernière de façon à ce que la spécification précise puisse tenir compte des caractéristiques principales des investissements particuliers étudiés. Quoi qu'il en soit, le fait de conserver une

ossature de spécification commune nous permettra de dresser des parallèles intéressants entre les résultats obtenus, qui livreront, comme on le verra, d'importants résultats.

Afin d'appréhender simultanément les dimensions géographiques et temporelles sous-jacentes à l'analyse des facteurs d'attractivité des territoires, et pour obtenir des résultats les plus robustes et les plus riches possibles, nous utiliserons dans ce travail une *économétrie des données de panel*. Ceci nous permettra d'effectuer aisément des régressions par sous-périodes et par sous-groupes d'échantillon.

### III ORGANISATION

Trois chapitres composent notre thèse.

#### I

Dans un premier chapitre, nous présenterons – de la manière la plus exhaustive possible – les différents facteurs d'attractivité qui ont été jusqu'à présent pris en compte par la littérature empirique consacrée à déterminer la localisation des investissements directs étrangers. Il s'agira non seulement d'expliquer l'impact que devrait théoriquement avoir chacun de ces facteurs sur les IDE, mais aussi de synthétiser les différents résultats obtenus par les études économétriques à ce sujet. Cette étape nous semble incontournable avant de pouvoir établir nos propres spécifications explicatives des *greenfields*, des IDE totaux et des *investissements productifs*. Elle nous permettra notamment de repérer les variables explicatives que nous serons amenés à retenir. Ces variables seront ainsi regroupées et étudiées au sein de trois grandes catégories : économique, politique et institutionnelle. Bien sûr, un développement particulièrement détaillé sur les travaux existants quant au rôle du taux de change réel dans l'attractivité d'un territoire sera proposé. Il n'existe pas, dans les travaux disponibles jusqu'à présent, de *survey* aussi complet de la littérature empirique des déterminants des IDE – ce travail semble être le premier à proposer une telle synthèse.

1. Nous commencerons par exposer les déterminants « économiques » des IDE. Nous qualifierons d'économique les *principales* variables qui sont à la base des trois motivations d'implantation à l'étranger des firmes multinationales (FMN), à savoir la recherche de marché (IDE horizontal), la recherche de ressource ou de bien stratégique (IDE vertical) et la recherche d'efficacité. Nous verrons que, mise à part la taille des marchés d'accueil, rares sont les facteurs d'attractivité qui reçoivent un soutien statistique unanime à travers la littérature empirique portant sur la question. Par ailleurs, cette section sera l'occasion de présenter les spécifications associées aux modèles d'équilibre général expliquant les IDE.

2. Dans une deuxième section, nous examinerons l'impact que confère la littérature économique empirique aux déterminants d'IDE relevant directement des décisions politiques du gouvernement ou des autorités monétaires nationales. Ces variables dites « politiques » seront séparées en deux grands ensembles : les mesures gouvernementales à caractère incitatif et le maintien d'un environnement stabilisé. Comme nous le verrons, il en ressortira notamment que, pour devenir attractif, les Etats devraient en priorité s'attacher à assurer un climat politico-social moins risqué avant de tenter de mettre en place des politiques incitatives aux effets souvent incertains.

3. Nous ferons ensuite état des études empiriques récentes plaçant les institutions des pays d'accueil au cœur de la discussion sur la localisation des IDE. Pour ce faire, nous classerons les variables « institutionnelles » par thème, en distinguant celles ayant trait à la démocratie, à la corruption ainsi qu'au cadre judiciaire et administratif. Dans l'ensemble, les économistes s'accordent pour dire qu'une bonne gouvernance exerce une influence positive importante sur les IDE entrants d'un pays. Toutefois, nous verrons que la teneur de ce constat dépend des particularités de l'échantillon choisi, de la nature précise de la variable à expliquer considérée et également des variables institutionnelles retenues.

4. Enfin, dans une quatrième section de ce premier chapitre, nous mènerons une analyse approfondie du rôle du taux de change réel (en niveau) dans l'attractivité d'un territoire tel qu'attribué par la littérature économique théorique et empirique existante. Nous constaterons que les prix relatifs sont susceptibles d'agir négativement sur les IDE entrants d'un pays via deux mécanismes : un effet richesse

et un effet coût des facteurs de production. Nous présenterons également une approche théorique, jusqu'à présent non-testée économétriquement, expliquant pourquoi le deuxième effet cité est plus à même de toucher les *investissements productifs* que les IDE totaux.

## II

Dans un deuxième chapitre, l'étude économétrique des déterminants des *greenfields* que nous conduirons viendra enrichir les travaux empiriques consacrés à expliquer le comportement de localisation des IDE qui n'ont – faute de données valables disponibles – pratiquement jamais porté sur ce mode d'implantation particulier. Pour mener à bien un tel exercice, nous nous appuierons tour à tour sur deux bases statistiques aux particularités distinctes retraçant les valeurs des investissements transnationaux créateurs d'activités: le « FDI Markets » du Financial Times et l'« European Investment Monitor » (EIM) d'Ersnt & Young. Il s'agira donc, après avoir défini la spécification que nous utiliserons, d'analyser les résultats en appliquant la même régression à ces deux mesures différentes de *greenfields*.

1. Dans un premier temps, nous nous inspirerons des enseignements du *survey* du chapitre 1 pour établir l'équation économétrique de référence autour de laquelle s'articulera tout notre travail empirique. Il s'agira ici, bien entendu, d'en préciser la spécification précise, de façon qu'elle soit appropriée pour déterminer les *greenfields*. Chacune des variables retenues – et leurs effets attendus – seront ainsi présentés. Par ailleurs, un certain nombre de considérations méthodologiques quant à la technique économétrique utilisée seront exposées.

2. Dans une deuxième section, nous étudierons minutieusement les résultats auxquels parvient notre estimation dès qu'appliquée aux statistiques *greenfields* provenant du FDI Markets. Cette base de données nous permet de considérer un large échantillon de 64 pays d'accueil développés et en développement, sur une période allant de 2004 à 2010. Nous approfondirons également notre analyse en répétant notre exercice économétrique par sous-groupes d'économies hôtes, et par sous-périodes. De fait, il nous sera possible de distinguer les différences de comportement entre les *greenfields* allant s'implanter dans les pays développés et

ceux s'installant uniquement parmi les pays en développement ou émergents. En outre, nous pourrions examiner en quoi la crise des *subprimes* a modifié les critères de localisation des investissements transnationaux créateurs d'activités. Tout au long de ce cheminement, nous examinerons attentivement à chaque étape la relation statistique spécifique entre le taux de change réel et les investissements *greenfields*.

3. La troisième et dernière section de ce chapitre 2 sera consacrée à exposer et à commenter les résultats obtenus en appliquant la même spécification aux données *greenfields* issues de l'EIM. Bien que prenant en compte une couverture géographique – limitée à l'Europe – plus restreinte que le FDI Markets, la base statistique EIM propose un découpage de ses séries de créations d'activités transnationales par secteur économique (secteur secondaire/secteur tertiaire), et ce pour une période élargie. Elle nous permettra donc d'adjoindre à notre étude empirique des déterminants des *greenfields* une analyse sectorielle fort utile. Après vérification de la compatibilité des séries de variable à expliquer provenant des deux bases de données, nous mettrons à profit les caractéristiques nouvelles de l'EIM pour examiner plus en détail le comportement de localisation des *greenfields* (agrégés, industriels et de services) en Europe entre 1998 et 2010. Nous montrerons ainsi que les créations d'activités transnationales industrielles sont de nature différente de celles de services. Ici encore, un affinement par sous-échantillons et par sous-périodes sera opéré. Ceci nous donnera notamment l'occasion d'évaluer l'influence du taux de change réel sur la localisation des *greenfields* à l'intérieur de la zone euro entre 1999 et 2010 – une question, comme on le sait, des plus controversées.

### III

Le chapitre 3 nous semble d'une importance toute particulière. Il aura pour objectif de comparer les comportements de localisation des *greenfields*, des IDE totaux (et donc par déduction des fusions-acquisitions) et des *investissements productifs*. Parallèlement, il soulignera l'influence qu'exerce le taux de change réel sur chacun de ces investissements. Pour ce faire, nous adapterons et appliquerons la spécification établie dans le chapitre 2 aux données d'IDE provenant de la CNUCED ainsi qu'à une variable appréhendant les *investissements productifs*, provenant de

l'OCDE. Auparavant, nous dresserons une synthèse de l'évolution historique des flux, de la composition, de la forme et de la géographie des IDE. Aucune étude n'a jusqu'ici entrepris un tel travail.

1. Tout d'abord, afin de mieux comprendre le phénomène des IDE et les tendances lourdes qui les animent, nous retracerons leur évolution à travers le temps de 1900 à nos jours. Nous distinguerons ainsi trois grandes phases clés dans l'histoire de ces investissements : la première allant de leur apparition à la fin des accords de Bretton Woods, la deuxième correspondant à la naissance des nouvelles stratégies de production internationale entre 1983 et 1997 et la troisième, connaissant de fortes instabilités, s'étendant de 1998 à aujourd'hui. De plus, les projections de la CNUCED jusqu'en 2013 nous donneront une idée, grâce aux dynamiques économiques récentes, de ce que pourrait être la situation mondiale des IDE dans un futur proche.

2. Dans une deuxième section, nous analyserons de manière approfondie le comportement de localisation des IDE totaux. Cet examen se déroulera en trois étapes successives. Premièrement, nous étudierons les réactions de ces IDE dès que confrontés à la même spécification et au même champ d'application que ce que nous avons définis lors de notre exercice économétrique sur les données *greenfields* provenant du FDI Markets. En comparant les résultats ainsi obtenus avec ceux qui prévalaient pour les créations d'activités transnationales nous pourrions déduire les caractéristiques qui relèvent exclusivement des fusions-acquisitions. Deuxièmement, à partir des enseignements que nous retirerons de cette première régression, nous établirons une estimation plus appropriée pour expliquer les IDE totaux, que nous testerons sur notre échantillon global de 64 pays d'accueil pour la période 1995-2010, ainsi que pour les sous-périodes 1995-2000, 2001-2006 et 2007-2010. Troisièmement, l'estimation spécifique aux IDE totaux sera reproduite pour des sous-groupes de pays en fonction de leur niveau de développement ainsi que pour une déclinaison de couvertures géographiques européennes. Nous montrerons tout au long de cette analyse que les IDE totaux (et donc les fusions-acquisitions) ne répondent pas aux mêmes critères de localisation que les *greenfields* – notamment en ce qui concerne le taux de change réel.

3. Enfin, la troisième section de ce chapitre propose une étude empirique du rôle du taux de change réel en tant que facteur d'attractivité des *investissements productifs*. Il s'agira de déterminer si les prix relatifs exercent bel et bien une influence négative sur ce type d'investissement. Si tel est le cas, nous comparerons la magnitude de cette influence avec celle qui était décelée lors de notre analyse des déterminants des *greenfields*. Pour mener à bien ce travail, nous apporterons quelques modifications à la spécification de base, afin qu'elle puisse prendre en compte les particularités des activités productives domestiques. Puis nous testerons la nouvelle équation économétrique sur les *investissements productifs* de 15 pays de l'OCDE – qui faisaient partie de notre échantillon global – pour la période 1995-2010 et pour un découpage en sous-périodes. Finalement, nous répèterons l'opération sur des sous-groupes d'économies en fonction de leur appartenance ou non à la zone euro. Les résultats obtenus démontrent que, au-delà de se comporter différemment des *greenfields*, les *investissements productifs* sont généralement dissuadés par un taux de change réel trop élevé.

Nous avons donc, au cours de ce travail, effectué des tests nouveaux, de manière rigoureuse, sur des données en partie non exploitées jusqu'à présent, en utilisant les vastes possibilités offertes par l'économétrie de panel. Ceci constitue un apport qui nous paraît essentiel, compte tenu de l'extrême dispersion des travaux disponibles, en termes de choix d'échantillon de pays et d'années et de problématique précise : les premières étapes d'une sorte de synthèse empirique sont dessinées ici selon nous. Les résultats que nous obtenons sont riches et variés, et ils nous paraissent, grâce en particulier à de nombreuses comparaisons temporelles et spatiales, apporter des éléments de réponse nouveaux et robustes à des questions qui sont au cœur des débats économiques contemporains.



# **Chapitre 1 Les déterminants de la localisation des investissements : une revue de la littérature empirique**

---

L'accroissement accéléré des flux mondiaux d'investissement direct étranger lors de ces trois dernières décennies a poussé bon nombre d'auteurs à s'interroger sur les facteurs susceptibles de favoriser leur attraction. Toutefois, en dépit d'une littérature empirique abondante, aucun consensus n'a jusqu'à présent été trouvé sur les déterminants à retenir, ceux-ci semblant différer en fonction des échantillons, des méthodologies ainsi que des outils analytiques retenus (Chakrabarti (2001), Moosa et Cardak (2006), Blonigen et Piper (2011), Eicher, Helfman, Lenkoski (2011)). Ceci nous invite à penser que, parallèlement aux découvertes fondamentales déjà accomplies, ce terrain de recherche promet encore de grandes avancées. Avant d'y apporter notre contribution, il convient, dans un premier temps, de présenter les études empiriques existantes. On trouve des *survey* partiels qui rendent compte des différents travaux consacrés à la détermination de la localisation des investissements directs étrangers (Caves (1996), Shatz et Venables (2000), Lim (2001), Blonigen (2005)). Il s'agira ici de compléter et de mettre à jour ces *survey* en insistant particulièrement sur les apports récents. Pour ce faire, nous distinguerons les analyses en fonction des variables qu'elles retiennent pour expliquer les IDE. Puis, nous nous inspirerons du classement de la CNUCED (UNCTAD (1998, p. 91)) afin de rassembler ces dernières en trois groupes : les variables économiques (I), les variables politiques (II) et les variables institutionnelles<sup>3</sup> (III). Egalement, ce compte rendu détaillé de la littérature empirique consacrée à expliquer la localisation des IDE s'attachera particulièrement au rôle que joue la variable du *taux de change réel en niveau* dans l'attractivité d'un territoire vis-à-vis, non seulement des IDE, mais aussi des *investissements productifs* intérieurs (IV). Finalement, ce chapitre constitue, à notre connaissance, la synthèse la plus à jour quant au sujet des déterminants des IDE, et la seule traitant de l'influence du taux de change réel sur les investissements productifs.

---

<sup>3</sup> Précisons que, dans la classification originale de la CNUCED, ce dernier groupe dénommé « Business facilitation » s'avère plus large car il comprend également les efforts de promotion, les politiques d'incitation pour les investisseurs étrangers ainsi que la mise à disposition des équipements contribuant à la qualité de vie des travailleurs expatriés. Idem pour le groupe des variables politiques qui fait originellement référence à l'environnement politique mondial et que nous limiterons aux politiques gouvernementales.

## I LES DÉTERMINANTS ÉCONOMIQUES DE LA LOCALISATION DES IDE

Selon Dunning (1993, 2008), inspiré par Behrman (1972), les motivations poussant les entreprises à devenir des firmes multinationales (FMN) sont de quatre ordres, à savoir : la recherche de marché (I.1), la recherche de ressource, la recherche d'efficacité (I.3) et la recherche de bien stratégique<sup>4</sup>. Nous nous servons de cette terminologie afin de présenter les déterminants économiques de localisation des IDE et les études empiriques correspondantes. Toutefois, compte tenu de la convergence de leurs objectifs, nous traiterons de concert le cas des variables explicatives des IDE « *resource seeking* » et « *strategic asset seeking* » (I.2). Notons que, compte tenu du cadre géographique de notre travail, nous nous limiterons à présenter ici les études considérant les flux ou les stocks d'IDE par pays, et non leur localisation par collectivités territoriales (Etat, région, département, etc...) à l'intérieur d'un même pays.

### I.1 Les variables explicatives des IDE « *market seeking* »

Les investissements directs étrangers entrepris dans le but de servir le marché local plus efficacement que par les exportations sont également appelés IDE horizontaux (voir notamment Shatz et Venables (2000) repris par Lim (2001)). Il s'agit de la reproduction à l'étranger d'une partie du processus de production domestique afin de réduire les coûts de distribution ou encore d'améliorer la position concurrentielle de la firme multinationale sur le marché visé. De fait, les principaux facteurs de localisation spécifiques à ce type d'IDE vont être d'une part ceux qui vont rendre onéreuses les exportations vers un pays (droits de douane, coût de transport, proximité ou non entre les économies) et d'autre part ceux reflétant la taille du marché d'accueil. En effet, selon Shatz et Venables, une taille du marché d'accueil plus importante va permettre à une firme multinationale s'y implantant de bénéficier d'un meilleur retour sur investissement

---

<sup>4</sup> Ces motivations sont plus connues sous leur dénomination anglaises, à savoir : « *Market seeking* », « *Resource seeking* », « *Efficiency seeking* », et « *Strategic Asset seeking* » dans le livre de Dunning (2008, pp. 68-74).

grâce aux économies d'échelle. En outre la concurrence risque d'y être exacerbée, ce qui aura tendance à favoriser la production locale par rapport aux exportations si ces dernières ne peuvent s'aligner sur les prix de vente du territoire étranger en raison de coûts de distribution (droits de douane, assurance et fret) trop chers.

### 1.1.1 *Modèle d'équilibre général*

Partant de ce constat théorique, Brainard (1997) s'intéresse à déterminer les variables stimulant les IDE horizontaux par rapport aux exportations au sein d'un modèle d'équilibre général. Pour ce faire, l'auteur choisit comme terme dépendant la part des exportations dans les ventes totales américaines vers vingt-sept pays étrangers<sup>5</sup> au cours de l'année 1989, le tout désagrégé par industrie. En outre, les variables explicatives de sa spécification économétrique sont spécialement choisies pour rendre compte des IDE « *market seeking* ». Nous y retrouvons notamment les coûts de transport (fret et assurance), les droits de douane, un indice d'ouverture aux échanges et aux investissements, la proximité géographique entre les pays sources et d'accueil, l'appartenance à la Communauté Economique Européenne (CEE) et différentes formes d'économies d'échelle<sup>6</sup>. En effet, les économies d'échelle n'ont pas le même effet sur la stratégie d'une entreprise à rayonnement international selon qu'elles ne peuvent être atteintes que par la concentration sur un unique lieu d'activité ou qu'elles sont également susceptibles de se déclarer au sein de plusieurs filiales de production. En l'occurrence les exportations risquent d'être préférées à l'implantation de filiales étrangères pour desservir les marchés étrangers dans le premier cas tandis que l'inverse prévaudrait dans le second. Quant au fait qu'un territoire d'accueil soit membre d'une intégration économique régionale de type CEE, cela permet aux filiales s'y installant de bénéficier de procédure d'échange préférentielle vers les autres territoires participant à cette association de pays et donc d'accéder à un marché élargi. Au final, les résultats obtenus par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) à partir de données en coupe instantanée (*cross-*

---

<sup>5</sup> Les ventes totales américaines à l'étranger correspondent aux exportations agrémentées des ventes des filiales étrangères d'origine américaine sur les marchés locaux. Ainsi, par symétrie, la part des ventes totales américaines à l'étranger due aux exportations nous renseigne sur celle qui est imputable aux ventes locales des filiales étrangères d'origine américaine.

<sup>6</sup> Par ailleurs, l'auteur inclut dans sa régression le taux d'imposition, la proximité culturelle, la stabilité politique ainsi qu'un différentiel de PIB par travailleur censé représenter les différences de dotation factorielle entre pays.

*sectional data*) de l'année 1989 utilisée par Brainard supportent l'idée selon laquelle la production des filiales étrangères des firmes multinationales américaines s'accroît par rapport aux exportations de ces dernières plus les coûts de transports, les barrières à l'échange, les économies d'échelle globales<sup>7</sup> et la taille du marché d'accueil sont importants ; et moins les contraintes sur les investissements, les coûts d'implantation et les économies d'échelle au niveau d'un unique lieu d'activité sont élevés. Autrement dit, ces variables explicatives font bien partie des déterminants d'IDE « *market seeking* » dans la situation exposée ici. Brainard appelle cette approche, le compromis de « proximité-concentration ».

Ekholm (1998) s'est inspirée de cette analyse afin de l'appliquer au cas de la Suède en 1994. Ici, la variable dépendante consiste en la part des ventes des filiales suédoises à l'étranger dans le total des ventes à l'étranger par les firmes multinationales suédoises. Cependant, les données ne sont pas désagrégées par industrie, même si une *dummy* sera supposée contrôler cette simplification. De plus, Ekholm ne conserve dans son estimation que les déterminants les plus influents du modèle de « proximité-concentration », à savoir: les coûts de transport (représentés cette fois par la distance géographique ainsi que par un indice industriel de coût de transport), les économies d'échelle au niveau d'un unique lieu d'activité par rapport aux économies d'échelle globales, et la taille du marché d'accueil appréhendée par le PIB. Dans l'ensemble, la régression économétrique d'Ekholm par la méthode des MCO à partir de données en coupe instantanée conduit à peu près aux mêmes conclusions que celle de Brainard (1997). Seules les variables mesurant les coûts de transport s'y voient accorder des coefficients inconsistants. L'indice industriel de coût de transport n'exercerait ainsi aucune influence sur le terme dépendant alors que la distance géographique découragerait moins les exportations que les IDE horizontaux d'origine suédoise en 1994. L'auteur explique ce dernier résultat par le fait que la distance géographique comprendrait intrinsèquement un élément de distance culturelle nuisible à l'établissement d'une filiale à l'étranger. En outre, d'après Brenton, Di Mauro et Lücke (1999), d'autres raisons sont susceptibles d'augmenter les coûts encourus par les filiales étrangères en fonction du degré d'éloignement de la maison-mère (coûts plus élevés de placer du personnel à l'étranger, coût de communication, coût

---

<sup>7</sup> Nous entendons par économies d'échelle globales les économies d'échelle qui peuvent naître de plusieurs filiales de production (*corporate scale economies*), contrairement à celles qui ne concernent que les activités concentrées dans une seule usine (*plant scale economies*).

d'information, risque de change...). En conséquence, même si les résultats obtenus via les données suédoises sont légèrement moins encourageants que ceux qui prévalaient à partir des statistiques américaines, le modèle de « proximité-concentration » n'en demeure pas moins un modèle d'équilibre général important pour étudier les déterminants de localisation des flux d'IDE horizontaux.

Parallèlement, un autre ensemble d'études empiriques s'intéresse à analyser l'influence de ces variables exogènes « *market seeking* » dans un cadre élargi d'équilibre général. Il s'agit du « *knowledge-capital model* » de Markusen, Venables, Konan et Zhang (1996) et Markusen (1997). Ce modèle théorique permet d'expliquer conjointement les IDE horizontaux et verticaux. Or, Carr, Markusen et Maskus (1998) ainsi que Markusen et Maskus (2001, 2002) se sont attachés à le transposer au sein d'une spécification économétrique<sup>8</sup>. Ils ont ensuite appliqué cette dernière aux ventes manufacturières totales des filiales étrangères d'origine américaine présentes dans trente-six pays d'accueil entre 1986 et 1994 afin d'apprécier dans quelle mesure les IDE américains étaient de nature horizontale et/ou verticale. Dans l'ensemble, les résultats obtenus par ces auteurs apportent un très large soutien empirique au modèle « *knowledge-capital* »<sup>9</sup>. En outre, ils suggèrent que les investissements transnationaux durables en provenance des Etats-Unis<sup>10</sup> sont plus « *market seeking* » que « *resource seeking* » (voir notamment Markusen et Maskus (2002)). Ici encore, la taille du marché d'accueil (additionnée à celle du marché source) ainsi que ses barrières à l'échange apparaissent comme exerçant une influence positive sur la production des filiales étrangères d'origine américaine contrairement aux obstacles aux investissements étrangers qui jouent négativement sur celles-ci<sup>11</sup>. En outre, selon les régressions « *knowledge-capital* » de

---

<sup>8</sup> L'estimation tirée du « *knowledge-capital model* » cherche à expliquer les volumes de production (ou de vente) des filiales étrangères par : la somme des PIB réel des pays sources et d'accueil, la différence entre le PIB réel du pays source et celui du pays d'accueil élevée au carré, la dotation en travail qualifié du pays source par rapport à celle du pays d'accueil, un terme d'interaction entre l'écart de PIB réel entre le pays source et le pays d'accueil et la dotation en travail qualifié du pays source par rapport à celle du pays d'accueil, le coût d'investir dans le pays d'accueil (indice d'obstacles aux investissements étrangers), le coût d'exporter vers le pays d'accueil (barrières aux échanges), le coût d'exporter vers le pays source, ainsi qu'un terme d'interaction entre le coût d'exporter vers le pays d'accueil et la dotation en travail qualifié du pays source par rapport à celle du pays d'accueil élevée au carré.

<sup>9</sup> Pour une application du « *knowledge-capital model* » au cas des ventes des filiales étrangères d'origine allemande (et des stocks d'IDE en provenance de l'Allemagne) entre 1995 et 2001, voir Buch, Kleinert, Lipponer et Toubal (2005).

<sup>10</sup> Selon Buch, Kleinert, Lipponer et Toubal (2005) ainsi que Waldkirch (2010), ceci serait également le cas pour les IDE d'origine allemande.

<sup>11</sup> Notons de surcroît que la variable de distance géographique revêt un coefficient négatif dès lors qu'elle est incluse dans les régressions « *knowledge-capital model* » de ces études. En d'autres termes, ce déterminant aurait une influence négative sur les flux d'IDE.

Carr, Markusen et Maskus (1998) ainsi que de Markusen et Maskus (2001, 2002), un dernier élément favoriserait spécifiquement les IDE horizontaux, il s'agit de la similitude de la taille des économies d'origine et d'accueil. Cette dernière relation est également vérifiée par les travaux de Barrios, Görg et Strobl (2003) destinés justement à valider l'« hypothèse de convergence »<sup>12</sup> sur les IDE bilatéraux de 27 paires de pays OCDE entre 1985 et 1996. Néanmoins, la convergence des dotations factorielles des pays sources et d'accueil qui devrait théoriquement avoir un impact positif sur les IDE horizontaux n'apparaît comme jouant significativement à travers aucune des régressions « *knowledge-capital* » présentées ici<sup>13</sup>. Blonigen, Davies et Head (2003), tout en reprenant le cadre d'étude de Carr, Markusen et Maskus (1998) ainsi que Markusen et Maskus (2001, 2002)<sup>14</sup>, corrigeront ce problème par le biais d'une meilleure spécification – en valeur absolue – de la variable explicative concernée. Ainsi, même si nous serons amenés à voir que ces résultats empiriques ont été critiqués par la suite (sous-section I.2.1 de ce chapitre), le « *knowledge-capital model* » reste un cadre d'analyse général de référence pour expliquer les IDE, et notamment les IDE verticaux.

### *1.1.2 Modèle d'équilibre partiel*

La littérature ayant trait aux déterminants de localisation des IDE se caractérise également par une multitude d'études empiriques d'équilibre partiel cherchant à aboutir au meilleur ajustement possible au travers de spécification économétrique mélangeant plusieurs horizons théoriques. De fait, les variables explicatives « *market seeking* » se retrouvent dans un grand nombre d'analyses et peuvent se voir attribuer des influences différentes sur les investissements transnationaux durables. Parmi elles, la *taille du marché* est indéniablement celle qui a été la plus utilisée et celle qui s'est le plus souvent vue accorder un coefficient significatif (et positif) à travers les régressions d'équilibre

---

<sup>12</sup> L'« hypothèse de convergence » de Markusen et Venables (1996, 1998) stipule que la convergence de la taille et/ou de la dotation en facteur de production de deux pays conduira à un remplacement des entreprises nationales par des firmes multinationales.

<sup>13</sup> A savoir Carr, Markusen et Maskus (1998), Markusen et Maskus (2001, 2002), Barrios, Görg et Strobl (2003).

<sup>14</sup> Notons, que Blonigen, Davies et Head (2003) valideront de surcroît leurs résultats en reproduisant leur exercice à partir de deux spécifications légèrement différentes. L'une portant notamment sur les ventes totales de filiales étrangères d'origine américaine concernant tous les secteurs d'activité économique, l'autre couvrant 15 pays sources de l'OCDE et 38 pays d'accueil entre 1982 et 1992.

partiel cherchant à expliquer les IDE. Ainsi, le PIB est le seul déterminant qui fait véritablement consensus au sein des spécialistes du domaine. Inutile donc d'énumérer la quantité incalculable d'études empiriques le comprenant. Toutefois, cet indicateur ne peut être utilisé tel quel en tant que régresseur dès lors qu'il apparaît également dans le terme dépendant d'une estimation économétrique. Or, ceci arrive assez souvent quand les auteurs souhaitent normaliser leur variable dépendante des flux d'IDE pour contrôler l'effet des « grand pays d'accueil » (Singh et Jun (1995)). Dans ce cas, la taille d'un marché hôte est alors généralement prise en compte par le PIB par tête<sup>15</sup>. Néanmoins, ce dernier obtient des résultats beaucoup plus mitigés que le PIB en tant que déterminant des IDE<sup>16</sup>. Ceci est dû au fait que parallèlement à l'effet attractif de la taille du marché qu'il véhicule, le PIB par tête appréhende aussi le revenu moyen des habitants et donc le coût du travail d'un lieu d'implantation potentiel.

Par ailleurs, au côté de sa *taille*, les firmes multinationales sont également susceptibles de considérer le *dynamisme* d'un marché d'accueil dans leur choix de localisation. C'est la raison pour laquelle la variable exogène du taux de croissance du PIB se rencontre assez fréquemment au sein des estimations utilisées par les études empiriques portant sur la détermination du comportement des IDE. Cependant, au même titre que pour le PIB par tête, la significativité positive du coefficient du taux de croissance semble dépendre fortement de la spécification retenue par ces estimations. En effet, de toutes celles que nous avons analysées contenant ce régresseur, la moitié seulement lui confère un pouvoir explicatif statistique<sup>17</sup>.

*Les coûts de transport*, pour leur part, se voient incarnés par plusieurs indicateurs distincts parmi les régressions déterminant la localisation des IDE. La distance géographique est celui de ces indicateurs qui est le plus largement utilisé dès lors que les

---

<sup>15</sup> Notons que parfois le PIB et le PIB par tête cohabitent dans les variables explicatives d'une même régression consacrée à la localisation d'IDE. Dans ce cas, le PIB par tête est inclus pour appréhender le coût du travail du marché d'accueil.

<sup>16</sup> Le PIB par tête se voit associer un coefficient non-significatif dans les études empiriques de Campos et Kinoshita (2003), Jensen (2004), Hakkala, Nörback et Svaleryd (2005), Javorcik et Wei (2009), Goodspeed, Martinez-Vasquez et Zhang (2006), Habib et Zurawicki (2002), Loree et Guisinger (1995), Resmini (2000), Singh et Jun (1995) et Walsh et Yu (2010). En revanche, il obtient un coefficient positif dans celles de Alsan, Bloom et Canning (2004), Campos et Kinoshita (2008), Brouthers, Gao et McNicol (2008), Desbordes et Vicard (2009), Méon et Sekkat (2004), Neumayer et Spess (2005), Root et Ahmed (1979), Schneider et Frey (1985), Smarzynska Javorcik Beata (2004), Stein et Daude (2001) ainsi que Tobin et Rose-Ackerman (2005). Bien entendu ces listes sont non-exhaustives.

<sup>17</sup> Le taux de croissance du PIB se voit accorder un coefficient positif et significatif dans les régressions de localisation des IDE de Fan, Morck, Xu et Yeung (2007), Contractor (1991), Culem (1988), Schneider et Frei (1985), Root et Ahmed (1979) et Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004). En revanche, il obtient un coefficient non significatif dans celles de Walsh et Yu (2010), Meon et Sekkat (2004), Drabek et Payne (2002), Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001), Singh et Jun (1995), Habib et Zurawicki (2002) et Scaperlanda et Mauer (1969).

données de flux d'IDE choisies sont d'ordre bilatéral. En effet, dans ce cas précis, et dans la lignée de ce qui a été dit précédemment sur la *taille du marché*, le modèle de gravité est bien souvent adopté et adapté au cas des investissements transnationaux durables. Cependant, la théorie énonce une influence opposée de la distance géographique sur les IDE horizontaux et sur les IDE verticaux. Il va de soi que l'éloignement du pays d'accueil entraîne des coûts de transport plus élevés censés favoriser l'implantation d'une filiale pour desservir le marché local par rapport aux exportations (voir sous-section I.1 de ce chapitre). Mais il apparaît aussi comme évident que cet éloignement renchérit *de facto* le coût du commerce intra-firme intrinsèque à l'éclatement international d'une séquence de production. Sans oublier que, comme nous l'avons évoqué au sujet des résultats obtenus par Ekholm (1998) présentés dans la sous-section I.1 de ce chapitre, la distance géographique est susceptible de s'accompagner d'une distance culturelle contraignante quelle que soit la motivation de l'investissement considéré. Par conséquent son effet théorique sur les *IDE totaux* se révèle pour le moins ambigu. Néanmoins, empiriquement, l'impact négatif de cette variable sur les IDE verticaux paraît supérieur à celui, positif, qui devrait affecter les IDE horizontaux. En effet, une large majorité des études économétriques intégrant la distance géographique dans leur régression explicative des investissements transnationaux durables accordent un pouvoir explicatif négatif à ce facteur<sup>18</sup>, tandis que le reste aboutit à un coefficient non-significatif (Alsan, Bloom et Canning (2004), Thomas et Gross (2001), Liu, Wei et Romilly (1997)). Tout compte fait, il n'existe, à notre connaissance que l'analyse d' Egger et Pfaffermayr (2004)<sup>19</sup>, portant tout particulièrement sur la question, qui parvienne à trouver une influence positive robuste de la distance géographique sur les IDE. Ces auteurs s'appuient sur un modèle d'échange international à trois facteurs et utilisent une méthode économétrique alternative (l'approche d'Hausman-Taylor SUR) pour expliquer les stocks d'IDE sectoriels bilatéraux sortants américains, puis allemands entre 1989 et 1999. Toutefois, même à partir de leurs résultats, Egger et Pfaffermayr concluront que la sensibilité des

---

<sup>18</sup> Alfaro et Charlton (2007), Bevan et Estrin (2000), Bevan, Meyer et Estrin (2004), Brenton, Di Mauro et Lücke (1999), Desbordes et Vicard (2009), Habib et Zurawicki (2002), Hall et Petroulas (2008), Lipsey (1999a), Rasciute et Pentecost (2010), Razin et Sadka (2006), Razin, Sadka et Tong (2007), Resmini (2000), Stein et Daude (2001), Wei (2000), Buch, Kleinert et Toubal (2003), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005), Ekholm (1998), Martin et Velazquez (1997), Barrios, Görg et Strobl (2003). Bien entendu, cette liste est non exhaustive.

<sup>19</sup> Même si l'étude d' Egger et Pfaffermayr (2004) s'appuie sur un modèle d'équilibre général expliquant les IDE (Voir sous-sections I.2.1 et I.3.1 de ce chapitre), nous la présentons dans cette sous-section I.1.2 du fait de l'importance qu'elle accorde à la variable explicative de la distance géographique.

IDE à la distance géographique dépend du cadre d'analyse retenu, et notamment de la motivation – horizontale ou verticale – dominante des IDE totaux étudiés.

Il est à noter que la distance géographique se voit souvent accompagnée de la *distance culturelle* dans les équations de gravité appliquées aux IDE. En effet, plus un pays d'accueil propose des ressemblances culturelles avec le pays d'origine d'une firme multinationale et plus cette dernière pourra y installer une filiale facilement et s'évitera des coûts d'adaptation dispendieux. Trois variables sont usuellement employées afin d'approcher ce phénomène. La plus concluante semble être le partage d'une langue commune. A l'image de celle de Brainard (1997), décrite précédemment (sous-section I.1 de ce chapitre), les études intégrant la proximité linguistique aboutissent très souvent à un effet positif et significatif d'un tel facteur sur les IDE. Ainsi Globerman et Shapiro (2003) trouvent que la localisation des flux d'IDE sortants américains entre 1994 et 1997 est déterminée entre autres par l'usage de la langue anglaise dans le pays d'accueil. Idem pour Buch, Kleinert et Toubal (2003) qui s'intéressent, quant à eux, à l'impact de l'utilisation de la langue allemande sur les activités des filiales étrangères d'origine germanique entre 1990 et 2000. Sans oublier les travaux comprenant non pas un mais plusieurs pays sources dans leur analyse et qui aboutissent également à une influence positive du partage d'une langue commune sur les flux d'IDE bilatéraux (Wei (2000b), Stein et Daude (2001), Razin, Sadka et Tong (2007), Razin et Sadka (2006), Desbordes et Vicard (2009), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005), Barrios, Görg et Strobl (2003)).

La seconde variable la plus utilisée dans la littérature économique pour rendre compte de la proximité culturelle est la contiguïté des économies considérées. Il va de soi que l'existence d'une frontière commune implique un rapprochement commercial, linguistique et historique entre deux pays, ne serait-ce que sur les zones concernées. Cependant, la variable exogène de la contiguïté géographique bénéficie d'une validation empirique moins soutenue au sein des régressions consacrées à déterminer la localisation des IDE que celle traduisant le partage d'une langue commune. Bien que la majorité de ces régressions lui confère un coefficient positif allant dans le sens de la théorie ((Bevan, Meyer et Estrin (2004), Brenton, Di Mauro et Lücke (1999), Globerman et Shapiro (2003), Rasciute et Pentecost (2010), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005)); certaines échouent à lui accorder de la significativité (Grubert et Mutti (1991), Stein et Daude (2001), Desbordes et Vicard (2009), Brainard (1997), Buch, Kleinert et Toubal (2003)).

Enfin, une autre manière de mesurer la distance culturelle entre deux pays consiste à construire un indice à cet effet. Ce travail a notamment été entrepris par Kogut et Singh (1988) dans le but d'évaluer l'importance d'un tel indice<sup>20</sup> sur le choix du mode d'entrée (fusion-acquisition, *greenfield* ou joint-venture) des IDE étrangers aux Etats-Unis entre 1981 et 1985. L'indice de Kogut et Singh a par la suite été utilisé dans l'optique d'expliquer la localisation des flux d'IDE en général. Etant donné que celui-ci retrace la *distance* et non la *proximité* culturelle, la théorie s'attend à ce qu'il exerce une influence négative sur les investissements transnationaux durables entre deux économies. Cette relation est en tout cas validée empiriquement par Liu, Wei et Romilly (1997), pour les flux annuels d'IDE entrants chinois en provenance de 22 pays entre 1983 et 1994, ainsi que par Loree et Guisinger (1995) pour les IDE d'origine américaine à destination de 48 pays étrangers en 1977 et 1982. Toutefois elle manque de significativité au sein des travaux d'Habib et Zurawicki (2002) qui s'intéressent à expliquer les flux d'IDE bilatéraux d'un ensemble de 89 pays entre 1996 et 1998. De manière surprenante, les régressions de Thomas et Grosse (2001), portant sur les flux entrants d'IDE au Mexique entre 1980 et 1995, confèrent même un coefficient *positif* et significatif à l'indice de Kogut et Singh. Les auteurs expliquent l'incohérence théorique de ce résultat par le fait que les facteurs culturels ne seraient pas si importants dans la détermination des investissements transnationaux durables allant s'installer au sein des pays émergents. Ils ajoutent que la plupart de ceux entrants au Mexique proviennent de pays moins latins tels que les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon. Toujours est-il que cette contradiction soulève quelques interrogations quant à la pertinence de l'indice de distance culturelle de Kogut et Singh dans la détermination géographique des IDE.

Il convient de remarquer que l'étude de Stein et Daude (2001) s'appuie, quant à elle, sur une variable culturelle distincte pour expliquer ces flux de capitaux. Il s'agit des liens dus au passé colonial de certaines économies d'accueil. Ces auteurs, à partir des stocks bilatéraux d'IDE de 1996 en provenance de pays membres de l'OCDE, arrivent à la conclusion que les anciennes colonies ont un léger avantage d'attractivité par rapport aux autres territoires vis-à-vis des IDE en provenance de leur ancienne métropole. Daude et Fratzscher (2006) tireront les mêmes enseignements à partir de 77 économies

---

<sup>20</sup> L'indice de Kogut et Singh (1988) se base sur 4 dimensions culturelles: l'aversion à l'incertitude, l'individualisme, la distance de tolérance au pouvoir et la masculinité-féminité.

industrialisées et émergentes entre 1999 et 2003. Néanmoins cet avantage ne semble pas s'appliquer s'agissant des activités non-extractives, tout du moins pour la période 1966-1970, si l'on en croit les travaux de Root et Ahmed (1979) portant sur les flux d'IDE entrants de 70 pays en développement.

Bien entendu, la distance – qu'elle soit géographique ou culturelle – ne représente pas l'unique variable appréhendant les coûts de transport et plus généralement les coûts de desservir un marché étranger. Comme nous l'avons déjà mentionné (sous-section I.1 de ce chapitre), Brainard (1997) démontre que les frais d'assurance et de fret, les droits de douane ainsi que les obstacles aux échanges du pays d'accueil stimulent le recours aux investissements transnationaux durables par rapport aux exportations américaines. De même, une partie de la littérature empirique vouée à expliquer la localisation des IDE a accordé une attention toute particulière aux barrières tarifaires et non tarifaires afin d'apprécier la partie des IDE totaux entrepris dans le but de les contourner (IDE « *tariff jumping* »). Il en ressort des résultats mitigés. Ainsi, l'étude économétrique de Grubert et Mutti (1991) ne soutient que modérément<sup>21</sup> l'impact positif des droits de douanes sur les ventes de biens manufacturiers des filiales étrangères d'origine américaine au sein de leur marché local en 1982<sup>22</sup>. De plus, Girma, Greenaway et Waquelin (1999), vont également conclure à une influence limitée des barrières tarifaires mais aussi des accords de restriction volontaire d'exportation<sup>23</sup> sur les IDE japonais allant s'implanter au Royaume-Uni entre 1988 et 1996. Toutefois, leurs données désagrégées permettent tout de même de dégager un effet positif et non négligeable des *procédures antidumpings* sur ces investissements. De fait, ce serait plutôt ce type de protectionnisme que les IDE horizontaux tenteraient de contourner plutôt que les autres formes d'obstacles aux échanges internationaux. En effet, selon les articles de Belderbos (1997) ou encore de Barrel et Pain (1999), les procédures antidumpings inciteraient fortement les entreprises

---

<sup>21</sup> Sur les deux équations qu'ils régressent, Grubert et Mutti (1991) n'aboutit qu'une seule fois à un coefficient positif, au seuil des 10% seulement, de la variable explicative des droits de douane. Les deux régressions en question ne diffèrent que par la façon dont est prise en compte la variable explicative de l'imposition.

<sup>22</sup> En ce qui concerne les études qui n'ont inclus les droits de douane que comme variable de contrôle dans leur régression déterminant la localisation des IDE, la majorité des résultats apparaît également comme mitigé. Mis à part Host (1972) qui valide l'hypothèse de « *tariff jumping* », Kinoshita et Campos (2008), Swain et Wang (1997), Singh et Jun (1995), Culem (1988) ainsi que Scaperlanda et Mauer (1969) trouvent la plupart du temps un coefficient non significatif et/ou même légèrement négatif de la variable explicative des droits de douane.

<sup>23</sup> Ajoutons que les travaux de Kogut et Chan (1996) accordent aussi une influence positive nuancée aux restrictions volontaires d'exportation, et plus largement aux quotas, sur les IDE électroniques japonais entrants aux États-Unis entre 1976 et 1989.

japonaises à remplacer leurs exportations par des implantations vers les États-Unis et/ou la Communauté Économique Européenne. Un examen plus récent de Blonigen (2002) tend à confirmer cet effet tout en nuancant son ampleur et son étendue à partir des droits de douane antidumpings mis en place aux États-Unis entre 1980 et 1990. En effet, ceux-ci n'agiraient que modestement dans l'augmentation des IDE entrants des États-Unis et n'auraient d'effet que sur les investissements issus de firmes multinationales provenant de pays développés.

Il est à noter que certains auteurs ont abordé la question du phénomène « *tariff jumping* » en termes *d'anticipation de mise en place de barrières protectionnistes* plutôt que de barrières effectives. En effet, l'analyse d'Azrak et Wynne (1995) étendue par celle de Blonigen et Feenstra (1997) s'attache à mesurer l'ampleur des IDE entrepris dans le but de contourner les « menaces protectionnistes » futures. Toutes deux aboutissent ainsi à un effet positif de la *probabilité* de mise en application d'une mesure antidumping – et/ou de clause dérogatoire aux principes de l'OMC<sup>24</sup> dans l'étude de Blonigen et Feenstra – sur la localisation d'IDE manufacturier japonais aux États-Unis<sup>25</sup>. En outre, Blonigen et Feenstra précisent que ce phénomène touche particulièrement le mode d'entrée *greenfield* entre 1981 et 1988.

Enfin, une manière plus large, et donc moins précise, de mesurer les barrières protectionnistes des économies consiste à considérer *l'inverse de leur taux d'ouverture*<sup>26</sup> (ou des importations seulement). Dans ce cas, au même titre que ce que nous obtenions pour la distance géographique, il semblerait que l'effet négatif sur les IDE verticaux semble supérieur à celui positif ayant trait aux IDE « *tariff jumping* ». C'est du moins ce que suggèrent les résultats de Blonigen, Davies, Waddell et Naughton (2004) ainsi que de

---

<sup>24</sup> On peut notamment illustrer ces clauses dérogatoires par l'exemple des accords multifibres, à savoir une restriction quantitative sur le secteur textile passé entre les pays développés et les pays en développement sur la période 1974-2005.

<sup>25</sup> Plus précisément Blonigen et Feenstra (1997) mesurent leur variable de menace de protectionnisme future par les demandes de protection antidumping et/ou de clause dérogatoire aux principes de l'OMC auprès des autorités chargées de vérifier le bien-fondé de cette requête et d'y donner suite ou non. Azrak et Wynne (1995), quant à eux, l'estiment par le nombre de pétitions antidumpings déposées contre les firmes japonaises l'année précédente.

<sup>26</sup> Le taux d'ouverture correspond à la somme des exportations et des importations d'une économie, le tout rapporté à son PIB.

Hall et Petroulas (2008)<sup>27</sup> même si Petroulas (2007) obtient le résultat inverse concernant les flux d'IDE entrants de 18 économies de l'OCDE entre 1992 et 2001.

\*\*\*\*\*

En résumé, il existe deux grands modèles d'équilibre général permettant d'expliquer les flux d'IDE horizontaux, à savoir le compromis de « proximité-concentration » de Brainard (1997) et le « *knowledge-capital model* » de Markusen, Venables, Konan et Zhang (1996) et Markusen (1997). Tous deux ont reçu de solides soutiens empiriques. En outre ils permettent de dégager les principaux déterminants des flux d'IDE « *market seeking* », à savoir la taille du marché, les coûts de transport et les obstacles aux échanges internationaux. Ces déterminants se retrouvent dans une multitude d'analyses empiriques en équilibre partiel. Il ressort de ces analyses que seuls la taille du marché – appréhendée par le PIB – et le partage d'une langue commune exercent une influence positive certaine sur les investissements transnationaux durables. D'un point de vue plus global, il semblerait que l'attractivité d'un territoire dépende positivement de la taille et du dynamisme de son marché ainsi que de sa proximité géographique et culturelle d'avec un pays source, même si ce constat ne fait pas l'unanimité au sein des études économiques vouées à expliquer la localisation des IDE. Quoiqu'il en soit, les IDE « *tariff jumping* » ne reçoivent, pour leur part, qu'un soutien empirique très modéré par cette littérature. Ceci s'explique notamment par le fait que les IDE horizontaux s'y retrouvent très souvent associés aux IDE verticaux au sein de la variable à expliquer. Il convient dès lors de nous tourner vers les déterminants de localisation de ces IDE « *resource seeking* ».

---

<sup>27</sup> Les études de Blonigen, Davies, Waddell et Naughton (2004) et de Hall et Petroulas (2008) s'intéressent respectivement aux flux d'IDE sortants des Etats-Unis vers 35 pays hôtes entre 1983 et 1998 et aux stocks bilatéraux d'IDE de 476 paires de pays entre 1994 et 2004.

## **I.2 Les variables explicatives des IDE « *resource seeking* » et « *strategic asset seeking* »**

Selon Dunning et Lundan (2008), les entreprises chercheuses de ressource sont celles qui « investissent à l'étranger pour acquérir des ressources particulières et spécifiques d'une meilleure qualité et/ou à un coût réel plus faible qu'à domicile ». Ils ajoutent que la plupart, voire la totalité, de la production des filiales implantées dans ce but a vocation à être exportée par la suite vers la maison-mère. A partir de cette définition, trois types d'IDE « *resource seeking* » peuvent être déduits : ceux recherchant de moindres coûts de production, ceux recherchant les matières premières et ceux recherchant des capacités technologiques, managériales ou organisationnelles supplémentaires (encore appelé « *strategic asset seeking* »). La littérature théorique, au même titre que la littérature empirique, s'est principalement intéressée aux premiers cités qui seront associés aux IDE dits verticaux (Helpman (1984,1985)). Par conséquent nous commencerons par développer ce type d'IDE « *resource seeking* » avant de nous pencher sur les deux autres.

### *I.2.1 Modèle d'équilibre général*

Il n'existe, à notre connaissance, qu'une seule et unique étude s'attachant à vérifier empiriquement la théorie des IDE verticaux telle que présentée par le modèle d'équilibre général d'Helpman (1984,1985) ou modèle de « proportions factorielles »<sup>28</sup>. Ce dernier stipule que dans un monde où les coûts de transport et les droits de douanes seraient nuls, chaque séquence du processus de production d'une entreprise aurait tendance à s'implanter là où les coûts des facteurs de production lui seraient profitables. En d'autres termes, les différences de dotations factorielles entre les pays, combinées aux coûts de transaction, joueraient un rôle déterminant dans l'éclatement des activités des firmes multinationales. Il revient encore une fois à Brainard (1993) d'avoir testé

---

<sup>28</sup> Notons tout de même que Tanaka (2011) conduira une analyse économétrique sur le modèle de « proportions factorielles » à partir d'une équation légèrement différente. Il démontrera que les ventes des filiales étrangères d'origine japonaise pour les années 1990, 1995 et 2000 supportent empiriquement le modèle contrairement à celles des filiales étrangères d'origine américaine. D'où sa déduction que les résultats des études précédentes validant davantage la thèse d'IDE horizontaux par rapport à celle des IDE verticaux proviennent principalement des données statistiques américaines qui y sont utilisées.

empiriquement l'impact de ces variables<sup>29</sup> sur les ventes sectorielles des filiales étrangères d'origine américaine dans 27 pays étrangers en 1989. Si l'auteur arrive à des résultats contrastés voire contraires aux prédictions s'agissant des ventes destinées au marché local, ceux n'ayant trait qu'aux exportations vers le pays d'origine, représentant donc les IDE verticaux purs, s'avèrent autrement plus concluants. En effet, la part des ventes totales des filiales étrangères d'origine américaine qui est destinée à la maison-mère réagit positivement et significativement aux différentiels de dotation en capital, en terre cultivable, mais aussi et surtout en travail illettré entre le pays source et le pays d'accueil. A l'inverse, les écarts de dotation de travail qualifié entre les deux économies ainsi que les coûts de fret sembleraient les démotiver. En dépit de cela, Brainard conclura tout de même pour les ventes totales de ces filiales à une non validation empirique du modèle d'IDE de « proportions factorielles » et donc des IDE verticaux.

Cette conclusion sera par la suite remise en cause par Braconier, Norbäck et Urban (2002). Ces derniers critiqueront les travaux de Brainard (1993) ainsi que ceux liés au modèle « *knowledge-capital* » (voir sous-section I.1 de ce chapitre) en ceci qu'ils utilisaient les dotations relatives en travail qualifié pour expliquer les ventes de filiales étrangères. Or cette variable ne détiendrait qu'un pouvoir explicatif indirect contrairement aux *coûts* relatifs entre travailleurs qualifiés et travailleurs non qualifiés<sup>30</sup>. De plus, la majorité de ces études portaient sur des firmes multinationales d'origine américaine quand bien même le modèle de Carr, Markusen et Maskus (1998) désignait les FMN originaires des petits pays comme étant les plus susceptibles d'être concernées par des motivations « *resource seeking* ». C'est la raison pour laquelle Braconier, Norbäck et Urban analyseront, de surcroît, les ventes de filiales étrangères d'origine suédoise pour les années 1986, 1990, 1994 et 1998. Pour ce faire, ils utiliseront dans un premier temps la régression « proximité-concentration » de Brainard (1997). Au final, ils aboutissent à une forte influence positive des *coûts* relatifs de facteur de production sur les exportations des filiales vers la maison-mère mais également, quoique dans une

---

<sup>29</sup> Plus exactement les variables explicatives de la régression de Brainard (1993) sont les suivantes : la différence entre la dotation de capital par tête du pays d'accueil et celle du pays source (en valeur absolue) ; les différences de dotation en travail qualifié, instruit, illettré par habitant entre le pays d'accueil et le pays source ; le PIB du pays d'accueil ; le PIB du pays source ; le fret et une *dummy* « *industry specific* ».

<sup>30</sup> Les coûts relatifs se calculent de la sorte : rapport du salaire qualifié sur salaire non qualifié dans le pays d'accueil / rapport du salaire qualifié sur salaire non qualifié dans le pays d'origine.

moindre mesure, sur toutes les formes de ventes de ces filiales<sup>31</sup>. Par ailleurs, les IDE verticaux purs apparaissent comme sensibles aux PIB des pays hôtes et d'origine de manière positive, ainsi qu'à la distance géographique et aux barrières aux IDE de manière négative<sup>32</sup>. Ainsi, contrairement à ceux de Brainard (1993, 1997), les résultats de Braconier, Norbäck et Urban corroborent la thèse des IDE verticaux. Par ailleurs, il semble intéressant de préciser que la variable explicative principale, à savoir les coûts relatifs du travail qualifié par rapport au travail non qualifié, a dans un second temps été testée, par ces mêmes auteurs, au sein du modèle « *knowledge-capital* » de Carr, Markusen et Maskus (1998) avec le même succès.

Comme nous l'avons déjà évoqué dans la sous-section I.1 de ce chapitre, le modèle « *knowledge-capital* » reprend la théorie des IDE verticaux pour l'analyser aux côtés de celle des IDE horizontaux. Il arrive à la conclusion que les stratégies *verticales* seront dominantes si le pays d'origine est relativement petit et abondant en travail qualifié par rapport au pays source, et ce dès lors que les coûts de transports ne sont pas excessifs. Les variables généralement utilisées afin de retranscrire les deux premières conditions sont la différence des dotations en travail qualifié ainsi que son produit avec la différence de la taille des économies sources et d'accueil<sup>33</sup>. Carr, Markusen et Maskus (1998) trouvaient ainsi que ces deux facteurs jouaient un rôle significatif allant dans le sens de la théorie verticale pour ce qui est des ventes manufacturières totales des filiales étrangères d'origine américaines entre 1986 et 1994. Cependant, Blonigen, Davies et Head (2003), bien que reprenant les mêmes données, ainsi que Buch, Kleinert, Lipponer et Toubal (2005) sur le cas des filiales étrangères d'origine allemande entre 1995 et 2001 aboutissent à des signes s'opposant à ceux de Carr, Markusen et Maskus (1998) respectivement sur la différence de qualification et sur son produit avec les écarts de PIB. Ces résultats économétriques contradictoires du modèle « *knowledge-capital* » sont bien résumés par l'étude économétrique de Markusen et Maskus (2001) qui confère simultanément une influence significativement positive puis négative à ces deux variables

---

<sup>31</sup> Ventes totales des filiales, exportation des filiales vers un pays tiers ou encore ventes de celles-ci destinées au marché local.

<sup>32</sup> Les barrières commerciales se voient, quant à elles, associer un coefficient non-significatif à travers les régressions de Braconier, Norbäck et Urban (2002).

<sup>33</sup> Ou sous forme algébrique : (dotation de travail qualifié du pays domestique – dotation du travail qualifié du pays étranger) x (PIB du pays domestique – PIB du pays étranger). Les dotations du travail qualifié du pays domestique et son PIB devant être relativement plus élevées et plus faible que ceux du pays étranger, on s'attend à un effet négatif de ce terme d'interaction sur les IDE verticaux.

sur les IDE verticaux en fonction des flux analysés (respectivement les ventes des filiales étrangères d'origine américaine additionnées à celles des filiales américaines d'origine étrangère ou les ventes des filiales étrangères d'origine américaine seules)<sup>34</sup>.

Nous avons vu, il y a de cela deux paragraphes, que, selon Braconier, Norbäck et Urban (2002), la difficulté du modèle économétrique « *knowledge-capital* » à appréhender les IDE verticaux provenait de l'adoption d'une variable de dotation relative en travailleur qualifié mal spécifiée ainsi que de la couverture géographique des données limitée aux Etats-Unis. Dans un article ultérieur, Braconier, Norbäck et Urban (2005) apporteront une nouvelle confirmation empirique à leur idée en couvrant notamment les ventes de filiales étrangères de 56 pays sources installées dans 85 pays d'accueil pour les années 1986, 1990, 1994 et 1998. Par ailleurs, Davies (2008) démontrera qu'une simple amélioration de l'appréhension des dotations relatives en travailleur qualifié par l'équation économétrique du « *knowledge-capital model* », sans avoir à en changer le cadre d'analyse, suffira à ce que cette dernière prenne véritablement en considération les IDE mus par des motivations verticales<sup>35</sup>. Pour ce faire, il s'appuiera sur les mêmes données que Carr, Markusen et Maskus (1998) et que Blonigen, Davies et Head (2003).

Yeaple (2003), quant à lui, reprochera aux principales études utilisant les régressions « *knowledge-capital* » de ne pas prendre en compte les spécificités industrielles des filiales étrangères. En effet, il est fort probable que les IDE verticaux concernant les branches d'activité à forte intensité technologique soient plus à même de se diriger vers les pays relativement mieux dotés en travail qualifié, et inversement pour les autres IDE. Ainsi, en faisant interagir la variable de dotation relative en travail qualifié des économies d'accueil avec celle de l'intensité factorielle des industries concernées par les investissements, Yeaple supporte la thèse des IDE « *resource seeking* » sur les ventes des filiales étrangères d'origine américaine présentes dans 39 pays en 1994. Cette idée sera par la suite reprise et améliorée par Alfaro et Charlton (2007). Ces derniers estimeront que, contrairement aux idées reçues, les IDE verticaux

---

<sup>34</sup> Notons que le modèle de convergence (variante du « *knowledge-capital* ») testé par Barrios, Görg et Strobl (2003) aboutit également à un effet flou des différences de dotation factorielle des travailleurs qualifiés et du capital physique sur les activités des filiales étrangères des firmes multinationales.

<sup>35</sup> Plus précisément, Davies (2008) démontrera que l'augmentation des écarts de dotation relative en travail qualifié exerce une influence positive sur les IDE entre deux pays pour lesquels ces écarts sont déjà élevés. Dans le cas inverse, une augmentation des écarts de dotation relative en travail qualifié aurait un impact négatif sur les IDE. Autrement dit, les IDE entre deux pays à niveau de développement proche seraient de nature majoritairement horizontale tandis que ceux entre deux pays à niveau de développement différent seraient principalement verticaux.

s'opèreraient plus volontiers entre deux pays développés tandis que le recours à la sous-traitance prédominerait entre pays à niveau de développement différent. Ceci viendrait du fait qu'il serait préférable pour les FMN de détenir un contrôle sur les activités les plus proches du stade de la finition de leur produit. En effet, ces activités sont plus enclines à recourir à un savoir-faire voisin de celui de la maison-mère, d'utiliser des secrets de fabrication à protéger et d'avoir un impact plus prononcé sur la qualité finale du produit. A partir d'un modèle économétrique « *knowledge-capital* » les auteurs trouvent ainsi que les variables explicatives reflétant les avantages comparatifs ne deviennent significatives qu'à travers l'utilisation de données désagrégées au degré le plus fin possible de la nomenclature d'activité. Pour aboutir à ce résultat, ils utilisent donc une base statistique microéconomique portant sur les opérations de 650000 filiales étrangères présentes dans 213 pays en 2005. Par ailleurs, les travaux empiriques de Geishecker et Görg (2005) apporteront une preuve supplémentaire quant à la nécessité de prendre en compte des données désagrégées par secteur d'activité lors de l'application empirique du modèle « *knowledge-capital* ». En étudiant les stocks bilatéraux d'IDE entre 60 pays sur la période 1994-2001 à travers une régression similaire à celle de Carr, Markusen et Maskus (1998), ces auteurs sont parvenus à la conclusion que la motivation de ces investissements dépendait de leur secteur d'activité. Plus précisément, les IDE manufacturiers y apparaissent comme étant essentiellement verticaux tandis que les IDE de services y démontrent un comportement horizontal.

Pour mémoire, rappelons que le modèle théorique « *knowledge-capital* » stipule que les IDE « *resource seeking* » ne commenceraient à apparaître qu'à partir du moment où les coûts de transaction entre deux économies sont suffisamment faibles pour qu'une telle opération soit profitable. Or, si ce sujet a déjà été abordé sous l'angle opposé du « *tariff jumping* » lors de la sous-section I.1 précédente, un élément spécifique aux IDE verticaux purs doit encore être pris en considération. En effet, parallèlement aux coûts d'accès au pays d'accueil qui doivent être assez bas pour que la filiale étrangère puisse importer ses inputs à moindres frais, les IDE verticaux, compte tenu de leur nature, requièrent également des conditions d'accès facilitées vers le pays de la maison-mère. De fait, le coût d'exportation vers le territoire d'origine<sup>36</sup> est intégré dans certaines des régressions « *knowledge-capital* ». Néanmoins, cette variable explicative y obtient des

---

<sup>36</sup> Ce coût est reflété par un indice de protectionnisme du pays d'origine vis-à-vis des importations calculé par le World Economic Forum.

résultats mitigés. En effet, elle se voit attribuer tour à tour un coefficient négatif fidèle à la théorie (Carr, Markusen et Maskus (1998)), puis un coefficient non significatif quoiqu'abordant le signe attendu (Blonigen, Davies et Head (2003)) avant d'obtenir un coefficient positif contraire aux attentes sans plus d'explications (Markusen et Maskus (2001)).

Enfin, Egger et Pfaffermayr (2004) puis Hall et Petroulas (2008) s'attacheront, eux aussi, à tester économétriquement l'estimation « *knowledge-capital* » à ceci près qu'ils y ajouteront, à l'instar de Brainard (1993), une variable explicative de dotations relatives de capital physique. Les premiers cités appliqueront ainsi cette nouvelle régression sur les stocks d'IDE sortants des Etats-Unis et de l'Allemagne entre 1989 et 1999. Il en ressort que l'écart de dotations relatives de capital physique entre le pays source et le pays d'accueil exerce bel et bien une influence positive sur les investissements transnationaux durables à partir des données américaines. Toutefois, cette relation disparaît dès lors que les statistiques allemandes sont utilisées. Egger et Pfaffermayr en déduisent que les firmes multinationales germaniques seraient mus par des motivations plus horizontales que leurs homologues outre-Atlantique. Quoi qu'il en soit, leurs résultats soulignent l'importance primordiale du cadre d'analyse retenu au sein d'une telle régression. Sans doute est-ce la raison pour laquelle Hall et Petroulas ne trouvent aucune trace d'IDE vertical à partir de leur spécification « *knowledge-capital* ». En effet, l'analyse de ces auteurs, portant sur les stocks bilatéraux d'IDE de 476 paires de pays entre 1994 et 2004, aboutit à un manque de significativité des coefficients associés à toutes les variables explicatives liées aux dotations relatives factorielles<sup>37</sup>, parmi lesquelles celles concernant le stock de capital par tête.

Au final, bien que la régression « *knowledge-capital* » ne prenne pas suffisamment en compte les IDE verticaux dans sa formulation et ses applications initiales, quelques légères modifications suffisent à résoudre ce problème. Il suffit simplement de retenir un cadre d'analyse pertinent (données désagrégées par secteur d'activité, choix du pays d'origine) et/ou d'améliorer la définition des variables explicatives de dotation relative en facteur de production (travail qualifié, capital physique). Ainsi transformée, la spécification « *knowledge-capital* » forme avec celle des

---

<sup>37</sup> Ces variables sont : le stock de capital relatif, la différence de capital humain, l'interaction entre les coûts de transport et les différences de capital humain élevées au carré ainsi que le produit du PIB et des différences de capital humain.

« proportions factorielles » les deux modèles d'équilibre général de base permettant la détermination empirique des IDE « *resource seeking* ».

### 1.2.2 *Modèle d'équilibre partiel*

Bien entendu, une grande partie des régressions d'équilibre partiel ayant pour objectif de déterminer la localisation des flux d'IDE prennent également en considération les critères chers aux yeux des firmes multinationales verticales. A l'image de Braconier, Norbäck et Urban (2002), la variable explicative communément utilisée dans cette optique a trait aux coûts (relatifs ou non) des facteurs de production et plus précisément à ceux du marché du travail. Les *coûts salariaux*, pris tels quels, se verront associés à des résultats généralement mitigés en tant que déterminant des investissements transnationaux durables<sup>38</sup>. Une des explications à cela est que la prise en compte des IDE *totaux* comme terme dépendant implique, de fait, celle des IDE horizontaux qui, pour leur part, sont davantage attirés par la taille des économies que par les coûts des facteurs de production.

En outre, les salaires seuls ne nous apparaissent pas comme étant une mesure pertinente du coût de la main d'œuvre s'ils ne sont pas corrigés de la productivité des employés<sup>39</sup>. Il est entendu qu'un travailleur productif peut être plus rentable pour une entreprise alors même qu'il est mieux rémunéré que ses partenaires. C'est pourquoi nous nous concentrerons davantage à présenter les études cherchant à déterminer la localisation des IDE par les coûts salariaux par unité produite, ou *coûts salariaux unitaires* (ULC). Néanmoins, en dépit de cette amélioration de définition, les résultats

---

<sup>38</sup> Les travaux de Schneider et Frei (1985), Zhang (2005), Globberman et Shapiro (2003), Goodspeed, Martinez-Vazquez et Zhang (2006), Kinoshita et Campos (2003), Liu, Wei et Romilly (1997), Rasciute et Pentecost (2010), Resmini (2000), Singh et Jun (1995) et Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010) concluent à un rôle dissuasif du niveau des salaires du pays d'accueil sur les IDE. Mais Wei (2000) et Wheeler et Mody (1992) aboutissent au résultat opposé tandis que les études empiriques de Billington (1999), Loree et Guisinger (1995), Stein et Daude (2001), Thomas et Grosse (2001) et Kinoshita et Campos (2002) peinent à trouver de la significativité au coefficient associé au coût du facteur travail dans leur régression portant sur la localisation des IDE. Par ailleurs, l'étude d'Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006) souligne que l'influence des coûts salariaux moyens relatifs sur les IDE dépend du pays source retenu. C'est en tout cas ce que suggère leur économétrie en données de panel portant sur les stocks d'IDE entrants de 7 pays d'Europe centrale et orientale entre 1995 et 2002. En effet, si de faibles coûts relatifs de production semblent améliorer l'attractivité des PECO aux yeux des firmes multinationales américaines, cela ne serait pas le cas s'agissant des investisseurs provenant de l'Union Européenne.

<sup>39</sup> Notons que la qualification des travailleurs peut aussi être considérée comme un déterminant « *resource seeking* ». Pour un développement approfondi de son influence sur les IDE à travers la littérature empirique, se rendre à la sous-section II.1.3 de ce chapitre.

empiriques concernant l'impact des coûts du travail sur les IDE demeurent décevants. Kravis et Lipsey (1982) sont les premiers à utiliser les coûts salariaux unitaires pour expliquer le choix du lieu d'implantation des filiales étrangères d'origine américaine exportant leur production vers les Etats-Unis ou un pays tiers, et ce pour chaque type d'industrie en 1966. Ils justifient le manque de significativité qu'accorde finalement leur régression à cette variable exogène par la difficulté à mesurer correctement la productivité et le coût du travail. Un tel manque de pouvoir explicatif des coûts salariaux unitaires sur les IDE se retrouvera par la suite dans les études économétriques de Girma, Greenaway et Wakelin (1999), Farrell, Gaston et Sturm (2004) et Görg, Molana et Montagna (2009). Les travaux de Culem (1988), quant à eux, conféreront aux différentiels de coût de travail unitaire entre le pays source et le pays d'accueil tour à tour un coefficient négatif, non significatif et même *positif* respectivement sur les flux d'IDE bilatéraux de six pays industrialisés<sup>40</sup>, sur les flux d'IDE bilatéraux entre la CEE et des Etats-Unis puis sur les flux bilatéraux d'IDE intra-européens<sup>41</sup> entre 1969 et 1982. L'auteur expliquera cette dernière contradiction par le fait que les investissements transnationaux durables intra-européens sont avant tout motivés par d'autres déterminants de localisation que les coûts de la main d'œuvre, ces derniers ne jouant qu'à la marge.

On peut ajouter que par le terme « intra-européen », Culem (1988) ne désigne que cinq pays développés : l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Belgique. Or, on est en droit de s'attendre à ce que les écarts de coûts salariaux, même corrigés de la productivité, soient plus importants, et donc qu'ils influencent davantage la localisation des IDE, entre des économies hôtes à niveau de développement différent. Ce raisonnement vaut de même pour les études de Girma, Greenaway et Wakelin (1999), Farrell, Gaston et Sturm (2004) et Görg, Molana et Montagna (2009), citées plus haut, qui se concentraient principalement sur des échantillons de terres d'accueil développées<sup>42</sup>. Néanmoins les résultats de Barrell et Pain (1998, 1999) nuancent cette affirmation. En utilisant des mesures relatives de coûts unitaires du travail, Barrell et Pain

---

<sup>40</sup> Il s'agit des Etats-Unis, de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni, de la Hollande et de la Belgique.

<sup>41</sup> Etrangement, la même régression de Culem (1988) portant sur flux d'IDE bilatéraux intra-européens aboutit à un coefficient négatif *des ULC absolus* du pays d'accueil.

<sup>42</sup> Girma, Greenaway et Wakelin (1999) s'intéressent aux IDE japonais au Royaume-Uni entre 1988 et 1996. Farrell, Gaston et Sturm (2004), pour leur part, étudient les IDE manufacturiers japonais vers 15 pays de l'OCDE sur la période 1984-1998. Enfin, Görg, Molana et Montagna (2009) analysent les flux d'IDE entrants de 18 pays à haut revenu membres de l'OCDE pour la période 1984 et 1998.

démontrent que cette variable a un impact négatif significatif sur les stocks d'IDE manufacturier d'origine américaine vers les pays d'Europe (Barrell et Pain (1999)) ainsi que sur les flux d'IDE d'origine japonaise vers l'Europe et les Etats-Unis (Barrell et Pain (1998)) au cours des années 80, début 90.

Il n'en reste pas moins que les résultats les plus convaincants concernant l'influence des ULC sur les IDE sont obtenus à partir d'études retenant exclusivement des économies en développement d'accueil dans leur échantillon. En effet, Bevan et Estrin (2000) puis Bevan, Estrin et Meyer (2004) accorderont un effet négatif conséquent aux coûts unitaires du travail, respectivement absolu et relatif, sur les flux d'IDE des pays développés vers les pays en transition au cours de la période 1994-1998. Leurs résultats viennent ainsi renforcer ceux de Lansbury, Pain et Smidkova (1996) qui traduisaient déjà le comportement vertical des firmes multinationales allant s'implanter dans quatre pays d'Europe de l'Est sur la période 1991-1993<sup>43</sup>.

Notons que le *taux de chômage* est également utilisé par certaines études consacrées aux déterminants de localisation des IDE afin de refléter la disponibilité de la main d'œuvre d'un territoire et sa propension à accepter un emploi faiblement rémunéré. C'est la raison pour laquelle les travaux économétriques de Billington (1999) accordent un coefficient positif et significatif à cette variable à travers leur régression des flux d'investissements transnationaux durables à destination de 7 pays développés entre 1986 et 1993<sup>44</sup>. Toutefois, selon Rasciute et Pentecost (2010), un nombre élevé de chômeurs par rapport à la population active d'une économie signale aussi aux firmes multinationales que cette dernière est susceptible d'avoir un marché du travail rigide et que la demande locale de biens et services y est potentiellement déprimée. Dès lors, ces auteurs considèrent que l'impact théorique du taux de chômage sur la localisation des IDE est ambigu ou, plus précisément, qu'il dépend du secteur d'activité économique de la filiale à implanter. En effet, les sociétés transnationales investissant dans les secteurs traditionnels, requérant majoritairement de la main d'œuvre non qualifiée, devraient être attirées par les avantages d'un fort taux de chômage alors que celles investissant dans les

---

<sup>43</sup> Les quatre pays en question sont la République Tchèque, la Slovaquie, la Hongrie et la Pologne.

<sup>44</sup> Les sept pays développés de l'échantillon de Billington (1999) sont les Etats-Unis, le Japon, la France, l'Allemagne, l'Australie, le Canada et le Royaume-Uni. Notons que cet auteur arrivera aux mêmes conclusions s'agissant de la répartition des IDE au sein des régions britanniques. Par ailleurs, Friedman, Gerlowski et Silberman (1992) obtenaient déjà une influence positive du taux de chômage sur les IDE reçus par les Etats américains entre 1977 et 1986.

industries plus intensives en travail qualifié risquent fort d'être découragées par ses inconvénients<sup>45</sup>. Ceci expliquerait pourquoi l'étude empirique de Rasciute et Pentecost portant sur les décisions d'entreprendre des IDE agrégés dans 13 PECO entre 1997 et 2007 n'accorde pas de significativité au coefficient de la variable explicative du taux de chômage. Idem pour la régression d'Habib et Zurawicki (2002) s'attachant à déterminer la localisation des flux d'IDE bilatéraux agrégés entre 89 pays sur la période 1996 et 1998.

Contrairement aux IDE « *tariff jumping* », les IDE verticaux devraient théoriquement réagir négativement aux coûts de transport et d'accès aux marchés. A ce sujet, rappelons que les évidences empiriques des études d'équilibre partiel de détermination de localisation des investissements transnationaux durables *totaux* semblent abonder dans le sens d'une telle relation négative (voir sous-section I.1.2 de ce chapitre). Cependant, la stratégie « *resource seeking* » que nous étudions ici implique que les produits de la filiale étrangère soient exportés vers la maison-mère. Ainsi, à l'image du modèle « *knowledge-capital* », les mesures de *protection du marché source face aux importations* s'ajoutent à la liste des variables explicatives *a priori* pertinentes pour prendre en compte les IDE verticaux. Bien entendu, pour pouvoir inclure un tel régresseur, il faut disposer de données bilatérales permettant d'identifier le pays d'origine et le pays d'accueil de ces investissements. C'est une des raisons pour lesquelles relativement peu d'études portant sur les déterminants des IDE l'ont pris en considération. Quoiqu'il en soit, le peu d'étude en question a généralement appréhendé cette variable explicative par le niveau d'exportation du pays de la filiale vers le pays de la maison-mère. Au final, il en ressort que le degré de protection commerciale du pays source aurait bel et bien un impact négatif sur les localisations d'IDE au sein des pays émergents comme la Chine (Liu, Song, Wei et Romilly (1997)) et le Mexique (Thomas et Grosse (2001)) mais que cet impact disparaîtrait dès lors que l'installation d'activité étrangère prendrait place au sein des pays développés (Petroulas (2007))<sup>46</sup>. En d'autres

---

<sup>45</sup> Sur ce point Rasciute et Pentecost (2010) évoquent le fait que les ouvriers qualifiés frappés par un chômage durable risquent de voir leurs compétences se dégrader avec le temps.

<sup>46</sup> L'étude de Liu, Song, Wei et Romilly (1997) s'intéresse aux IDE entrants chinois en provenance de 22 pays sources entre 1983 et 1994 ; celle de Thomas et Grosse (2001) analyse les flux d'IDE entrants mexicains en provenance de 11 pays entre 1980 et 1995 ; enfin celle de Petroulas (2007) tente d'expliquer les flux bilatéraux d'IDE de 18 pays de l'OCDE entre 1992 et 2001.

termes, les IDE verticaux se dirigeraient davantage vers les économies en développement ou émergentes que vers les économies avancées.

En outre, les investissements « *resource seeking* », dont la production est destinée au pays source, sont d'autant plus susceptibles d'être engagés que la *demande du pays source en question est importante*. Cette affirmation doit cependant être nuancée. En effet, le fait qu'une firme multinationale soit originaire d'une économie dont la taille est suffisamment importante pour profiter d'économie d'échelle qui ne pourrait être atteinte que par la concentration de l'activité dans un unique lieu de production (*plant scale economies*) peut l'inciter à privilégier des investissements domestiques plutôt que des implantations à l'étranger. C'est notamment pourquoi le modèle « *knowledge-capital* » préconise que les IDE verticaux seraient plus à même de provenir de petites économies. De fait, l'effet théorique de la taille du pays source sur l'ensemble des IDE est incertain. Somme toute, les examens économétriques des spécifications d'équilibre partiel abordant le sujet partagent cette incertitude en oscillant entre des coefficients attribués au PIB du pays source non significatifs (Bevan et Estrin (2000), Desbordes et Vicard (2009), Razin et Sadka (2006)) et positifs (Bevan, Meyer et Estrin (2004), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005), Razin, Sadka et Tong (2007)).

Les deux autres ressources que convoitent habituellement les IDE « *resource seeking* » sont les matières premières et les actifs spécifiques. Toutefois, comme nous l'avons évoqué en introduction de cette sous-section I.2, elles ont reçu une attention bien moindre que les coûts des facteurs de production par la littérature des déterminants des IDE.

En ce qui concerne les *matières premières*, le peu d'études économétriques les ayant introduites en tant que variable explicative semble valider empiriquement leur influence positive sur les investissements transnationaux durables. En effet, les travaux de Campos et Kinoshita (2003) démontrent que les dotations en ressource naturelle, représentées par un indicateur qualitatif, des pays en transition attirent significativement les stocks d'IDE entre 1990 et 1998. Ces auteurs préciseront que ce phénomène touche exclusivement les pays de la communauté des Etats indépendants (CEI) compte tenu de la richesse de leur sol. En outre, ils confirmeront cette relation positive à partir cette fois d'une variable appréhendant les ressources naturelles par la part des exportations de fioul et de gaz dans les exportations totales du pays d'accueil, et ce pour un cadre d'analyse

couvrant les stocks d'IDE à destination de 44 pays en développement<sup>47</sup> entre 1989 et 2004 (Campos et Kinoshita (2008)). A notre connaissance, la seule étude empirique cherchant à expliquer la localisation des IDE nuançant quelque peu les conclusions de Campos et Kinoshita (2003, 2008) remonte aux travaux de Root et Ahmed (1979) portant sur les investissements transnationaux durables de 70 pays en développement d'accueil entre 1966 et 1970. Et encore, le fait que leur analyse discriminante ne retenait pas les ressources naturelles<sup>48</sup> parmi les déterminants de localisation des IDE s'explique par le fait que les IDE justement considérés ne concernaient que les secteurs d'activités *non-extractifs*. Quoi qu'il en soit Campos et Kinoshita (2003, p.8) souligneront que les richesses des sols d'un territoire sont susceptibles de nuire aux investissements transnationaux durables du secteur manufacturier, en ceci que la majorité des capitaux risquent d'être engagés en priorité dans les activités extractives.

La validation empirique des IDE « *strategic asset seeking* » cherchant à acquérir un bien spécifique détenu par une firme étrangère est généralement traitée au sein des études s'intéressant à l'impact du taux de change réel dans la localisation des fusions-acquisitions. En effet, nous verrons plus en détail dans la sous-section IV.1.3 de ce chapitre que Blonigen (1997), Buch et Kleinert (2006) ainsi que Georgopoulos (2008) confirment économétriquement la thèse de Blonigen selon laquelle une économie sujette à la dépréciation réelle de sa monnaie verrait ses firmes innovantes davantage ciblées par les velléités de rachat d'acquéreurs potentiels<sup>49</sup>. Pour démontrer cela, ils utilisent dans leurs régressions, aux côtés du taux de change réel, des variables explicatives reflétant le niveau de recherche et développement de l'industrie concernée du pays d'accueil et concluent à un effet fortement significatif de celles-ci sur le nombre de fusions-acquisitions engagées.

On peut remarquer que les dépenses en recherche et développement sont quelques fois utilisées dans le but alternatif de représenter l'avantage d'internalisation de la

---

<sup>47</sup> Plus précisément, l'échantillon de Campos et Kinoshita (2008) est composé de 25 économies en transition et 19 pays d'Amérique latine.

<sup>48</sup> La variable explicative de ressource naturelle de Root et Ahmed (1979) est la part des exportations des matières premières dans le PIB du pays d'accueil.

<sup>49</sup> Plus précisément, l'étude de Blonigen (1997) analyse les F&A d'origine japonaise aux Etats-Unis entre 1975 et 1992 ; celle de Buch et Kleinert (2006) s'intéresse, quant à elle, aux filiales présentes dans les pays de l'OCDE d'origine allemande entre 1996 et 2003 ; enfin, celle de Georgopoulos (2008) tente d'expliquer les fusions-acquisitions étrangères d'origine canadienne entre 1985 et 2001.

maison-mère dictée par la théorie OLI de Dunning (1981). Barrell et Pain (1999), Brainard (1997) et Barrios, Görg et Strobl (2003) trouvent ainsi que les FMN spécialisées dans la haute technologie sont plus à même de recourir à l'investissement direct étranger afin d'éviter le risque de diffusion de ses techniques via la sous-traitance. Par conséquent, quel que soit le fondement théorique qu'elles cherchent à tester, les variables du niveau de R&D du pays d'accueil et du pays source semblent bien jouer un rôle positif dans l'attraction des IDE et/ou des fusions-acquisitions seules.

\*\*\*\*\*

En définitive, à l'instar des IDE « *market seeking* », deux grandes théories d'équilibre général permettent d'appréhender empiriquement les IDE « *resource seeking* ». Il s'agit à nouveau du modèle « *knowledge-capital* », accompagné cette fois du modèle de « proportions factorielles ». Cependant, ces deux modèles nécessitent quelques modifications par rapport à leur spécification économétrique initiale pour bien rendre compte du phénomène. Ceci a permis de mettre en exergue que les motivations – verticales ou horizontales – des firmes multinationales dépendaient notamment de leur pays d'origine ainsi que de leurs secteurs d'activité. Parallèlement, bon nombre d'études empiriques d'équilibre partiel cherchant à expliquer le comportement de localisation des IDE s'appuient également sur les déterminants des IDE « *resource seeking* ». Le bilan que nous pouvons en tirer est que la dotation de sol riche en ressource naturelle ou encore d'entreprises détenant un avantage spécifique met un pays dans de meilleures dispositions pour attirer des IDE totaux. Cependant, il apparaît que les IDE verticaux motivés par le niveau des coûts du facteur travail ne reçoivent qu'un soutien empirique mitigé par cette littérature contrairement à ce que l'on pouvait anticiper. L'une des explications à ce résultat contre-intuitif peut résider dans le fait que les firmes multinationales ne se contentent plus d'une seule séparation entre centre de décision et centre de production mais se tourneraient plutôt vers un éclatement multiple à chaque niveau du processus de création d'un produit en fonction des avantages comparatifs proposés par les différents pays. On ne raisonnerait alors plus simplement sur des IDE verticaux et/ou horizontaux mais sur des formes de production plus complexe à la recherche de l'efficacité maximale.

### I.3 Les variables explicatives des IDE « *efficiency seeking* »

Plutôt qu'une logique distincte des investissements à la recherche de marché ou de ressource, l'IDE « *efficiency seeking* » peut être défini comme une combinaison des deux afin de tirer profit de la meilleure configuration géographique possible des activités d'une firme multinationale. En d'autres termes, les motivations horizontales et verticales cohabitent désormais au sein d'un processus de production éclaté n'engageant plus seulement deux mais tout un ensemble de pays. Par conséquent de nouvelles influences deviennent déterminantes, aux côtés de celles déjà présentées, dans la distribution mondiale des IDE. Il s'agira notamment de l'importance des pays tiers, de l'effet agglomération, de la qualité des infrastructures et de l'ouverture aux échanges.

#### I.3.1 Modèle d'équilibre général

La segmentation internationale de chaque stade de production et les échanges internationaux qu'elle entraîne conduisent, entre autres, à l'émergence des IDE « *vertical export-platform* ». Selon Hanson, Mataloni et Slaughter (2001), ceux-ci ont deux caractéristiques principales. D'une part ils impliquent une activité productive de la filiale étrangère à partir de matières premières fournies par sa maison-mère. D'autre part, cette production intermédiaire a vocation à être exportée, que ce soit vers un/des pays tiers ou vers le pays source. Pour tester empiriquement l'existence de ces IDE dans un modèle d'équilibre général, Hanson, Mataloni et Slaughter utilisent une régression « proximité-concentration » de type Brainard (1997) en changeant simplement la variable dépendante. Au lieu de s'intéresser à la part des exportations dans les ventes totales américaines à l'étranger, ils régresseront le rapport entre les ventes des filiales étrangères d'origine américaine destinées à l'exportation et les ventes de ces mêmes filiales destinées au marché local sur les années 1989 et 1994<sup>50</sup>. Ce faisant, ils aboutissent à la conclusion que les firmes multinationales américaines ont tendance à engager des plateformes d'exportation dans les petits territoires d'accueil peu protectionnistes, productifs et proposant une fiscalité avantageuse. Il est à souligner que la variable dépendante de cette étude ne nous permet malheureusement pas de savoir si les ventes des filiales destinées à

---

<sup>50</sup> Plus précisément, l'analyse de Hanson, Mataloni et Slaughter (2001) utilisent des données désagrégées par branche d'activité et considèrent l'activité des filiales d'origine américaine dans 58 pays étrangers.

l'exportation concernent des produits intermédiaires, comme ce qu'étudient les auteurs, ou des produits finis auquel cas il s'agirait d'IDE de type « *horizontal export-platform* ». Cependant les résultats obtenus par Hanson, Mataloni et Slaughter penchent tout de même en faveur de la première hypothèse.

La prise en compte d'une variable dépendante similaire – de rapport entre les ventes des filiales étrangères destinées à l'exportation et celles vouées au marché local – apparaîtra également au sein d'un cadre plus classique du modèle « *knowledge-capital* » grâce à l'étude de Markusen et Maskus (2001)<sup>51</sup>. Dans un premier temps, ces auteurs appliqueront leur estimation économétrique au cas des filiales étrangères d'origine américaine et des filiales d'origine étrangères implantées aux Etats-Unis. Les résultats qui en découlent confirment que la taille du marché d'accueil importe davantage pour les IDE horizontaux et que la proportion des exportations des filiales étrangères augmente, quant à elle, avec la dotation en travail non-qualifié du pays d'accueil. Dans un second temps, les travaux de Markusen et Maskus vont encore plus loin puisqu'ils régressent, toujours avec l'équation « *knowledge-capital* », les exportations *non-destinées au pays de la maison-mère* par rapport aux ventes sur le marché local des filiales étrangères d'origine américaine. En d'autres termes ils distinguent les IDE « *export-platform* » purs des IDE verticaux. Dans ce cas, il semblerait que, contrairement à ce que laissait entendre la première régression de ces auteurs, les IDE « *export-platform* » purs américains soient insensibles aux dotations factorielles du pays d'accueil. Ces résultats *a priori* contradictoires ne le sont plus si on garde à l'esprit que les investissements transnationaux durables « *efficiency seeking* » peuvent, au-delà de la recherche des meilleurs coûts de production, aussi être motivés par la volonté d'accéder à un grand marché régional (*horizontal export-platform*). Par conséquent, si l'on en croit les résultats de Markusen et Maskus, les exportations totales de l'ensemble des filiales semblent démontrer un comportement « *vertical export-platform* » tandis que les exportations vers les pays tiers des filiales étrangères d'origine américaine paraissent plutôt être mues par des considérations « *horizontal export-platform* ».

Jusqu'ici, les études empiriques de modèle d'équilibre général cherchant à déterminer les IDE que nous avons présentées comportent une limite commune

---

<sup>51</sup> Rappelons que l'analyse de Markusen et Maskus (2001) porte sur les filiales étrangères d'origine américaine présentes dans trente-six pays d'accueil entre 1986 et 1994.

fondamentale : elles n'incluent dans leur équation que des variables correspondant aux pays d'origine et d'accueil. De fait, si ces spécifications s'avèrent appropriées pour expliquer les IDE horizontaux et verticaux, elles deviennent inadaptées à partir du moment où des stratégies complexes engageant d'autres économies apparaissent. Pour pallier cette faiblesse, une littérature empirique récente s'est appuyée sur les derniers développements théoriques liés aux investissements « *export-platform* »<sup>52</sup> ainsi que sur les avancées de l'économétrie spatiale. L'objectif recherché étant de prendre en considération *l'effet des pays tiers* sur la localisation des nouvelles formes d'IDE. Ces nouvelles formes d'IDE correspondent aux deux motivations verticales et horizontales des activités « *export-platform* ».

C'est ainsi que Baltagi, Egger et Pfaffermayr (2005) intégreront l'influence des pays tiers au sein d'une spécification « *knowledge-capital* » à trois facteurs de production du type Egger et Pfaffermayr (2004) (voir sous-section I.2.1 de ce chapitre). Pour ce faire, ils ajouteront aux côtés des variables explicatives de la régression initiale les moyennes géographiquement pondérées par les distances entre le pays d'accueil et les pays tiers de ces mêmes variables<sup>53</sup>. En exerçant cette nouvelle estimation sur les stocks d'IDE sortants des Etats-Unis par industrie à destination de 51 pays entre 1989 et 1999, les auteurs aboutissent à un soutien empirique net en faveur de la coexistence de firmes multinationales « *horizontal export-platform* » et « *vertical export-platform* »<sup>54</sup> sans toutefois arriver à déterminer lesquelles prédominent. Dans leur sillage, Hall et Petroulas (2008) appliqueront une régression économétrique quasi-identique sur les stocks d'IDE réels sortants de 17 pays d'origine<sup>55</sup> vers 29 pays de destinations entre 1994 et 2004. Ici encore, les variables géographiquement pondérées reflétant les effets des pays tiers seront toutes associées à des coefficients significatifs. En outre, l'économétrie spatiale de Hall et Petroulas appuie davantage la thèse des IDE « *vertical export-platform* » que celle des IDE « *horizontal export-platform* ». Toutefois, malgré l'influence non négligeable des pays tiers, les résultats de ces auteurs suggèrent que la localisation des IDE reste tout de

---

<sup>52</sup> Yeaple (2003), Grossman, Helpman et Szeidl (2006), Ekholm, Forslid et Markusen (2007), Markusen et Venables (2007), Bergstrand et Egger (2004), Egger, Larch et Pfaffermayr (2004).

<sup>53</sup> Notons qu'ils intégreront également un terme d'autocorrélation spatiale des erreurs.

<sup>54</sup> Cette conclusion est tirée du fait que tous les régresseurs géographiquement pondérés sont simultanément significatifs au seuil de 1%.

<sup>55</sup> L'Union Européenne des 15, les Etats-Unis et le Japon.

même une décision dominée par les variables explicatives bilatérales correspondant aux pays sources et d'accueil.

Blonigen, Davies, Waddell et Naughton (2007), pour leur part, appréhenderont le rôle des pays tiers sur les IDE en intégrant deux variables d'interdépendance spatiale au sein d'une équation de gravité. L'une de ces variables supplémentaires est le marché potentiel. Il va de soi que les firmes multinationales « *horizontal export-platform* » chercheront à s'implanter dans des territoires dits stratégiques en ceci qu'ils permettront de desservir efficacement un ensemble d'autres économies importantes. Afin d'évaluer ce phénomène Blonigen, Davies, Waddell et Naughton incluront la somme des PIB des pays tiers pondérés par la distance entre le pays d'accueil considéré et les autres pays de l'échantillon. La seconde variable d'interdépendance géographique utilisée par les auteurs, appelée terme d'autocorrélation spatiale, consiste en la corrélation entre les flux d'IDE entrants d'un territoire et ceux des autres territoires à proximité. Blonigen, Davies, Waddell et Naughton partent de l'idée selon laquelle si les coûts d'accès sont relativement faibles entre le pays d'accueil et son marché potentiel, les firmes multinationales préféreront desservir ce dernier en engageant une seule filiale « *horizontal export-platform* » plutôt qu'une multitude de filiales horizontales. Ceci aurait alors comme effet de réduire les IDE entrepris dans les marchés alentours. À l'inverse, les investissements « *vertical export-platform* » seraient davantage susceptibles de se diriger vers les marchés qui disposent de nombreux fournisseurs à proximité et donc de profiter des retombées de l'effet d'agglomération. Toutefois, en appliquant leur régression aux ventes totales des filiales étrangères d'origine américaine présentes dans 35 pays hôtes entre 1983 et 1998, les auteurs aboutissent à des résultats décevants. En effet les coefficients qu'associe leur estimation aux deux variables d'interdépendance spatiale font montre d'une très grande sensibilité selon l'échantillon retenu<sup>56</sup>. Toutefois, à partir de données désagrégées par branche d'activité des IDE d'origine américaine dans les pays européens membres de l'OCDE, Blonigen, Davies, Waddell et Naughton trouvent tout de même une influence des pays tiers en faveur des stratégies d'investissement « *horizontal export-platform* ».

---

<sup>56</sup> Notons toutefois qu'Head et Mayer (2004) trouveront, quant à eux, un impact positif d'une mesure similaire du marché potentiel sur la localisation des IDE japonais à destination des régions de neuf pays européens entre 1984 et 1995.

En résumé, bien que les spécifications initiales de « *knowledge-capital* » et de « proximité-concentration » appréhendent et confirment la présence d'IDE mus par des motivations « *export-platform* », elles ne s'avèrent pas assez sophistiquées pour évaluer les effets des pays tiers. L'économétrie spatiale permet de combler cette lacune en utilisant des variables explicatives tenant compte des spécificités des pays tiers en fonction de leur distance par rapport au pays d'accueil considéré. Tout compte fait, les firmes multinationales semblent bien prendre en compte les caractéristiques des économies alentours d'un territoire d'accueil dans leur choix de localisation. Néanmoins cet effet des pays tiers se révèle tout de même un déterminant d'IDE moins important que les variables traditionnelles bilatérales et, de surcroît, dépend sensiblement des échantillons étudiés.

### 1.3.2 Modèle d'équilibre partiel

Les études empiriques d'équilibre général expliquant la localisation des IDE ont mis en exergue l'importance qu'accordent les firmes multinationales « *efficiency seeking* » aux effets de pays tiers (sous-section 1.3.1 de ce chapitre). Néanmoins, les analyses récentes en économétrie spatiale que nous venons de présenter sont les seules à disposer des outils permettant de prendre en compte ce phénomène dans toute son ampleur. Il n'en demeure pas moins que certains travaux empiriques antérieurs d'équilibre partiel avaient utilisé des variables alternatives moins précises afin d'appréhender au mieux le comportement des IDE « *export-platform* ». Par exemple, la régression de Barrell et Pain (1998) portant sur les flux d'IDE japonais à destination de 11 pays développés entre 1980 et 1991 incluait comme variable explicative le PIB de la Communauté Economique Européenne pour apprécier la *taille du marché potentiel* de chacun de ses pays membres. Suite aux résultats concluants qu'ils obtinrent quant à l'influence positive de ce déterminant à travers leur estimation, Barrell et Pain (1999) l'utilisèrent à nouveau, et encore une fois avec succès, pour expliquer les stocks d'IDE manufacturiers américains allant s'implanter dans 6 pays du vieux continent entre 1978 et 1994.

Parallèlement à la taille du marché potentiel, les *économies d'agglomération* sont également susceptibles d'attirer des IDE à la recherche d'efficacité. Les économies

d'agglomération apparaissent dès lors que des externalités positives peuvent être perçues du fait de s'implanter auprès d'autres firmes exerçant une activité similaire. Qu'il procure des gains provenant de la diffusion technologique, d'un bassin riche en travailleurs qualifiés ou de la présence d'une multitude de fournisseurs ou de clients spécialisés, un tel regroupement se révèle précieux dans la production d'un bien, d'un service ou d'une de leurs composantes. Dès lors, nous pouvons supposer que des séquences de production issues du processus de fragmentation de l'activité des firmes multinationales se situeront plus volontiers vers les zones géographiques de concentration industrielle. C'est notamment un des effets des pays tiers que tentaient d'appréhender Blonigen, Davies, Waddell et Naughton (2007) avec leur terme d'autocorrélation spatiale (voir sous-section I.3.1 de ce chapitre) et c'est ce que s'attachent à vérifier plusieurs autres études empiriques d'équilibre partiel des déterminants de localisation des IDE à un niveau national<sup>57</sup>.

Pour ce faire, la variable explicative la plus communément utilisée est le stock d'IDE retardé du territoire d'accueil. Notons que parallèlement à l'appréhension des *effets d'agglomération*, une telle variable véhicule, de surcroît, un signal concernant la qualité du climat d'investissement d'un pays. Quoi qu'il en soit, l'exercice économétrique de Walsh et Yu (2010) lui assigne un impact positif et significatif sur les flux d'IDE entrants de 27 pays développés et en développement entre 1985 et 2008. Néanmoins, les auteurs trouveront des réactions différentes selon le secteur économique étudié. Plus précisément, les investissements transnationaux durables industriels seraient plus attirés par l'effet agglomération que ceux ayant trait au secteur primaire, tandis que ceux du secteur tertiaire y seraient insensibles. Idem pour Campos et Kinoshita (2003) qui souligneront, eux aussi, l'importance des stocks d'IDE passés dans la localisation des IDE présents au sein des pays en transition entre 1990 et 1998. A l'image des résultats de Walsh et Yu (2010), la relation trouvée par Campos et Kinoshita (2003) prévaut surtout pour les économies d'accueil tournées vers le secteur manufacturier mais perdra de sa significativité dès que la Communauté des Etats Indépendants, plus riche en matière première, sera retenue comme échantillon de pays hôtes. Tout ceci tend à confirmer les résultats auparavant obtenus par Chen (1997) sur les flux entrants d'IDE de 33 pays en

---

<sup>57</sup> Il est à noter que la variable explicative de l'effet agglomération a été beaucoup plus utilisée et gagne indéniablement en précision dans les analyses de localisation des IDE au niveau régional, provincial ou départemental (Etatique dans le cas américain).

développement entre 1987 et 1994 et surtout ceux de Wheeler et Mody (1992). Ces derniers mesurent l'influence de l'effet d'agglomération sur la localisation des investissements étrangers *manufacturiers et électroniques* d'origine américaine au sein de 42 pays entre 1982 et 1988, et ce par le biais de trois variables qui s'avèreront toutes fortement significatives: la qualité des infrastructures, le stock d'IDE présent et le degré d'industrialisation<sup>58</sup>. La première citée semble être celle des trois ayant le plus d'effet dans leur régression mais apparaît aussi comme étant la moins à même d'approcher avec précision le phénomène étudié. Notons que nous serons amenés à revenir sur l'influence des infrastructures sur la localisation des IDE dans la littérature empirique par la suite. Pour ce qui est des deux autres variables captant l'effet d'agglomération dans l'étude de Wheeler et Mody, le stock d'IDE aurait un impact positif plus prononcé sur les IDE de l'ensemble du secteur manufacturier alors le degré d'industrialisation exercerait une influence supérieure sur ceux de la filière électronique seule<sup>59</sup>. Les travaux de Barrell et Pain (1999), que nous avons présentés plus haut, s'appuieront eux aussi sur des variables alternatives pour apprécier la concentration géographique d'activités similaires au sein de 6 pays européens entre 1978 et 1994. Ils retiendront, pour leur part, les niveaux de production sectorielle et de recherche et développement de chaque pays d'accueil considéré par rapport à ceux de l'union européenne. Ce qui n'empêchera pas les auteurs de confirmer empiriquement l'impact de l'effet d'agglomération sur les IDE. A notre connaissance, la seule étude économétrique mettant à mal cette opinion partagée a été conduite par Resmini (2000). A partir d'une variable de concentration industrielle empruntée à Wheeler et Mody (1992), Resmini aboutit à un coefficient négatif de l'effet agglomération à travers son estimation sur les IDE manufacturiers européens à destination des pays en transition entre 1990 et 1995. L'auteur explique que ce signe contradictoire vient du fait qu'une concentration accrue signifie également une concurrence plus soutenue à l'intérieur d'un marché d'accueil, d'où un effet dissuasif sur les firmes multinationales cherchant à gagner des parts de marché.

Comme le pressentaient Wheeler et Mody (1992), un autre facteur d'attractivité, également vecteur d'économie d'agglomération, est primordial aux yeux des firmes

---

<sup>58</sup> Ce degré d'industrialisation équivaut à la part que représente le secteur manufacturier et le secteur extractif dans l'ensemble du PIB.

<sup>59</sup> Notons que cette affirmation est inversée en ce qui concerne l'application de leur régression sur l'échantillon des seuls pays en développement d'accueil.

multinationales « *efficiency seeking* ». Il s'agit de la *qualité des infrastructures*. En effet, selon la CNUCED (UNCTAD (1998, pp.114-115)) : « une condition indispensable pour les stratégies d'intégration complexes est la capacité à relier les filiales spécialisées dans des réseaux mutuels d'activités à travers des installations d'infrastructures adéquates. De telles installations comprennent des moyens de télécommunication de haute qualité ainsi que des systèmes de transport fiables, notamment pour les filiales étrangères qui font partie d'un processus de production en flux tendu mais aussi pour les sièges sociaux régionaux ». Malheureusement, de par la latitude de sa définition, il est impossible de proposer une mesure précise à la qualité des infrastructures<sup>60</sup> et ce d'autant plus que les statistiques disponibles permettant d'approcher le phénomène sont souvent incomplètes. Cette contrainte des données porte sans aucun doute une grande part de responsabilité dans l'inconstance des résultats empiriques liés à l'impact des infrastructures sur la localisation des IDE au sein de la littérature spécialisée. En règle générale quatre variables explicatives peuvent être utilisées pour rendre compte d'une telle relation: le montant d'énergie consommée par habitant, le nombre de lignes téléphoniques principales, l'étendu du réseau routier, ferroviaire et aérien ainsi qu'un indice d'infrastructures basé sur les trois premières. Cependant, pas une seule d'entre elles ne se voit accorder un coefficient positif et significatif indéfectible à travers les régressions ayant pour vocation d'expliquer le comportement des investissements transnationaux durables. Selon Campos et Kinoshita (2008) ainsi que Goodspeed, Martinez-Vasquez et Zhang (2006), les pays proposant une meilleure couverture par leur réseau de télécommunication recevraient davantage d'IDE. Toutefois, cette relation disparaît au sein des travaux d'Alsan, Bloom et Canning (2004), Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) et Campos et Kinoshita (2003). Idem, Goodspeed, Martinez-Vasquez et Zhang (2006) trouvent un impact positif de la consommation énergétique d'un pays sur son attractivité, conclusion qui sera remise en question par les analyses de Billington (1999)<sup>61</sup> ainsi que Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004). Enfin l'utilisation d'un indice de qualité d'infrastructures n'aboutit pas non plus à des résultats univoques en la matière. En témoigne la non significativité des coefficients associés aux variables d'infrastructures à

---

<sup>60</sup> Par exemple, selon Campos et Kinoshita (2008), la proportion de route pavée (ou bitumée) d'un territoire, utilisée par certaines études des déterminants de localisation des IDE pour refléter la qualité de son réseau de transport, perd tout son sens à partir du moment où ce dernier n'est doté que d'une seule et unique voie pavée.

<sup>61</sup> Notons également que l'étude de Billington (1999) n'aboutit pas à une influence positive des dépenses publiques en transport et communication sur les IDE.

laquelle parviennent les régressions d'IDE de Görg, Molana et Montagna (2009) et Walsh et Yu (2010) répondant aux coefficients positifs obtenus via celles de Goodspeed, Martinez-Vasquez et Zhang (2006), Loree et Guisinger (1995), Root et Ahmed (1979), Stein et Daude (2001) et Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010). Ajoutons que l'étude d'Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006), accorde une influence positive à un indice de degré d'avancement des réformes d'infrastructures (transports, télécommunications, etc...) sur les stocks d'IDE nets d'origine américaine et européenne entrants dans 7 pays d'Europe centrale et orientale entre 1995 et 2002.

L'importance des pays tiers et de la qualité des infrastructures dans la localisation des IDE « *export-platform* » tient du fait que ces derniers ne peuvent exister sans échanges. Néanmoins, pour que le commerce international de matière première, de consommation intermédiaire et de produit fini puisse avoir lieu, encore faut-il que les frontières des pays concernés soient un tant soit peu ouvertes. De fait, le *taux d'ouverture* du pays d'accueil doit être ajouté à la liste des déterminants d'IDE « *export-platform* ».

Il convient de préciser que, par construction, le taux d'ouverture comprend les importations et les exportations d'une économie vis-à-vis de *tous ses partenaires commerciaux*. Par conséquent, cet indicateur se révèle plus approprié dans l'étude des stratégies complexes des firmes multinationales que les simples droits de douanes et barrières non tarifaires de l'économie d'accueil ou autres exportations vers le marché d'origine que nous avons présentés précédemment (voir sections I et II de ce chapitre)<sup>62</sup>. Ceci explique pourquoi le taux d'ouverture compte parmi les variables explicatives les plus utilisées par les études économétriques d'équilibre partiel vouées à déterminer la localisation des IDE. Toutefois, au même titre que les coûts de transaction, ce déterminant devrait théoriquement exercer deux effets opposés sur les IDE : un effet négatif sur les pratiques « *tariff jumping* » et un effet positif sur les motivations verticales et « *export-platform* ». Au final, mises à part certaines études empiriques lui accordant un coefficient non significatif (Berger, Busse, Nunnenkamp et Roy (2010), Busse, Königer et Nunnenkamp (2010), Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010), Walsh et Yu (2010)), l'influence positive du taux d'ouverture sur les IDE reçoit un plus grand nombre de

---

<sup>62</sup> Notons que nous avons déjà développé l'influence qu'accordent certaines études empiriques à *l'inverse du taux d'ouverture* sur la localisation des IDE (voir sous-section I.1.2 de ce chapitre).

soutiens statistiques<sup>63</sup> que la thèse de son impact dissuasif sur les firmes multinationales horizontales<sup>64</sup>, du moins dans l'ensemble des articles que nous avons parcourus<sup>65</sup>. En outre, deux d'entre eux retiennent particulièrement notre attention en apportant quelques précisions sur la teneur de ces résultats.

Tout d'abord, l'analyse d'Alsan, Bloom et Canning (2004), souligne que si les IDE entrants de 74 pays entre 1980 et 2000 semblent bien être attirés par le taux d'ouverture, ceci ne serait plus le cas dès lors que seuls les pays développés d'accueil sont retenus dans l'échantillon. Selon eux, un tel résultat appuie l'idée selon laquelle les filiales « *vertical export-platform* » se dirigeraient essentiellement vers les pays en développement et non vers les économies avancées. Toutefois, Walsh et Yu (2010) en trouvant un manque de significativité du coefficient associé à la variable du taux d'ouverture à travers leurs régressions de détermination de localisation des IDE entrants, et ce quelle que soit la catégorie de pays étudiée entre 1985 et 2008, n'étayeront pas cette idée. En revanche leurs résultats indiquent que la variable explicative en question n'aurait d'influence positive que sur les IDE du secteur tertiaire. Cette conclusion peut paraître surprenante étant donné que les services sont généralement de nature moins échangeables à l'international que les biens manufacturés, et donc plus à même d'être à l'origine de stratégie horizontale pure afin de desservir le marché d'accueil. Les auteurs expliqueront ce paradoxe par le fait que l'ouverture pourrait être corrélée avec un phénomène plus large de libéralisation économique proposant ainsi un environnement sain propice aux activités tertiaires.

\*\*\*\*\*

Au vu des analyses que nous avons présentées dans la sous-section I.3, il apparaît que les motivations horizontale et verticale des firmes multinationales se fondent désormais au sein de stratégies de production internationales plus complexes recherchant la meilleure efficacité possible. De fait, même si les spécifications des modèles d'équilibre général de type « proximité-concentration » et « *knowledge-capital* » restent

---

<sup>63</sup> Alsan, Bloom et Canning (2004), Chen (1997), Görg, Molana et Montagna (2009), Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004), Resmini (2000) et dans une moindre mesure Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) et Habib et Zurawicki (2002). Bien entendu, cette liste est non exhaustive.

<sup>64</sup> Blonigen et Davies (2000) et Hallward et Dreimeier (2003). Bien entendu, cette liste est non exhaustive.

<sup>65</sup> Notons que nous aboutissons à une conclusion allant dans le même sens s'agissant de la variable explicative fondée sur l'inverse du taux d'ouverture (voir sous-section I.1.2 de ce chapitre).

appropriées pour expliquer les IDE « *export-platform* », elles doivent désormais recourir aux outils de l'économétrie spatiale afin de prendre en compte le phénomène dans toute son ampleur. En effet, seule cette dernière permet d'estimer l'effet des pays tiers sur la localisation des IDE en question. Ceci étant dit, les études empiriques d'équilibre partiel s'appuient également sur des variables alternatives censées attirer les investisseurs transnationaux durables « *efficiency seeking* ». Il en ressort que, aux côtés des facteurs explicatifs traditionnels « *market seeking* » et « *resource seeking* », l'effet agglomération, l'ouverture commerciale et dans une moindre mesure les infrastructures semblent être des déterminants importants d'IDE. Néanmoins, ces résultats paraissent sensibles aux échantillons retenus et gagneraient à s'appuyer sur des données mieux définies.

Nous venons de présenter les déterminants de localisation des IDE correspondant aux quatre motivations *économiques* principales des firmes multinationales, à savoir « *market seeking* », « *resource seeking* » et « *strategic asset seeking* » ainsi qu'« *efficiency seeking* ». Ceci nous a permis de passer en revue les principales études empiriques traitant directement de ce sujet. Il nous faut cependant garder à l'esprit que les firmes multinationales prennent d'autres critères en considération dans leur choix géographique d'implantation. En l'occurrence, les décisions politiques des gouvernements peuvent jouer un rôle décisif sur la localisation des IDE.

## II LES DÉTERMINANTS POLITIQUES DE LA LOCALISATION DES IDE

Nous appelons déterminants *politiques* de localisation des IDE tous ceux qui relèvent directement de décisions politiques nationales. Il est à préciser que la frontière entre cette catégorie de facteur d'IDE et celle des facteurs économiques « *market seeking* », « *resource seeking* », « *strategic asset seeking* » et « *efficiency seeking* » (section I de ce chapitre) est souvent poreuse. Par exemple, les droits de douane ainsi que la qualité des infrastructures, que nous avons déjà étudiés auparavant, coïncident étroitement avec le groupe présent des déterminants politiques<sup>66</sup>. Bien entendu, la relation inverse prévaudra également. Quoi qu'il en soit, nous pouvons distinguer deux grands ensembles parmi ces variables politiques explicatives d'IDE. D'une part celles ayant trait aux mesures gouvernementales à caractère incitatif (II.1) et d'autre part celles garantissant un environnement stabilisé (II.2).

### II.1 Les mesures gouvernementales à caractère incitatif pour les IDE

Dans la logique actuelle d'attractivité à laquelle sont confrontés les pays, les gouvernements et les autorités monétaires nationales (ou transnationales) ont à leur disposition plusieurs outils pour inciter les investisseurs étrangers à se tourner vers leur territoire. Parmi ces outils politiques, nous pouvons citer la fiscalité (II.1.1), les mesures incitatives ou contraignantes sur les investisseurs (II.1.2), les dépenses d'éducation, de recherche et de santé (II.1.3), les programmes de privatisation et de libéralisation économique (II.1.4) ainsi que le taux d'intérêt (II.1.5). Il s'agit donc d'analyser qu'elle influence accorde la littérature empirique consacrée aux déterminants de localisation des IDE à chacune de ces variables explicatives.

---

<sup>66</sup> Toutefois nous avons préféré les analyser dans la section I précédente en ceci qu'ils font partie intégrante des facteurs *économiques* plus élargis des coûts de transport et de communication.

### II.1.1 La fiscalité

Le premier outil politique facteur d'attractivité des IDE qui nous vient naturellement à l'esprit est la fiscalité. L'idée la plus répandue est que le taux d'imposition des pays d'accueil pèse sur les coûts des filiales étrangères, et influe donc sur leur emplacement, que celles-ci soient de motivation horizontale, verticale ou hybride. Toutefois la simplicité de ce raisonnement se voit sérieusement ébranlée dès lors qu'on y incorpore les arrangements bilatéraux d'imposition. Ceux-ci permettent aux firmes multinationales d'éviter d'être soumises à une double taxation (du pays domestique et du pays d'accueil) sur les activités de leurs filiales. Or, si le système d'exemption d'imposition domestique (ou approche territoriale)<sup>67</sup> rend toujours les territoires à forts prélèvements obligatoires moins attractifs, il n'en est pas de même du système de crédit d'impôt (ou approche mondiale).

Dans le cas d'un arrangement bilatéral d'imposition de type crédit d'impôt, la participation payée à l'économie hôte par la filiale étrangère est comparée à celle qui aurait prévalu au taux domestique de la maison-mère et la différence doit être payée au trésor public du pays d'origine concerné. En d'autres termes, ce n'est plus la fiscalité étrangère qui importe pour les activités transnationales mais la fiscalité du territoire source<sup>68</sup>. Par ailleurs, Rasciute et Pentecost (2010) soulignent que les taux d'imposition du pays d'accueil peuvent se révéler trompeurs s'ils sont associés à des mesures d'accélération d'amortissement du capital ou à des possibilités de soustraction de l'intérêt de la dette au revenu imposable.

En dépit de ces réserves, la littérature empirique portant sur le sujet semble bien accorder au taux d'imposition du pays d'accueil un effet dissuasif sur les IDE. Ceci s'entrevoit par le biais des travaux de De Mooij et Ederveen (2003) qui, à la suite d'une *survey* détaillé et d'une méta-analyse portant sur 25 études économétriques vouées à la détermination de localisation des investissements transnationaux durables, aboutissent à une élasticité moyenne des IDE entrants au taux d'imposition des économies hôtes de -

---

<sup>67</sup> Comme son nom l'indique ce système engage que les revenus des filiales étrangères soient soumis uniquement à la fiscalité du pays sur lequel ces dernières sont localisées.

<sup>68</sup> Razin et Sadka (2006) constateront cependant qu'on ne retrouve pas vraiment ce résultat dans la pratique. Ceci vient du fait qu'il existe plusieurs formes de réduction d'imposition locale pour les revenus contractés à l'étranger et que ces derniers ne sont généralement taxés par le pays d'origine qu'au moment de leur rapatriement permettant ainsi un délai accommodant pour les FMN. Ainsi, en pratique, le taux d'imposition du pays d'accueil apparaîtrait comme plus pertinent que celui du pays d'origine de la maison-mère pour les décisions de localisation des IDE.

3,3. Cependant, les auteurs nous mettent en garde à l'encontre de toute généralisation hâtive de ce résultat en nous démontrant qu'il est très dépendant des différents types d'impôts, d'IDE et de pays sources retenus.

Par exemple, Hartman (1984) ainsi que Boskin et Gale (1987), démontrent que les réinvestissements des profits aux Etats-Unis par les filiales d'origine étrangère semblent bien être négativement sensibles au taux d'imposition américain respectivement entre 1965 et 1979 et entre 1956 et 1984<sup>69</sup>. Toutefois, les travaux de Young (1988) et Murthy (1989), même s'ils confirment la relation précédente, ajouteront que les IDE entrants des Etats-Unis directement financés par des transferts de capitaux de la maison-mère étrangère ne seront, quant à eux, pas influencés par la fiscalité américaine entre 1953 et 1984. Ils expliquent cette différence de réaction par le fait que les investissements transnationaux durables financés par la maison-mère dépendent, contrairement aux bénéfices réinvestis par les filiales, du taux et du système d'imposition du pays d'origine, phénomène qui n'est pas pris en compte dans leurs régressions.

Slemrod (1990) puis Jun (1994) et Cassou (1997) combleront cette lacune en utilisant de nouvelles données sur les IDE qui rendent compte de la nationalité de la FMN qui les a engagés. Ceci leur permet ainsi de considérer le *régime fiscal adopté par le pays d'origine* des filiales dans leurs régressions. Toutefois, aucun consensus ne se dégagera de leurs résultats. En effet, ceux de Slemrod suggèrent que les IDE entrants aux Etats-Unis entre 1960 et 1987 ne dépendraient ni du niveau d'imposition, ni du système de non-double imposition (DTT) en vigueur dans l'économie de la maison-mère. Néanmoins, l'analyse de Cassou trouve un impact positif quoique faible de la première variable citée sur ces mêmes investissements lors de la période 1970-1989 contrairement aux travaux de Jun qui ne conféreront, quant à eux, de la significativité qu'au coefficient de la seconde variable citée entre 1980 et 1989. En outre, ces trois auteurs aboutissent à une influence négative de la taxation *du pays d'accueil* sur les IDE financés par des nouveaux transferts de fonds en provenance de la maison-mère et non sur ceux financés par réinvestissement des profits de la part des filiales étrangères. De fait, ils remettent sérieusement en question les conclusions de Young (1988) et Murthy (1989).

---

<sup>69</sup> Plus précisément, l'étude de Boskin et Gale (1987) reprendra celle de Hartman (1984) et l'élargira aux années 1956-1984 ainsi qu'aux réinvestissements des profits des filiales d'origine américaine à l'étranger.

Swenson (1994), dans son étude empirique consacrée à l'impact de la réforme fiscale américaine de 1986 sur la localisation des IDE, s'attachera également à distinguer les pays sources par le système de non-double imposition qu'ils arborent. Son approche part de l'idée de Scholes et Wolfson (1990) selon laquelle une augmentation du niveau d'imposition aux Etats-Unis, notamment après le « *Tax Reform Act* », attirerait paradoxalement plus d'IDE sur le territoire américain. Ceci viendrait du fait que les FMN étrangères *soumises au régime de crédit d'impôt (ou approche mondiale)* ne seraient pas, ou seraient moins, touchées par cette augmentation des prélèvements obligatoires et disposeraient donc d'un avantage non négligeable sur leurs rivales pour acquérir ou créer des filiales aux Etats-Unis. En régressant les IDE entrants américains par industrie et par pays source en fonction du taux d'imposition moyen et effectif pour les années 1980, Swenson confirme la thèse de Scholes et Wolfson (1990). Non seulement son estimation économétrique accorde un coefficient positif à ses variables fiscales mais en plus ce coefficient apparaît comme plus conséquent et comme plus souvent significatif dans le cas des IDE en provenance du Japon ou de la Grande-Bretagne qui soumettent justement leurs firmes multinationales au régime de l'approche mondiale<sup>70</sup>.

Auerbach et Hassett (1993) critiqueront l'excès de synthétisation de l'étude de Swenson en ceci qu'il ne permet pas de distinguer les modes d'entrée préférés des firmes multinationales (*greenfields* ou fusions-acquisitions) en fonction du régime de non-double imposition adopté par leur pays d'origine. Selon eux, une augmentation du taux d'imposition américain devrait favoriser l'implantation aux Etats-Unis de F&A étrangères soumises au régime d'exemption fiscale et la venue de *greenfields* étrangers soumis au régime de crédit d'impôt<sup>71</sup>. Bien que les chiffres sur les IDE entrants des Etats-Unis classés par mode d'entrée semblent corroborer leur théorie sur la période du Tax Reform Act de 1986, il n'en sera pas de même pour les années suivantes, soit entre 1987 et 1989. En outre, l'observation attentive de ces statistiques n'apporte pas non plus grand soutien aux prédictions de Scholes et Wolfson (1990) d'une augmentation des investissements transnationaux durables aux Etats-Unis tirée par la hausse du taux

---

<sup>70</sup> Contrairement aux IDE canadiens, allemands, français et néerlandais qui sont soumis au principe d'exemption fiscale.

<sup>71</sup> Ceci est dû au fait que les deux formes d'entrée d'IDE – *greenfield* et fusion-acquisition – sont soumises à des impositions différentes. Le choix d'acquérir une entreprise américaine dépendra du droit sur les F&A en vigueur aux Etats-Unis alors que la création d'une nouvelle activité transnationale dépendra du taux d'imposition statutaire. Ainsi dans le cas d'une fusion-acquisition, la firme multinationale pourrait, par exemple, bénéficier de l'ancienne imposition de la firme acquise et des amortissements de capital qu'elle aurait accumulés.

d'imposition américain. Néanmoins le raisonnement d'Auerbach et Hassett n'est pas pour autant dénué d'intérêt puisqu'il met l'accent sur les réponses des différents modes d'entrée d'IDE à l'évolution de la taxation dans l'analyse<sup>72</sup>.

Parallèlement à ces débats spécifiques, un grand nombre d'études empiriques s'est attaché à déterminer la plus simple influence du *taux d'imposition* du pays d'accueil sur les IDE totaux pour des échantillons géographiques et des périodes distincts. Bien que la grande majorité d'entre elles aboutisse à un effet négatif attendu<sup>73</sup>, certaines autres parviennent à des résultats moins concluants. Rasciute et Pentecost (2010) s'intéressant aux IDE à destination d'Europe centrale et orientale entre 1997 et 2007, mais aussi Wheeler et Mody (1992), qui étudient le comportement de localisation de ces investissements vers 42 pays entre 1982 et 1988, s'étonnent ainsi de trouver un coefficient de leur variable explicative d'imposition du pays d'accueil en manque de significativité. Ils accorderont un tel résultat au phénomène de prix de transfert et à toute autre technique permettant à une firme multinationale d'alléger leur fardeau fiscal. A l'image de Swenson (1994) et de Brainard (1997)<sup>74</sup>, l'analyse économétrique de Görg, Molana et Montagna (2009) régressant les flux d'IDE entrants de 18 pays de l'OCDE entre 1984 et 1998 ira même jusqu'à conférer un rôle attractif au taux d'imposition. Les auteurs démontreront que ce résultat *a priori* contrintuitif va de soi à partir du moment où nous envisageons que les impôts peuvent être redistribués efficacement afin de stabiliser l'environnement social et politique d'un pays. En ce cas, l'effet bénéfique d'un meilleur climat de faire des affaires sur les investisseurs internationaux ferait plus que compenser le poids contraignant des prélèvements obligatoires. En conséquence, il semblerait que les conditions structurelles des économies importent plus que la compétition fiscale dans l'attraction des IDE. Cependant, cet argument ne semble pas s'appliquer aux paradis

---

<sup>72</sup> Swenson (2001) s'en inspirera par la suite mais pour étudier les IDE à destination des Etats américains ce qui va au-delà du cadre d'analyse de notre survey.

<sup>73</sup> Altshuler, Grubert, Newlon (2001), Billington (1999), Desai, Foley et Hines (2004), Fedderke et Romm (2005), Goodspeed, Martinez-Vasquez et Zhang (2006), Grubert et Mutti (1991, 2000), Hanson, Mataloni et Slaughter (2001), Loree et Guisinger (1995), Stein et Daude (2001), Wei (2001). On peut y ajouter Devereux et Griffith (1998) ainsi que Razin et Sadka (2006) qui se penchent plus particulièrement sur la question de l'impact de la fiscalité domestique et étrangère sur la *décision* d'engager un IDE.

<sup>74</sup> Voir sous-section I.1.1 de ce chapitre pour une description approfondie de l'étude empirique de Brainard (1997).

fiscaux dont les avantages ne laisseraient pas les IDE insensibles selon Woodward et Rolfe (1993) et Hines et Rice (1994)<sup>75</sup>.

Comme nous l'avons évoqué, la question de la fiscalité des filiales étrangères fait l'objet d'accords internationaux par le biais des traités de non-double imposition (DTT). Alors que Swenson (1994) a testé dans quelle mesure l'un ou l'autre des régimes fiscaux dont sont soumises les firmes multinationales – exemption ou crédit d'impôt – pouvait influencer la venue d'IDE aux Etats-Unis, Blonigen et Davies (2000) se sont plus simplement penchés sur l'effet de la mise en place d'un DTT entre deux pays sans en distinguer la forme. En utilisant des données sur les ventes des filiales étrangères et américaines ainsi que sur les stocks d'IDE entrants et sortants des Etats-Unis au cours de la période 1966 et 1992, ces auteurs concluent à un manque de significativité, voire à un impact négatif des traités bilatéraux d'imposition sur les activités transnationales des FMN. Selon eux, ces résultats traduisent le fait que les IDE seraient moins motivés par un cadre fiscal sécurisé et standardisé que par les possibilités de profiter des opportunités que peut procurer un faible taux d'imposition étranger. Toutefois ce raisonnement est récemment remis en question par les examens empiriques de Busse, Königer et Nunnenkamp (2010)<sup>76</sup> et surtout de Berger, Busse, Nunnenkamp et Roy (2010), portant tous deux sur 28 pays sources et 83 pays d'accueil en développement entre 1978 et 2004, qui abondent plutôt dans le sens d'un impact positif des DTT sur les flux d'IDE. Il est à noter que ces dernières études ne se contentent pas d'analyser la facette fiscale des accords internationaux d'investissements mais qu'elles se penchent aussi et surtout sur les traités bilatéraux d'investissement (BIT).

Les BIT sont, comme leur nom l'indique, des traités passés entre deux économies garantissant aux firmes multinationales originaires d'un des pays signataires de bénéficier d'un certain niveau de protection juridique et/ou de facilités administratives à l'intérieur de l'autre pays. Ils engagent entre autres les parties à respecter les clauses de « traitement national » et de « nation la plus favorisée », empruntées à l'OMC, afin d'éviter tout

---

<sup>75</sup> L'étude de Woodward et Rolfe (1993) s'attache à déterminer la localisation des IDE manufacturiers entrants de la Caraïbe voués à exporter leur production sur la période 1984-1987. Celle de Hines et Rice (1994), quant à elle, s'appuie sur les activités des firmes multinationales américaines dans 41 pays ou régions considérés comme des paradis fiscaux pour l'année 1982.

<sup>76</sup> Ces derniers trouvent systématiquement un impact positif et significatif des traités de non-double imposition sur les IDE dès lors que les traités bilatéraux d'investissements sont exclus de leur régression. Dans le cas inverse, le coefficient perd le plus souvent sa significativité.

comportement discriminatoire à l'encontre des filiales étrangères. En outre ils impliquent que les différends entre FMN et Etat soient réglés hors du système juridique domestique pour assurer une plus grande partialité. De fait, ils envoient un signal clair de la part des gouvernements, notamment des gouvernements en mal de confiance, sur leur volonté de procurer des engagements crédibles aux investisseurs étrangers, quitte à en perdre une partie de leur souveraineté.

Ainsi, une partie de la littérature empirique consacrée aux déterminants de localisation des IDE s'est attachée à examiner le rôle que jouent ces *traités bilatéraux d'investissement* dans l'attractivité des pays en développement. Toutefois, aucun consensus ne ressort de ces recherches. L'influence positive attendue des BIT sur les IDE s'avère bel et bien appuyée par les travaux de Neumayer et Spess (2005), Büthe et Milner (2008, 2009)<sup>77</sup> et Busse, Königer et Nunnenkamp (2010), mais la significativité d'une telle relation est largement remise en doute par Hallward et Dreimeier (2003), Tobin et Rose-Ackerman (2005, 2011) et Daude et Fratzscher (2006)<sup>78</sup>. Notons, de surcroît, que deux papiers récents tentent d'apporter des éléments d'explication quant au manque d'impact statistique des BIT sur les IDE auquel parviennent les dernières études empiriques évoquées. D'une part, Berger, Busse, Nunnenkamp et Roy (2010) rejettent la faute de ces résultats décevants sur le fait que les différents BIT contractés ne sont pas homogènes. En effet, chacun d'entre eux contient ses propres dispositions qui se révèlent être plus ou moins favorables aux investisseurs étrangers. En d'autres termes, les flux d'IDE ne réagiraient pas à la seule existence d'un BIT entre deux pays mais seraient plutôt déterminés par le degré d'engagement qu'un tel traité statut. Néanmoins, malgré le bon sens de leur raisonnement, les auteurs trouvent tout de même que les BIT excluant les principales protections vis-à-vis des FMN attirent les IDE. D'autre part, Desbordes et Vicard (2009) avanceront que les traités bilatéraux d'investissement ont d'autant plus de chance de doper les investissements transnationaux durables qu'ils concernent deux pays ayant ou risquant d'avoir des relations diplomatiques tendues (et donc au sein desquels

---

<sup>77</sup> Les études de Neumayer et Spess (2005) et de Büthe et Milner (2008, 2009) cherchent à évaluer l'impact des BIT sur les flux d'IDE entrants respectivement de 119 pays en développement entre 1970 et 2001 et sur 122 pays en développement entre 1970 et 2000.

<sup>78</sup> Ce dernier groupe d'auteurs ira jusqu'à souligner que les IDE seraient plus susceptibles d'aller vers les économies les plus sûres engagées dans un BIT, contrairement à ce que nous serions en droit de supposer. Précisons que l'étude d'Hallward et Dreimeier (2003) s'appuie sur les flux d'IDE sortants de 20 pays membres de l'OCDE en direction de 31 pays en développement entre 1980 et 2000 ; celles de Tobin et Rose-Ackerman (2005, 2011) concernent respectivement les flux entrants d'IDE vers 63 PED pour la période 1985-2000 et vers 97 PED pour la période 1984-2007 ; enfin, l'analyse de Daude et Fratzscher (2006) porte sur les IDE entrants de 77 pays développés et en développement entre 1999 et 2003.

les risques d'expropriation d'une filiale étrangère sont plus élevés). En effet, d'après leur analyse portant sur 30 pays sources de l'OCDE et 62 pays hôtes entre 1991 et 2000, leur indicateur de bonne entente interétatique stimulerait les échanges de stocks d'IDE mais il exercerait l'effet contraire dès lors qu'il se voit combiné avec leur variable des BIT. Au final, quand bien même la littérature économique a du mal à s'entendre sur l'impact des accords internationaux d'investissement sur les IDE, l'étude tardive de ce phénomène combinée à ses développements récents laisse entrevoir de fortes avancées sur le sujet.

Bien entendu, les taux d'imposition et les traités bilatéraux d'investissement ne sont pas les deux seuls outils dont dispose un Etat pour améliorer son attractivité vis-à-vis des IDE. Tournons-nous maintenant vers les autres politiques qu'il peut mener pour atteindre cet objectif.

### *II.1.2 Politiques incitatives ou contraignantes envers les investisseurs étrangers*

Un gouvernement peut également tenter d'influer sur les entrées d'IDE au sein de son territoire grâce à des politiques incitatives et/ou contraignantes envers les investisseurs étrangers. Par exemple, il a la possibilité de rendre le pays auquel il est rattaché plus attractif via la distribution de concessions fiscales et douanières, de subventions ou encore de toutes autres formes d'aide destinées à soulager les coûts que supportent les filiales étrangères. A l'inverse, il est aussi en mesure d'exiger des conditions d'implantation telles qu'un contrôle et une limitation sur le rapatriement des profits, une restriction sur la part que peut détenir la maison-mère sur la filiale, l'exclusion de certains secteurs d'activité, l'obligation d'utiliser un minimum de main d'œuvre ou de contenu local dans la production ou encore d'exporter une partie de celle-ci.

Compte tenu de la grande diversité des politiques incitatives ou contraignantes, la littérature empirique consacrée aux déterminants de localisation des IDE a privilégié la construction d'indices pour pouvoir rendre compte de leur influence. Malheureusement, ce que les différents indices utilisés dans ce but gagnent en exhaustivité, ils le perdent en précision. Ceci nous permet d'expliquer pourquoi les résultats accordés à la variable explicative des politiques incitatives ou contraignantes varient selon les analyses économétriques explicatives d'IDE considérées.

Contractor (1991) fut l'un des premiers<sup>79</sup> à inclure un tel indice au sein d'une régression des flux d'IDE. Suite à son estimation portant sur 46 pays d'accueil entre 1977 et 1987, il arrive à la conclusion que les mesures incitatives ou contraignantes des Etats vis-à-vis des filiales étrangères, à l'exception de celles ayant trait aux conditions de performances, n'ont qu'un pouvoir explicatif limité sur les investissements transnationaux durables. Wheeler et Mody (1992), qui feront partie des rares à ne pas utiliser d'indice pour appréhender cette variable, confirmeront tout de même son manque de significativité en tant que déterminant d'IDE<sup>80</sup>. Néanmoins, comme le soulignent Loree et Guisinger (1995), le travail de Contractor se concentre sur les annonces gouvernementales et non sur la mise en place *effective* des mesures incitatives ou contraignantes à l'encontre des investisseurs étrangers. Bien que corrigeant cette imperfection au moyen d'indicateurs alternatifs, ces auteurs aboutissent de nouveau à des résultats décevants concernant l'influence de telles mesures sur les IDE d'origine américaine à destination de 48 pays étrangers en 1977 et 1982. Ils expliquent cela par le fait que la démocratisation de l'utilisation de ces instruments au niveau mondial devrait être à l'origine de la diminution de leur effet. Ce n'est toutefois pas encore le cas si l'on en croit Wei (2000) qui trouve bel et bien une réaction positive des IDE – en provenance de 14 pays sources et à destination de 53 pays hôtes entre 1994 et 1996 – à la présence de politiques gouvernementales incitatives nettes. Il en sera de même pour Garibaldi, Mora, Sahay et Zettemeyer (2002) puis pour Campos et Kinoshita (2003) en ce qui concerne le cas particulier des économies en transition d'accueil<sup>81</sup>. Il est intéressant de remarquer que ces trois dernières études optent pour un seul indice pour appréhender ces mesures (politiques incitatives – politiques contraignantes) contrairement à celle de Loree et Guisinger (1995) qui utilisait deux indices distincts (un pour les incitations et un pour les conditions).

---

<sup>79</sup> Il nous faut remarquer que l'étude économétrique de Grubert et Mutti (1991) tente également de mesurer l'impact des politiques incitatives ou contraignantes des gouvernements sur les IDE, quoiqu'ils utilisent une dummy pour appréhender le phénomène. Ces auteurs parviendront également à des résultats mitigés quant à l'influence de ces politiques des Etats sur la localisation des filiales et équipements américains à destination de 33 pays en 1982.

<sup>80</sup> Pour mémoire, Wheeler et Mody (1992) s'attachent à expliquer les IDE *manufacturiers et électroniques* d'origine américaine au sein de 42 pays entre 1982 et 1988.

<sup>81</sup> L'analyse de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettemeyer (2002) porte sur les déterminants des flux entrants d'IDE de 26 pays en transition entre 1990 et 1999 tandis que celle de Campos et Kinoshita (2003) concerne ceux des stocks entrants d'IDE de 25 économies en transition entre 1990 et 1998.

### II.1.3 Politiques d'éducation et de santé

Bien entendu, outre les mesures politiques de court terme que nous venons de présenter (fiscalité et mesures incitatives ou contraignantes à l'égard des investisseurs étrangers), les Etats ont la possibilité de recourir à des instruments structurels de plus long terme pour accroître leur attractivité. Ils peuvent ainsi mettre l'accent sur les travaux publics et/ou sur les pôles de compétitivité afin d'améliorer leurs infrastructures et de créer des économies d'agglomération (voir sous-section I.3.2 de ce chapitre). C'est dans cette logique structurelle que s'inscrit la promotion de l'éducation. Les avantages pour une entreprise de disposer d'une main d'œuvre éduquée paraissent évidents. Mise à part sa plus grande productivité, une telle force de travail « peut apprendre et adopter plus rapidement les technologies récentes ce qui diminue le coût associé à sa formation » (Campos et Kinoshita (2003, p.8)). Pour autant, il ne faut pas oublier que cette plus grande efficacité des travailleurs ne s'obtient pas sans le coût d'une rémunération plus élevée. Par conséquent, l'impact des différents niveaux d'éducation des populations sur la localisation des IDE risque fort de dépendre des motivations qui animent les firmes multinationales (horizontales, verticales ou hybrides) et de leur arbitrage entre taux salarial et compétence.

C'est en tout cas ce que semble indiquer le soutien empirique mitigé que reçoit cette variable d'éducation, généralement représentée par le taux d'inscription scolaire, à travers les études empiriques portant sur les déterminants des IDE. Parmi elles, celle de Noorbakhsh, Paloni et Youssef (2001) se distingue en supportant l'idée que le capital humain fait partie des facteurs d'attractivité les plus importants et que ce rôle a tendance à s'amplifier avec le temps. En effet, les trois mesures d'éducation utilisées<sup>82</sup> par les auteurs se révèlent significatives et arborent un coefficient positif dans toutes leurs estimations portant sur les IDE entrants de 36 pays développés entre 1980 et 1994. Par la suite, les travaux de Méon et Sekkat (2004) et de Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004) appuieront eux aussi cette influence positive de l'éducation sur les investissements transnationaux durables, quoique de manière moins

---

<sup>82</sup> Il s'agit du taux d'inscription aux études secondaires, du nombre d'années passées dans le secondaire par l'ensemble de la population en âge de travailler, et du nombre d'années passées dans le secondaire et le tertiaire par l'ensemble de la population en âge de travailler.

prononcée<sup>83</sup>. Les analyses économétriques de comportement de localisation des IDE de Schneider et Frey (1985) ainsi que de Razin, Sadka et Tong (2007), pour leur part, ne conféreront un pouvoir explicatif à cette variable de compétence que dans certains cas seulement<sup>84</sup>. Cela ne sera en revanche pas le cas des études de Fan, Morck, Xu et Yeung (2007), Root et Ahmed (1979) ou Wei (2000)<sup>85</sup> qui assignent inmanquablement à l'éducation un rôle non significatif dans l'explication de ces investissements. Les résultats de Campos et Kinoshita (2003) suggéreront même que le taux d'inscription aux études secondaires des pays de la communauté des Etats indépendants aurait tendance à diminuer la quantité d'IDE qu'ils accueillent entre 1990 et 1998. Même son de cloche dans l'article de Walsh et Yu (2010) pour ce qui est de l'effet des études supérieures sur les IDE totaux et industriels entrants de 27 pays entre 1985 et 2008. Ces derniers rejettent la faute de ce signe, à leur yeux contrintuitif, sur le caractère imprécis de la variable d'éducation qu'ils utilisent.

A ce propos, il convient de rappeler que la notion de capital humain repose également sur celle de la *santé*. Il en est ainsi car la bonne forme physique des travailleurs conditionne inévitablement leur productivité et leur assiduité. Par ailleurs, il est fort probable que les firmes multinationales évitent de mettre en danger la vie de leurs expatriés en décidant de s'implanter hors des zones liées aux maladies endémiques et où l'accès au soin est limité. C'est pourquoi, certains auteurs ont intégré l'état de santé des populations locales comme variable explicative des investissements transnationaux durables aux côtés de l'éducation.

Ce fut notamment le cas d'Hanson (1996) et de son examen portant sur les stocks d'IDE de 75 pays parmi les moins avancés entre 1960 et 1970. En ne faisant dépendre,

---

<sup>83</sup> Méon et Sekkat (2004) trouvent un coefficient statistiquement positif de leur variable d'éducation à travers quatre des six équations qu'ils régressent portant sur les IDE entrants de 107 pays entre 1990 et 1999. Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004), quant à eux, aboutiront bien à une influence positive de l'éducation sur les IDE entrants de 33 pays en développement entre 1975 et 2000 par la méthode économétrique de panel mais non par celle des moindres carrés ordinaires.

<sup>84</sup> Le coefficient positif accordé à la variable d'éducation par l'étude de Schneider et Frei (1985) n'apparaît pas comme étant robuste à un changement de régression explicative des flux d'IDE vers 80 pays les moins avancés pour les années 1976, 1979 et 1980. Razin, Sadka et Tong (2007), pour leur part, démontreront que l'augmentation de la productivité d'un pays accroît son attractivité vis-à-vis des IDE mais que plus son *niveau* de productivité est élevé et moins cet effet aura d'importance. Leur analyse s'appuie sur des données de flux d'IDE bilatéraux entre 62 pays sur la période 1987-2000.

<sup>85</sup> L'analyse de Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) porte sur les IDE entrants de 61 pays sur la période 1961-2001 ; celle de Root et Ahmed (1979) étudie les flux d'IDE entrants de 70 pays en développement entre 1966 et 1970 ; et celle de Wei (2000) concerne les stocks bilatéraux d'IDE en provenance de 12 pays sources vers 45 pays d'accueil en 1990. Il convient d'ajouter que les deux dernières études citées n'accorderont pas non plus d'impact au taux d'alphabétisation sur les investissements transnationaux durables.

dans un premier temps, le stock d'IDE de ces économies qu'en fonction de leur taux d'alphabétisation, Hanson aboutit à un lien de causalité faiblement positif obtenu simplement grâce à l'inclusion d'anciennes colonies dans l'échantillon. Toutefois, dès lors que l'auteur ajoute la santé – soit l'espérance de vie à la naissance – comme terme exogène de son estimation, le taux d'alphabétisation perd son pouvoir explicatif au profit de la variable de l'état sanitaire des pays qui apparaît bien comme étant un stimulateur d'IDE. Hanson en conclut que le coefficient positif qui était attribué au taux d'alphabétisation à travers sa première régression n'était peut-être dû qu'au fait que le degré d'instruction d'une population capte une partie de son état de santé.

L'analyse empirique plus récente d'Alsan, Bloom et Canning (2004) sur les IDE entrants de 74 pays entre 1980 et 2000 semble elle aussi confirmer la thèse d'une influence positive de l'état de santé d'une population sur le choix de localisation des firmes multinationales. En outre, elle soulignera que ce phénomène prévaut pour les économies d'accueil à faible/moyen revenu mais non pour les économies hôtes les plus riches. Autrement dit, il existerait un rendement décroissant de la santé en termes d'attraction des IDE.

Ajoutons que, s'ils ne remettent pas en cause l'importance de la santé en tant que déterminant des IDE, les travaux de Globerman et Shapiro (2002), portant sur les entrées et les sorties de ces flux de capitaux pour 98 pays entre 1995 et 1997, iront à l'encontre des deux résultats précédents. D'une part, contrairement à l'intuition d'Hanson (1996), ils associeront un coefficient positif et significatif à la santé et à l'éducation bien que ces deux termes explicatifs soient issus de la même régression de détermination d'investissements transnationaux durables. D'autre part, ils trouvent que la variable d'espérance de vie influencerait davantage la localisation des IDE au sein des pays développés qu'au sein des pays en développement mettant ainsi à mal l'idée de rendement décroissant de la santé avancée par Alsan, Bloom et Canning (2004). Toujours est-il que, à en croire ces trois études, les politiques sanitaires ne sont pas négligeables dans la course à l'attraction des IDE. L'effet semble plus indécis concernant l'éducation, mais le manque de précision des données disponibles y est certainement pour quelque chose.

#### II.1.4 Politiques de privatisation et de libéralisation économique

*Les politiques de privatisation et de libéralisation économique* sont également très appréciées des firmes multinationales désirant s'implanter parmi les pays en développement. Une part du secteur privé plus importante dans le PIB, tout d'abord, donne d'autant plus d'opportunités aux investisseurs étrangers de participer à l'activité du territoire concerné. En outre, cela instaure un environnement plus adapté à l'économie de marché et donc un meilleur climat d'investissement, tout du moins si le phénomène s'exprime à une échelle relativement importante. C'est pourquoi le terrain d'étude privilégié par la littérature des déterminants de localisation des IDE pour tester empiriquement le rôle de la variable explicative de privatisation se limite aux pays en transition, voire aux pays d'Amérique latine.

Qu'il soit appréhendé par un indice ou par la proportion du secteur privé dans le PIB, le processus de privatisation des économies d'Europe centrale et orientale et/ou d'Amérique du Sud semble effectivement avoir été un facteur clé d'attractivité de ces territoires vis-à-vis des IDE (Bevan, Estrin et Meyer (2004), Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002), Holland et Pain (1998), Campos et Kinoshita (2008), Lansbury, Pain et Smidkova (1996), Trevino, Daniels et Arbelaez (2006)<sup>86</sup>). Néanmoins, l'ampleur de ce phénomène dépend des méthodes et des conditions de vente des entreprises publiques. Il est logique que les privatisations réservées uniquement aux acheteurs domestiques stimulent moins les IDE entrants que celles ouvertes à tous les investisseurs mondiaux. C'est en tout cas ce à quoi aboutissent les travaux de Holland et Pain (1998) et de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002) même si, sur ce point, leurs résultats ne seront pas appuyés par ceux de Bevan, Estrin et Meyer (2004).

La notion englobante de *libéralisation économique*, pour sa part, a généralement été déclinée en trois variables explicatives distinctes au sein de la littérature économique empirique consacrée à déterminer la localisation des IDE : la libéralisation commerciale, la libéralisation des prix et la libéralisation financière. En ce qui concerne l'influence des politiques de *libéralisation commerciale* sur les investissements transnationaux durables,

---

<sup>86</sup> Pour plus de précisions sur les cadres d'analyse des études de Bevan, Estrin et Meyer (2004), Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002), Campos et Kinoshita (2008) et Lansbury, Pain et Smidkova (1996) se référer aux sous-sections 1.2.2 et II.1.2 de ce chapitre. Les travaux de Trevino, Daniels et Arbelaez (2006) tentent de déterminer les flux d'IDE entrants de 7 pays d'Amérique latine entre 1988 et 1999 alors que ceux de Holland et Pain (1998) ont pour objectif d'expliquer ceux de 11 pays en transition entre 1992 et 1996.

nous avons déjà abordé indirectement le sujet à travers l'analyse de déterminants tels que les droits de douanes, les barrières non tarifaires et l'ouverture aux échanges (voir sous-section I.1.2 et I.2.2 de ce chapitre). Il convient cependant de remarquer que les examens portant sur les pays en transition d'accueil regroupent généralement ces politiques au sein d'un seul et même indice de *libéralisation externe*. Or, ce dernier est légèrement plus complet que les variables de coût d'accès que nous avons évoqué précédemment en ceci qu'« il reflète une suppression de contrôle ou de quota aux échanges ainsi qu'une diminution des droits de douane et des restrictions de change » (Campos et Kinoshita (2003, p.10). Comme nous pouvions nous y attendre, les résultats semblent confirmer un effet bénéfique d'un tel indice sur les entrées d'IDE (Bevan, Estrin et Meyer (2004), Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002), Campos et Kinoshita (2003)). A notre connaissance, seul l'article de Campos et Kinoshita (2008)<sup>87</sup>, dont l'indice utilisé n'est construit qu'à partir des droits de douane, aboutit à un manque d'influence, voire à une influence négative de type « *tariff jumping* », de la libéralisation externe sur les IDE entrants des pays en transition.

*La libéralisation des prix*, quant à elle, est une condition *sine qua non* du passage d'une économie planifiée à une économie de marché. Elle est donc censée s'accompagner d'une ouverture à la concurrence privée, de la mise en place d'un environnement favorable aux investissements et d'opportunités de faire des affaires. Bien entendu, ces nouvelles conditions économiques sont susceptibles de susciter l'intérêt de firmes multinationales. C'est la raison pour laquelle Bevan, Estrin et Meyer (2004) incorporent un indice de libéralisation des prix dans leur régression vouée à la détermination de localisation des IDE à destination de 12 pays en transition entre 1994 et 1998. Cependant le coefficient non significatif qu'obtient cette variable explicative dans leur estimation économétrique est décevant. Un élément d'explication à ce manque d'influence de libéralisation interne sur les IDE avancé par les auteurs est que certaines firmes multinationale préféreraient s'implanter dans des territoires moins concurrentiels pour pouvoir bénéficier d'économies de rente de monopole et de barrières à l'entrée. Notons que Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002), prendront également en compte cette variable au sein d'un indice plus large de libéralisation interne et externe. Néanmoins, si leur indice semble bien avoir un impact positif sur les IDE entrants de 26 pays en

---

<sup>87</sup> Pour plus de précision quant au cadre d'analyse de l'étude de Campos et Kinoshita (2008), se rendre à la sous-section I.2.2 de ce chapitre.

transition entre 1990 et 1999, il est impossible de savoir dans quelle mesure cette relation est due à la seule instauration d'un système de prix de marché.

Une autre forme de libéralisation est aussi susceptible d'attirer l'attention des investisseurs étrangers, à savoir la *libéralisation financière*. Néanmoins l'impact théorique de cette dernière sur la localisation des IDE est indéterminé. En effet, d'un côté, le développement, la solidité et l'efficacité du secteur bancaire d'un pays, outre le fait de faciliter l'accès à l'épargne locale et de proposer des moyens de couverture contre les risques, envoie un signal favorable quant à la fiabilité des fournisseurs et des clients potentiels locaux qui profitent également de ces services financiers. Mais, d'un autre côté, cela peut pousser les firmes multinationales à financer leurs activités étrangères à l'aide de capitaux du pays d'accueil et, par conséquent, à transformer *techniquement* des IDE en simple investissements domestiques. Ainsi, bien que certains auteurs (Bevan, Estrin et Meyer (2004), Campos et Kinoshita (2008)) soulignent que le premier phénomène devrait plus que compenser le second, l'effet de la libéralisation financière sur les IDE est loin d'être univoque. Plus précisément, quand une telle variable se voit mesurée par la part des crédits du pays d'accueil accordés au secteur privé dans le PIB, elle apparaît généralement comme n'ayant aucun (Campos et Kinoshita (2008), Daude et Fratzscher (2006), Root et Ahmed (1979)<sup>88</sup>), voire qu'un très léger (Noorbakhsh, Paloni et Youssef (2001)), pouvoir explicatif positif sur les IDE. Idem quand on considère cette libéralisation financière à travers une notation du risque financier (Razin, Sadka et Tong (2007)<sup>89</sup>). A l'inverse, dès lors qu'elle est représentée par un indice d'ouverture du compte de capital, elle se voit attribuer, mis à part dans l'étude de Daude et Fratzscher (2006), un rôle stimulateur d'IDE (Bevan, Estrin et Meyer (2004), Büthe et Milner (2008), Busse, Königer et Nunnenkamp (2010)<sup>90</sup>, Campos et Kinoshita (2008)). Comme le souligneront Campos et Kinoshita (2008), ces résultats suggèrent que, plus que les infrastructures financières déjà présentes sur place, ce sont les nouveaux efforts de libéralisation du système bancaire, couplés à leur efficacité, qui attireraient les firmes multinationales étrangères.

---

<sup>88</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Daude et Fratzscher (2006) et de Root et Ahmed (1979), voir la sous-section I.1.2 de ce chapitre.

<sup>89</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Noorbakhsh, Paloni et Youssef (2001) et de Razin, Sadka et Tong (2007), voir la sous-section II.1.3 de ce chapitre.

<sup>90</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Büthe et Milner (2008) et de Busse, Königer et Nunnenkamp (2010), voir la sous-section II.1.1 de ce chapitre.

### II.1.5 Taux d'intérêt

Il convient de remarquer, même si cet instrument relève plus exactement des autorités monétaires que des gouvernements (quand les deux sont dissociés), que le *taux d'intérêt* peut avoir un impact statistique inattendu sur les IDE. En effet, au même titre qu'une libéralisation financière (voir sous-section II.1.4 de ce chapitre), un coût d'emprunt relativement faible au sein d'un pays d'accueil encouragerait les firmes multinationales à financer leurs activités étrangères *de manière locale*. Or, les données sur les IDE, provenant le plus souvent des flux comptabilisés par les balances des paiements nationales, ne prennent généralement pas en considération les investissements transnationaux durables financés de la sorte. En d'autres termes, sans vraiment parler de déterminant, un taux d'intérêt *bas* pourrait conduire à une sous-estimation et à une diminution des chiffres d'IDE entrants du pays concerné. C'est en tout cas la thèse développée par Culem (1988) qui sera validée économétriquement par Billington (1999), Wang et Swain (1997) et, dans une moindre mesure, par lui-même<sup>91</sup>. Bien entendu, suivant cette logique, un coût d'emprunt relativement élevé du *pays source* devrait lui aussi conduire à une baisse des IDE. Les résultats de Barrell et Pain (1998), de Thomas et Grosse (2001)<sup>92</sup> et de Wang et Swain (1997) abonderont dans ce sens. Toutefois, le taux d'intérêt contient en son sein d'autres informations susceptibles de remettre en cause ce raisonnement. La prime de risque souverain notamment nous renseigne sur le manque de solvabilité de l'ensemble d'une économie, élément très surveillé par les investisseurs internationaux. En conséquence, parallèlement à l'effet positif sur les IDE entrants en rendant le financement local des activités étrangères onéreux, le taux d'intérêt nominal du pays d'accueil véhicule également un effet contraire en signalant une plus forte probabilité de risque de défaut. Ceci nous permet d'expliquer en quoi cette variable apparaît comme non significative dans les régressions explicatives d'IDE de Bevan et

---

<sup>91</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Culem (1988) et de Billington (1999), voir la sous-section I.2.2 de ce chapitre. Les travaux de Wang et Swain (1997) s'intéressent quant à eux aux déterminants des IDE entrants de la Chine et de la Hongrie entre 1978 et 1992 à travers une économétrie en série temporelle. Notons que l'analyse de Culem (1988) confère bien un effet positif du taux d'intérêt nominal relatif du pays d'accueil par rapport au monde sur la localisation des flux d'IDE parmi 6 pays industrialisés et intra-européens sur la période 1969-1982. En revanche, cette relation disparaît dès que l'auteur analyse les flux d'IDE bilatéraux entre les Etats-Unis et la Communauté Economique Européenne.

<sup>92</sup> Pour mémoire, l'étude de Barrell et Pain (1998) analyse les flux d'IDE d'origine japonaise à destination de 11 pays en développement entre 1980 et 1991. Celle de Thomas et Grosse (2001), quant à elle, étudie les flux d'IDE entrants au Mexique entre 1980 et 1995.

Estrin (2000), Drabek et Payne (2002), Liu, Wei et Romilly (1997), Farrell, Gaston et Sturm (2004) et Rasciute et Pentecost (2010)<sup>93</sup>.

\*\*\*\*\*

Au final, parmi l'ensemble des instruments incitatifs dont dispose un Etat (et les autorités monétaires) afin de jouer sur l'attractivité de son territoire vis-à-vis des IDE, il n'y en a malheureusement aucun qui ne garantisse des résultats rapides et efficaces. Ceci étant dit, il semblerait que la baisse de la fiscalité, l'adoption de politique axée sur la santé et la mise en place de programmes de privatisation et de libéralisation commerciale soient les mesures gouvernementales les plus susceptibles d'attirer les IDE selon la littérature empirique consacrée à la question. Mais, il va de soi que l'instauration de telles réformes est vaine sans la promotion préalable de la stabilité politique, économique et sociale du pays d'accueil.

## **II.2 L'importance d'un environnement stabilisé**

Les investissements directs étrangers s'inscrivant par définition dans une logique de durabilité, la stabilité d'un pays apparaît comme une condition nécessaire à leur venue. Ainsi, avant de songer à entreprendre des mesures à caractère incitatif vis-à-vis des firmes multinationales, les gouvernements doivent, dans un premier temps, rendre leur territoire le moins risqué possible s'ils veulent gagner en attractivité. Un tel objectif passe par le maintien de la stabilité macroéconomique interne (II.2.1), de la stabilité des changes (II.2.2) et, bien entendu, de la stabilité politico-sociale (II.2.3). L'évaluation de ces trois aspects se retrouve à travers le calcul d'indices généraux de risque des pays (II.2.4).

---

<sup>93</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Bevan et Estrin (2000), de Farrell, Gaston et Sturm (2004) et de Rasciute et Pentecost (2010) voir la sous-section I.2.2 de ce chapitre. De la même manière, l'étude de Liu, Wei et Romilly est un peu plus détaillée dans la sous-section I.1.2 de ce chapitre. Quant à celle de Drabek et Payne (2002), elle s'intéresse à expliquer les flux d'IDE entrants de 52 pays entre 1991 et 1995.

### II.2.1 *Stabilité macroéconomique interne*

Commençons par étudier la *stabilité macroéconomique* d'un pays qui est le plus souvent représentée par le taux d'inflation. Selon Schneider et Frey (1985, p.165), « un taux d'inflation élevé est le signe de tension économique interne et de l'incapacité, ou la réticence, du gouvernement et de la Banque Centrale à équilibrer le budget et à limiter l'offre de monnaie ». En outre cela peut brouiller la perception des investisseurs pour fixer des prix de court terme tout en entravant les exportations des filiales implantées dans le pays en question (Trevino, Daniels et Arbelaez (2002, p.33)). On devrait donc s'attendre à ce que l'inflation d'une économie ait une influence négative sur ses entrées d'IDE. Après analyse, il ressort que cette relation négative ne s'applique d'une façon robuste que dans les examens portant sur des pays d'accueil d'Amérique latine. Ceci n'est pas si surprenant si on garde à l'esprit qu'il s'agit de la zone qui a subi les plus fortes perturbations monétaires au cours des années 1989 – 2000<sup>94</sup>.

Ainsi, les taux d'inflation élevés qu'a connus l'Amérique latine ont eu les conséquences négatives attendues en termes d'IDE entrants dans la région entre 1970 et 2000 si l'on en croit les travaux de Bengoa et Sanchez-Robles (2003), Campos et Kinoshita (2008), Nunes, Oscategui et Peschiera (2006) et Trevino, Daniels et Arbelaez (2002)<sup>95</sup>. Cependant, dès lors que l'échantillon des études empiriques prend en compte d'autres territoires d'accueil, les résultats du taux d'inflation comme déterminant des IDE sont beaucoup moins satisfaisants, voire franchement décevants. Mis à part l'étude de Schneider et Frey (1985), pour qui l'Amérique latine représente justement une proportion non négligeable de la couverture géographique analysée<sup>96</sup>, les coefficients obtenus par cette variable explicative sont dans le meilleur des cas instables. En effet, les autres travaux sur le sujet portant sur les pays en développement, bien qu'aboutissant régulièrement à un impact négatif de l'inflation sur les IDE, trouvent que leurs résultats

---

<sup>94</sup> Selon les statistiques du Fonds Monétaire International et de sa base de données World Economic Outlook, la moyenne des taux d'inflation (annuel) de la région latino-américaine comprenant la Caraïbe est de 129,13% entre 1989 et 2000 alors que dans le même temps, la moyenne mondiale de cet indicateur s'élève à 17,25%.

<sup>95</sup> Les études de Bengoa et Sanchez-Robles (2003) ainsi que de Nunes et d'Oscategui et Peschiera (2006) portent respectivement sur les flux d'IDE entrants de 18 et de 15 pays latino-américains sur les périodes 1970-1999 et 1991-1998. Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Campos et Kinoshita (2008) et de Trevino, Daniels et Arbelaez (2002), voir respectivement les sous-sections I.2.2 et II.1.4 de ce chapitre.

<sup>96</sup> Sur 54 pays en développement d'accueil retenus par l'étude de Schneider et Frey (1985), 17 sont latino-américains. Les auteurs aboutissent bien à une influence négative et significative de l'inflation sur les IDE reçus par ces économies pour les années 1976, 1979 et 1980.

manque de robustesse à un changement de spécification. C'est notamment le cas de Berger, Busse, Nunnenkamp et Roy (2010), Busse, Königer et Nunnenkamp (2010), Hallward et Dreimeier (2003), Neumayer et Spess (2005) Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004) et Tobin et Rose-Ackerman (2005). Quant à celles retenant principalement les pays développés, émergents ou en transition comme échantillon, elles n'accordent aucun crédit à ce phénomène (Campos et Kinoshita (2003), Drabek et Payne (2002), Görg, Molana et Montagna (2009), Stein et Daude (2001), Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010) et Walsh et Yu (2010)). L'économétrie de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002) suggèrera même que l'inflation pourrait au contraire attirer les investissements directs étrangers au sein des économies en transition<sup>97</sup>.

Le manque de soutien empirique à l'impact négatif du taux d'inflation sur les IDE en direction de pays hors Amérique latine relève essentiellement du problème d'endogénéité de la variable explicative. En l'occurrence, une politique de relance monétaire est susceptible d'attirer des IDE de par son influence sur la croissance mais aussi d'augmenter le taux d'inflation, d'où un effet global indéterminé sur les investissements transnationaux durables. Par ailleurs, Tobin et Rose-Ackerman (2005) argueront que, si une filiale étrangère se finance en emprunt libellé en monnaie du pays d'accueil, elle pourrait bénéficier de meilleure condition de remboursement via la baisse de valeur de cette monnaie locale. Ceci pourrait alors encourager les IDE vers les pays à tendance inflationniste plutôt que les dissuader.

Une autre façon possible d'évaluer la stabilité macroéconomique interne d'un pays consiste à regarder son solde budgétaire. En effet, un budget étatique équilibré présuppose un gouvernement responsable ne se trouvant pas dans l'obligation de jouer sur son taux d'imposition afin de rembourser un déficit. Sans compter que l'endettement excessif d'un Etat peut avoir des répercussions très néfastes sur son économie à partir du moment où sa solvabilité est remise en question, comme en témoigne la crise de la dette actuelle. Ainsi même si un déficit prononcé peut appeler à un financement extérieur, dont une partie sous formes d'IDE, la théorie et les tests empiriques semblent plutôt privilégier une influence négative de cette variable sur l'attractivité d'un pays. C'est en tout cas ce que nous suggèrent les résultats des études de

---

<sup>97</sup> Notons que le coefficient positif du taux d'inflation accordé par la régression des flux entrants d'IDE de 26 pays en transition entre 1990 et 1999 de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002) devient non significatif si on réduit la taille de l'échantillon, voire négatif si on retarde la variable.

Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002) sur les flux d'IDE entrants de 26 pays en transition entre 1990 et 1999 et de Wei (2000) sur ceux en provenance de 14 pays sources et à destination de 53 pays hôtes entre 1994 et 1996. Notons enfin que Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) arrivent, eux aussi, à la conclusion que l'instabilité macroéconomique interne dissuade les IDE pour un échantillon de 61 pays entre 1961 et 2003 en appréhendant cette fois la variable explicative par l'écart-type moyen de la croissance du PIB par tête sur cinq années.

En définitive, si les résultats concernant le taux d'inflation en tant que déterminant d'IDE sont pour le moins mitigés, ceux associés aux variables alternatives que nous venons de présenter suggèrent que les FMN intégreraient bel et bien la problématique de stabilité macroéconomique interne dans leur choix de localisation.

### II.2.2 Stabilité des changes

Une des possibilités pour les Banques Centrales de contenir les taux d'inflation consiste à adopter des politiques monétaire et de change rigoureuses. Or, la stabilité des taux de change d'un pays ou d'une zone fait également partie des facteurs d'attractivité des IDE. Entendons-nous bien, il ne s'agit pas ici de faire référence aux *niveaux* ou aux *tendances* de moyen terme des taux de change, que nous aborderons dans la section IV de ce chapitre, mais bien à sa *volatilité* sur courte période. En ce qui concerne ce dernier aspect, les avis théoriques s'opposent quant au rôle qu'il joue dans la localisation des IDE.

Intuitivement, à l'instar de Black (1977), nous conférerions à la volatilité des changes un impact négatif sur les investisseurs étrangers ayant de l'aversion pour le risque de par le coût de l'incertitude qu'il étend aux échanges et aux rapatriements des profits. Toutefois, Itagaki (1981) montrera que cet impact peut théoriquement être positif sur la production des filiales étrangères suivant que les profits nets en termes de devises étrangères de la firme multinationale soient positifs ou négatifs<sup>98</sup> dans un contexte monopolistique et pour des IDE horizontaux. Cushman (1985,1988a), quant à lui,

---

<sup>98</sup> Itagaki (1981) précise que, dues aux transactions intra-firmes et à la monnaie dans laquelle elles sont opérées, les profits nets d'une firme multinationale libellés en devises étrangères peuvent être négatifs.

considérera que c'est la configuration de l'entreprise prise en compte qui va déterminer sa réaction face à la volatilité des changes dans un modèle à deux pays et deux périodes. Il en ressortira tout de même que dans la plupart des cas exposés, un risque de change accru stimulerait le capital étranger financé depuis le pays d'origine (ce qu'il assimile aux IDE), celui-ci allant jusqu'à remplacer les exportations des FMN vers le pays d'accueil. Ce phénomène de substitution se rencontre également dans le développement de Goldberg et Kolstad (1995) dès lors que les sociétés à envergure internationale ont de l'aversion pour le risque. L'idée sous-jacente en est que dans une situation de production à l'étranger, seuls les profits rapatriés sont exposés aux fluctuations incertaines des taux de change tandis que pour les exportations, les prix de vente sont concernés et peuvent devenir moins élevés que les coûts de production libellés en monnaie domestique. Certes, il est possible de recourir à des produits financiers ayant vocation à protéger les vendeurs de cette volatilité des changes, mais une telle pratique a un coût qui s'avère bien souvent onéreux à moyenne/grande échelle. Cushman (1985, 1988a) et Goldberg et Kolstad (1995) appuieront tous deux leur idée par le biais d'une confirmation économétrique. Pour ce qui est du premier, il aboutira notamment à un impact positif de la volatilité des changes réels<sup>99</sup> sur les flux d'IDE bilatéraux entrants et sortants entre les Etats Unis et quatre autres pays développés (le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, le Canada et le Japon) sur les périodes 1963-1978 puis 1963-1986. Idem pour Goldberg et Kolstad (1995) à partir d'un échantillon similaire diminué de la France et de l'Allemagne au cours des années 1978-1991.

La grande limite des modèles théoriques que nous venons de présenter a trait à leur caractère statique : les décisions d'investissement dans un contexte incertain sont à prendre sur le champ ou ne le seront jamais. Dixit (1989a, 1989b) remettra leurs conclusions en cause à l'aide d'une réflexion dynamique. Les firmes multinationales pourraient désormais, si elles le souhaitent, attendre avant d'engager leur investissement afin de choisir le moment qui leur conviendrait le mieux. Ainsi, selon lui, la problématique à laquelle elles sont confrontées s'apparenterait à celle d'un détenteur d'une option de change dont l'enjeu serait d'entrer sur le marché étranger et dont le prix d'exercice correspondrait aux coûts irrécupérables encourus. Dès lors, tant que la valeur

---

<sup>99</sup> Au cours de ses deux articles, Cushman (1985, 1988a) sera amené à utiliser trois mesures distinctes de la volatilité des changes. La forme la plus commune étant l'écart-type des données trimestrielles du taux de change réel sur une année. Il effectuera ce calcul également pour de plus longue période (sur 3 ans à partir de données annuelles cette fois). Enfin il inclura le niveau moyen de déviation du taux de change réel par rapport à celui qui était anticipé le trimestre précédent.

d'exercer l'option (c'est-à-dire d'entreprendre l'IDE) plus tard est supérieure aux revenus anticipés associés à son utilisation immédiate, la FMN repoussera sa décision. Or, la théorie des options précise que la valeur d'attendre afin d'entrer sur le marché dans le futur (c'est-à-dire de garder l'option) augmente avec la volatilité sous-jacente du change. Par conséquent, Dixit en déduit que, quel que soit l'aversion de l'investisseur vis-à-vis du risque, une augmentation de la volatilité conduira à un report, et donc à une baisse immédiate, des IDE.

Campa (1993) appliquera et validera empiriquement le modèle de Dixit (1989a, 1989b) pour le nombre d'investissements directs étrangers provenant de 35 pays sources et engagés au sein de 61 industries américaines de commerce de gros entre 1981 et 1987. En outre, selon son analyse, la variabilité du taux de change – représentée par son écart-type à partir de données mensuelles – maintiendrait son influence négative sur l'implantation de production étrangère aux Etats-Unis lorsque le groupe d'économie d'origine retenu ne concerne plus que les six plus gros investisseurs étrangers. Campa souligne enfin que ce phénomène apparaît comme plus prononcé au sein des secteurs nécessitant les coûts irrécupérables les plus lourds.

Compte tenu du double effet contraire (positif ou négatif) que peut exercer la volatilité du taux de change sur les IDE, il n'est pas surprenant de constater que plusieurs travaux empiriques cherchant à évaluer une telle relation aboutissent à des coefficients non significatifs. C'est notamment le cas de l'étude d'Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006), portant sur les stocks d'IDE nets d'origine américaine et européenne entrants dans 7 PECO entre 1995 et 2002; ou encore de celle de Cushman (1988b), qui teste, entre autres, l'impact de l'écart-type du taux de change réel sur les flux sortants d'IDE américains en direction de 5 pays industrialisés entre 1963 et 1981. Ajoutons que les analyses de Bailey et Tavlas (1991) et de Baek et Kwok (2002)<sup>100</sup> viennent, elles aussi, confirmer de manière empirique l'ambiguïté théorique de la volatilité des changes comme déterminant des investissements transnationaux durables.

Par la suite, Bénassy-Quéré, Fontagné et Lahrière-Rèvil (2001) – inspirés par les travaux d'Aizenman (1992, 1994) – placèrent les régimes de change au cœur de la

---

<sup>100</sup> L'étude empirique de Bailey et Tavlas échoue à accorder un effet significatif aux variables de volatilité des changes sur les IDE entrants des Etats-Unis entre 1976 et 1986. Idem pour l'examen de Baek et Kwok s'agissant, cette fois, des IDE entrants ou sortants des Etats-Unis de 182 firmes multinationales en 1995.

discussion, tout du moins pour ce qui est des pays en développement d'accueil. En trouvant, à travers leur analyse empirique basée sur le modèle de Cushman (1985), que les stocks d'IDE reçus par 42 PED entre 1984 et 1996 furent négativement influencés<sup>101</sup> par la présence de volatilité des changes, ces auteurs mettent en avant les bienfaits d'un taux de change fixe, voire même des zones monétaires, en ce qui concerne l'attractivité des territoires. Garibaldi, Mora, Sahay et Zettemeyer (2002) à partir des IDE entrants de 26 économies en transition entre 1990 et 1999 et Globerman et Shapiro (2003) se basant sur ceux en provenance des Etats-Unis et à destination de 143 pays entre 1994 et 1997 parviendront aux mêmes résultats à l'aide d'une *dummy* prenant en compte l'ancrage, ou non, des cours des devises locales à des monnaies références<sup>102</sup>. Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006), pour leur part, démontreront que cet effet positif des régimes de change fixe sur l'attractivité des PECO ne concerne que les régimes d'ancrage *de facto* et non ceux *de jure*. Ceci vient du fait que relativement peu de pays appliquent dans les faits les maintiens de parité qu'ils annoncent. En revanche les travaux empiriques de Busse, Königer et Nunnenkamp (2010) cherchant à expliquer les investissements transnationaux durables à destination de 83 *pays en développement* entre 1978 et 2004 échoueront, quant à eux, à trouver de la significativité à leur variable indicatrice « partage d'une monnaie commune ».

Par ailleurs, plusieurs études empiriques consacrées à déterminer la localisation des IDE se sont aussi intéressées à tester l'impact des régimes de change particuliers européens sur l'attractivité des pays du vieux continent. Barrell et Pain (1998), par exemple, se sont demandé si la mise en place du Système Monétaire Européen (SME) a permis aux pays membres de la CEE de recevoir davantage d'IDE japonais dans les années 80. Il n'en serait rien si l'on en croit le coefficient non significatif qu'accorde leur économétrie de données de panel en *pooling* à la variable indicatrice d'adhésion au SME.

Petroulas (2007), quant à lui, se posera la même question quoique concernant l'influence de l'adoption de la monnaie unique sur les IDE entrants des Etats membres. Ses travaux porteront sur les investissements transnationaux durables allant s'implanter

---

<sup>101</sup> Cet effet perdrait de sa significativité pour les pays exportateurs de pétrole mais deviendrait plus prononcé avec la proximité géographique entre pays sources et pays d'accueil.

<sup>102</sup> Plus précisément, l'étude empirique de localisation des IDE de Globerman et Shapiro (2003) utilise une *dummy* qui équivaut à l'unité si le pays d'accueil adopte un taux de change fixe vis-à-vis du dollar. Garibaldi, Mora, Sahay et Zettemeyer (2002), pour leur part, incluront dans leur régression d'IDE une variable indicatrice qui sera égale à 1 si le taux de change de l'économie hôte est soumis à un régime d'ancrage quel que soit les monnaies de référence.

dans 18 pays de l'OCDE entre 1992 et 2001. Il en ressortira qu'un effet clairement positif se détache, l'instauration de l'Union Economique et Monétaire (UEM) apparaissant comme ayant augmenté les IDE intra-zone euro<sup>103</sup> de 16% sur la période alors que dans le même temps les IDE en provenance des autres pays vers les économies partageant la monnaie unique se seraient accrus de 8%. Tout en confirmant cette relation, l'analyse empirique de Brouwer, Paap et Viaene (2008) aboutit même à un impact positif plus important dans l'hypothèse d'un élargissement de l'UEM pour les dix pays ayant nouvellement rejoint l'Union Européenne en 2004. La hausse des stocks de capitaux transnationaux durables reçus due à une adhésion potentielle à l'euro pourrait s'établir entre 18,5% pour la Pologne et 30,3% pour la Hongrie. Cependant, les résultats de Brouwer, Paap et Viaene (2008) seraient susceptibles d'être victimes d'un problème de surestimation car ils peuvent refléter une partie de l'effet transition de ces économies vers un système de marché. Notons que, paradoxalement, l'étude de ces auteurs ne décerne pas de rôle précis à la volatilité des changes sur la localisation des IDE. En effet, les différentes méthodes économétriques qu'ils emploient pour expliquer l'implantation des stocks d'IDE attribuent tantôt un signe positif, tantôt un signe négatif au coefficient de l'écart-type du taux de change réel<sup>104</sup>... Une des raisons avancées afin d'expliquer l'incohérence de tels résultats repose sur les motivations des IDE. Pourquoi les différentes formes d'IDE répondraient de façon similaire au risque de change ?

C'est la question que se posent Lin, Chen et Rau (2010) à partir d'une modélisation fidèle à la théorie de Dixit (1989a, 1989b). Pour y répondre, ils y intégreront deux motivations distinctes d'IDE horizontal. La première, la volonté de substitution aux exportations, décrit la situation d'une firme desservant auparavant le marché étranger par le biais du commerce international et décidant finalement de s'y implanter pour réduire ses coûts de production. Dans ce cas, l'exposition de l'entreprise au risque de change s'en voit diminuée car ses prix et ses coûts sont exprimés dans la même monnaie locale<sup>105</sup>. De

---

<sup>103</sup> Notons que l'étude de De Sousa et Locharde (2009) dans un papier non publié démontre que la mise en place de l'UEM a provoqué une augmentation de l'ordre de 29% pour les IDE intra-zone euro. Leur analyse porte sur 21 pays de l'OCDE dont 11 membres de la zone euro entre 1992 et 2005.

<sup>104</sup> De Sousa et Locharde (2009) obtiennent quant à eux des résultats différents en fonction de l'horizon temporel retenu par leur analyse. Le coefficient de la volatilité des changes apparaît ainsi dans leur régression des IDE entrants des pays de l'OCDE comme non significatif entre 1992 et 2005, puis statistiquement positif entre 1982 et 2005. Selon eux, ce phénomène provient des stratégies prédominantes d'IDE lors de ces périodes, la volatilité des changes devant avoir un effet négatif sur la localisation des IDE verticaux mais positif sur celle des IDE horizontaux.

<sup>105</sup> A l'inverse, dans le cas des exportations, les facteurs de production utilisés par la firme multinationale sont domestiques. De fait les coûts de production sont exprimés en monnaie du pays source alors que les prix de vente sont libellés en devises étrangères, d'où un risque de change plus important.

fait, une aversion prononcée pour le risque de la part de la FMN la conduira à préférer et à engager ce type d'IDE en cas de volatilité accrue des taux de change. En revanche, la seconde stratégie que les auteurs appellent « *market seeking* » implique que la firme en question n'exporte, pas dans un premier temps, sa production vers le pays étranger. Elle désire s'y localiser dans l'optique de conquérir un nouveau marché. Selon Lin, Chen et Rau, cette seconde situation nous ramène à la théorie d'option de change de Dixit (1989a, 1989b) pour laquelle une hausse de la volatilité du taux de change devrait retarder le moment d'entreprendre un IDE. Nous voyons ainsi qu'en fonction de la motivation qui anime l'investisseur, les réponses de leur décision face au risque de change sont opposées. Lin, Chen et Rau confirmeront empiriquement leur thèse à partir de données microéconomiques sur les entrées de firmes taiwanaises en Chine au cours de la période 1987-2002. En effet, d'après leurs régressions économétriques basées sur le modèle à risque proportionnel de Cox, il apparaît bien que « l'effet de la volatilité du taux de change réel sur les IDE '*market seeking*' est significativement négatif tandis que celui sur les IDE '*substitut d'exportation*' est significativement positif » (Lin, Chen et Rau (2010, p.479)).

En définitive, la promotion de la stabilité des changes par les gouvernements et les autorités monétaires a des répercussions certaines sur l'attractivité d'un pays, notamment d'un pays en développement. Néanmoins, les IDE entrants y répondront différemment selon leur motivation initiale. C'est la raison pour laquelle la volatilité du taux de change se voit attribuer des rôles contraires voire non significatifs<sup>106</sup> par les différentes études empiriques l'intégrant comme variable explicative des investissements transnationaux durables.

### *II.2.3 Climat politico-social*

Il est entendu que la stabilité d'un pays ne se résume pas qu'à ses performances économiques mais qu'elle s'étend également à son climat politico-social. En effet, la fréquence et la violence des successions de gouvernement, des grèves, des émeutes...

---

<sup>106</sup> Sur ce point, signalons aussi les travaux de Drabek et Payne (2002) et Wei (2000) qui n'accordent pas d'influence à la volatilité des changes respectivement sur les flux d'IDE entrants de 52 pays entre 1991 et 1995 et sur ceux en provenance de 14 pays sources et à destination de 53 pays hôtes entre 1994 et 1996.

risquent de dissuader les investisseurs d'aller s'implanter durablement dans un territoire. Ceci est d'autant plus vrai que les IDE engagent souvent des coûts irrécupérables importants. Il y a donc fort à parier qu'ils évitent de s'installer dans les économies où leurs activités sont susceptibles d'être interrompues, temporairement ou définitivement, par des manifestations d'insécurité.

Bien que terriblement attrayante, cette intuition a dû attendre un certain temps avant de se voir confirmer véritablement par les analyses empiriques. A l'image de Bennett et Green (1972), les premières d'entre elles tendaient plutôt à rendre des résultats mitigés quant à l'influence du climat politico-social des territoires sur la localisation des IDE. Bennett et Green ont entrepris de mesurer l'impact des comportements agressifs liés à la politique sur les IDE d'origine américaine que reçoivent 46 nations dans le secteur marketing en 1965. Ils n'en trouvent finalement aucun à l'exception d'un léger effet dissuasif sur les flux d'investissements transnationaux durables à destination des pays en développement d'accueil éloignés des Etats-Unis<sup>107</sup>.

Que les pays développés hôtes soient moins concernés par ce phénomène n'est pas surprenant : ces derniers jouissent en général d'un seuil de sécurité suffisant au-delà duquel toute amélioration a moins d'effet sur les firmes multinationales. Les travaux de Contractor (1991), portant sur 46 pays d'accueil entre 1977 et 1987 confirmeront cette idée. Tout en aboutissant à une influence positive attendue d'un indice de stabilité politique sur les flux d'IDE entrants des pays en développement, ils aboutiront au résultat inverse s'agissant des pays industrialisés et nouvellement industrialisés d'accueil. Les auteurs expliqueront cela en avançant que, bien que l'Espagne soit accréditée d'une notation politique moins élevée que celle décernée à l'Allemagne, la fiabilité de son pouvoir exécutif est telle que de meilleures opportunités en termes d'investissement compenseraient aisément ce « déficit ». Il n'en serait en revanche pas de même pour les pays moins développés qui ne présentent pas de garanties structurelles et sécuritaires similaires.

Mise à part cette précision, la nécessité d'un cadre politico-social solide comme condition préalable à l'attraction des IDE semble faire consensus au sein de la littérature

---

<sup>107</sup> En effet, les auteurs ne trouvent pas de relation significative entre le nombre des comportements agressifs liés à la politique et le montant d'IDE reçu pour le cas des pays d'accueil d'Amérique latine. Ils associent ce phénomène au fait que cette région est un satellite des Etats-Unis et que les industriels américains peuvent, de fait, avoir une certaine influence sur les décisions politiques portant sur leurs investissements.

empirique plus récente portant sur le sujet, et ce même si différentes variables explicatives ont été utilisées pour le démontrer. La plus courante d'entre elles reste l'indice composé de plusieurs mesures allant de la fréquence à la violence des mouvements d'insécurité perpétrés. Qu'ils proviennent de la Banque Mondiale (Busse et Hefeker (2007), Globerman et Shapiro (2002) et Stein et Daude (2001)), de l'International Country Risk Guide<sup>108</sup> (Habib et Zurawicki (2002), Loree et Guisinger (1995), Neumayer et Spess (2005) et Tobin et Rose-Ackerman (2006)), du Business Environment Risk Intelligence (Singh et Jun (1995)) ou du calcul des auteurs (Fedderke et Romm (2005)), ces indices sont généralement associés à des coefficients significatifs et arborant le signe attendu lorsqu'ils sont utilisés comme régresseurs à travers les différentes estimations économétriques vouées à déterminer la localisation des IDE<sup>109</sup>. Il arrive cependant que ces coefficients ne soient pas robustes au changement de spécification des régressions (Büthe et Milner (2008)).

D'autres auteurs se sont, pour leur part, appuyés sur des variables plus précises pour prendre en compte l'instabilité politico-sociale dans leur équation explicative de la localisation des IDE. Schneider et Frey (1985) s'appuient ainsi sur le nombre de grèves et d'émeutes, Root et Ahmed (1979) sur la fréquence de changements de gouvernement et d'attaques à main armée, alors que Brainard (1997) examine s'il y a eu ou non un coup d'Etat au cours de la décennie étudiée. Parmi l'ensemble de ces variables, seul le nombre de jours de travail perdus à cause des grèves introduit dans l'estimation de Singh et Jun (1995) échoue à obtenir de la significativité en tant que déterminant d'IDE. Et encore, ceci serait dû au fait que les données ayant trait à ce phénomène social pourraient être biaisées, les pays évitant de reporter ces chiffres les années connaissant de grandes interruptions dans le processus de production. Enfin, Zang (2005)<sup>110</sup> et Swain et Wang

---

<sup>108</sup> Il convient de noter que l'indice de risque politique tiré de l'IRCG est un peu plus large que ses homologues et dépasse quelque peu le domaine politique pur. Il est calculé à partir de 12 composants : la stabilité du gouvernement, le climat socio-économique, le profil d'investissement, les conflits internes, les conflits externes, la corruption, le poids militaire dans la politique, le poids religieux dans la politique, le respect des lois et de l'ordre, les tensions ethniques, la responsabilité démocratique et la qualité administrative.

<sup>109</sup> L'analyse empirique de Fedderke et Romm (2005) porte plus précisément sur les déterminants des stocks d'IDE sud-africains entre 1960 et 2003. Notons également que celle de Busse et Hefeker (2007) concerne les IDE entrants de 83 pays en développement sur la période 1984-2003, tandis que celle de Singh et Jun (1995) s'intéresse aux flux d'IDE entrants de 31 pays en développement entre 1970 et 1993. Le cadre d'analyse des autres études que nous citons ici a déjà été abordé dans les sous-sections précédentes de ce chapitre.

<sup>110</sup> Plus précisément, l'étude empirique de Zhang (2005) s'intéresse aux déterminants de localisation des IDE hongkongais et taiwanais vers la Chine entre 1980 et 2001. Notons que les cadres d'analyses des autres études citées dans ce paragraphe ont déjà été décrits dans les sous-sections précédentes de ce chapitre.

(1997), quant à eux, démontreront que les périodes d'instabilité politique de la Chine lors du mouvement de Tian'anmen, (ainsi que la phase de transition économique de la Hongrie pour les second cités), appréhendées par le biais de *dummies* temporelles, ont bien eu des conséquences négatives en termes d'IDE reçus par les pays concernés.

#### II.2.4 Indicateur global de risque

Jusqu'ici, nous avons présenté tour à tour chaque instabilité politique, économique et sociale à laquelle peut être sujette une économie (sous-section II.2.1, II.2.2 et II.2.3 de ce chapitre). Cependant, plutôt que de les considérer séparément, un investisseur aura plutôt tendance à fonder son opinion sur un indice global de risque : la notation « risque pays ». Qu'ils soient calculés par des organismes privés de conseil aux entreprises où par des revues spécialisées, ces indices reposent généralement sur des critères de stabilité politique, de stabilité économique, de notation du crédit souverain et de l'attitude du gouvernement d'un pays envers les investissements étrangers. Une notation « risque pays » élevée reflète un environnement sûr tandis que l'inverse traduit un territoire d'accueil très risqué. Par conséquent, compte tenu des discussions théoriques et empiriques que nous avons développées tout au long de la sous-section II.2 du chapitre présent, les économies gratifiées d'un meilleur indice global de stabilité sont censées être plus attractives que les autres en termes d'IDE.

Les travaux de Vijayakumar, Rasheed et Tondkar (2009) abondent clairement dans ce sens. En effet, selon ces derniers, la notation « risque pays » tirée du magazine *Euromoney* a bel et bien une influence positive sur la localisation des flux d'IDE entrants parmi 110 pays d'accueil au cours des années 90. Toujours selon cette étude, il semblerait que la nationalité des FMN joue sur leur attitude vis-à-vis du risque, les investissements transnationaux durables provenant uniquement des Etats-Unis paraissant plus sensibles aux instabilités politiques, économiques et sociales que les autres. Une désagrégation des composants de l'indice *Euromoney* nous éclaire sur ce point en démontrant que les firmes américaines accorderaient une importance supérieure à la stabilité politique des pays d'accueil. Par ailleurs, pris séparément, la notation de la dette (*credit rating*) ainsi que la facilité d'accès au marché des capitaux seraient les éléments de l'indice « risque pays »

ayant le plus d'impact sur le choix du lieu d'implantation des FMN, tout du moins à travers le cadre d'analyse de Vijayakumar, Rasheed et Tondkar.

De par sa disponibilité et l'étendue des critères qu'il prend en compte<sup>111</sup>, l'indice *Euromoney* est une des mesures « risque pays » préférées des études empiriques consacrées à déterminer la localisation des IDE. On le retrouve ainsi dans les articles de Buch, Kleinert et Toubal (2003) et de Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004)<sup>112</sup>. Encore une fois, la stabilité d'un pays s'y révèle être un facteur déterminant d'attractivité vis-à-vis des IDE. D'un point de vue sectoriel, seules les activités d'industries automobiles, de construction, de bien d'équipement et de services financiers y seraient insensibles (Buch, Kleinert et Toubal (2003)). Nous verrons par la suite pour quelles raisons les firmes multinationales peuvent accorder moins d'importance aux risques des pays d'accueil dans leur choix d'implantation à l'étranger de certains types de production.

Parmi les autres indices « risque pays » utilisés par la littérature empirique s'intéressant aux déterminants des IDE, nous pouvons mentionner celui du magazine *Institutional Investor*. Comparée à la mesure de l'*Euromoney*, celle de l'*Institutional Investor* accorde davantage de poids aux risques financiers et économiques. De fait, elle s'apparente plus à une notation d'un risque de défaut souverain qu'à une évaluation plus globale du « risque pays ». C'est en tout cas l'explication avancée par Liu, Song, Wei et Romilly (1997) suite au manque de significativité que récolte la variable *Institutional Investor* à travers leur régression tentant d'expliquer les flux annuels d'IDE entrants chinois en provenance de 22 pays entre 1983 et 1994. En revanche, dès lors que cet indice de stabilité est intégré dans une estimation portant sur la localisation des IDE à destination des pays les moins développés (Schneider et Frey (1985)) ou en transition (Bevan et Estrin (2000))<sup>113</sup>, il obtient le signe positif attendu.

Holland et Pain (1998), pour leur part, confirmeront l'importance du « risque pays » dans la localisation des flux d'IDE parmi 11 pays d'Europe centrale et orientale

---

<sup>111</sup> L'indice « risque pays » *Euromoney* est une somme pondérée des neuf composants suivants : le risque politique, la performance économique, les indicateurs de dette, les défauts de dette ou leur rééchelonnement, les *credit ratings*, l'accès au financement bancaire, l'accès au financement de court terme, l'accès au marché des capitaux, le taux d'intérêt de l'escompte à forfait (*discount on forfaiting*).

<sup>112</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Buch, Kleinert et Toubal (2003) et de Nonnemberg et Cardoso de Mendonça (2004), voir respectivement les sous-sections I.1.2 et II.1.3 de ce chapitre.

<sup>113</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Schneider et Frey (1985) et Bevan et Estrin (2000), voir respectivement les sous-sections II.1.3 et I.2.2 de ce chapitre.

entre 1992 et 1996 à l'aide, cette fois, d'un indice alternatif provenant de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD). Par ailleurs, l'« Operation Risk Index » proposé par la société *Business Environment Risk Intelligence* (BERI) s'ajoute aux mesures disponibles de stabilité politique, économique et sociale. Notons que ce dernier met essentiellement l'accent sur le climat général de faire des affaires d'un pays. Toujours est-il que, à l'image de la majorité de ses homologues, l'« Operation Risk Index » a l'influence positive attendue sur les IDE à destination des pays en développement (Resmini (2000), Singh et Jun (1995)), mais aussi sur ceux allant s'implanter dans les pays développés (Blonigen, Davies, Waddell et Naughton (2004))<sup>114</sup>.

A l'inverse, deux études empiriques consacrées à déterminer la localisation des IDE échouent à soutenir statistiquement le rôle de la stabilité d'un pays en tant que facteur d'attractivité. Tout d'abord, l'analyse économétrique de Wheeler et Mody (1992), n'accorde aucun impact aux risques économiques et politiques – tels que représentés par les composantes principales d'un indice de risque publié par la *Business International Corporation* – sur les investissements étrangers manufacturiers et électroniques d'origine américaine entrants de 42 pays sur la période 1982-1988. Ensuite, les régressions des flux d'IDE allant s'implanter dans quatre pays d'Europe de l'Est entre 1991 et 1993 de Lansbury, Pain et Smidkova (1996) n'accordent aucune significativité au coefficient lié à un indice de risque économique calculé par les auteurs<sup>115</sup>. Toutefois, deux éléments d'explication nous permettent de relativiser ces derniers résultats.

*Primo*, l'inclusion d'un indice de stabilité comporte un risque important de corrélation avec les autres variables prises en compte par les équations vouées à expliquer la localisation des investissements transnationaux durables. En l'occurrence, celui utilisé par Wheeler et Mody (1992) englobe un grand nombre de domaines (politique, social, culturel, institutionnel, économique) ce qui décuple les chances de corrélation avec les autres régresseurs de leur estimation. *Secundo*, il ne faut pas oublier que les agissements d'une firme sont motivés par la recherche du profit. Par conséquent, si les coûts associés à l'instabilité d'un pays sont plus que compensés par les avantages qu'il propose, une FMN sera tout de même tentée d'y implanter une filiale étrangère. Ceci expliquerait

---

<sup>114</sup> Pour plus de précisions sur le cadre d'analyse des études de Resmini (2000), Singh et Jun (1995) et Blonigen, Davies, Waddell et Naughton (2004), voir respectivement les sous-sections I.3.2, II.2.3 et I.1.2 de ce chapitre.

<sup>115</sup> Ces calculs sont opérés à partir du ratio dette sur exportation, du ratio importation sur réserve de change, du ratio déficit public sur PIB et enfin du taux d'inflation. En conséquence, l'indice de risque de Lansbury, Pain et Smidkova (1996) ne considère que des risques économiques.

pourquoi, selon (Buch, Kleinert et Toubal (2003)), les IDE allemands de certains secteurs d'activité (automobile, construction, bien d'équipement et services financiers) seraient moins sensibles que les autres aux risques des pays étrangers d'accueil. En effet, il est possible que les opportunités de coûts et de marchés qu'offrent certaines économies compensent, pour ces productions seulement, les pertes potentielles dues à un environnement instable politiquement, économiquement et socialement. Idem en ce qui concerne le cas des firmes multinationales allant s'installer en Chine (Liu, Song, Wei et Romilly (1997)).

\*\*\*\*\*

Peu importe le domaine qu'elle touche, l'incertitude est rarement appréciée des firmes multinationales. Un Etat peut donc œuvrer dans le sens de la stabilité afin d'attirer davantage d'investissements directs étrangers. C'est en tout cas ce que suggèrent les résultats des études empiriques présentées ici qui placent le « risque pays » comme un déterminant important de localisation des IDE. Plus précisément les investisseurs directs étrangers semblent chercher en priorité un climat politico-social sain même s'il est difficile de mesurer l'importance qu'ils attachent à la stabilité macroéconomique interne, faute de variable appréhendant précisément le phénomène. La volatilité des changes aurait, quant à elle, un effet indéterminé sur l'implantation des filiales à l'étranger selon la stratégie poursuivie par les sociétés transnationales.

Une fois acquise cette stabilité politique, économique et sociale, un Etat et sa Banque Centrale disposent de plusieurs instruments pour rendre leur territoire plus attractif : fiscalité, promotion de la santé et de l'éducation, programme de privatisation et de libéralisation, taux d'intérêt. Toutefois, l'efficacité des mesures gouvernementales favorables aux IDE risque fort de dépendre de la crédibilité des institutions qui les encadre.

### III LES DETERMINANTS INSTITUTIONNELS DE LA LOCALISATION DES IDE

Ces derniers temps, la littérature empirique associée aux déterminants de localisation des IDE a porté une attention toute particulière aux facteurs institutionnels (ou facteurs de bonne gouvernance). Selon la Banque Mondiale (1998, p.2), le terme ‘institution’ réfère à un ensemble de règles formelles et informelles régissant les actions des individus et des organisations dans une société. Le caractère pour le moins élargi de cette définition rend difficilement appréhendable le degré de bonne gouvernance d’un pays à travers une seule et même variable. C’est la raison pour laquelle ce concept est généralement décomposé en trois grands piliers par les études consacrées à évaluer l’influence des institutions sur les IDE: la démocratie, la corruption et le cadre judiciaire et administratif d’un pays<sup>116</sup>. Cependant cette simplification ne résout pas pour autant un problème de taille. Comment mesurer des notions aussi difficilement quantifiables? Fort heureusement, certains organismes se chargent de leur estimation soit en recueillant la perception de plusieurs experts (*Business International Index, ICRG index*), soit sur la base de sondages envoyés aux FMN (*Global Competitiveness Report index, World Development Report index*), soit en faisant une synthèse d’indices déjà existants (*Corruption Perception Index* ou *KKZL indicators*<sup>117</sup>). L’utilisation de ces indicateurs a permis de dégager un consensus empirique sur la relation entre institution et investissement direct étranger. Comme on pouvait s’y attendre, une économie démocratique, dénuée de corruption, transparente et pourvue d’un environnement légal efficace et impartial semble être plus à même d’intéresser les investisseurs internationaux. Mais derrière ce consensus se cachent quelques affinements nécessaires au sein desquels émerge la question suivante : si une bonne gouvernance est tellement importante pour attirer des capitaux durables étrangers, comment expliquer les bonnes performances de la Chine et de certains pays anciennement soviétiques en la matière ?

---

<sup>116</sup> Notons que la bonne gouvernance peut comprendre d’autres dimensions selon les études retenues, mais les trois citées ont tendance à revenir systématiquement. Il arrive notamment que certaines variables de stabilité abordées dans la sous-section II.2.2 de ce chapitre se retrouvent à la base d’un calcul d’indicateur institutionnel (la libéralisation commerciale et financière, les risques politiques, les mesures d’incitation aux investissements étrangers...). D’où l’importance et la difficulté de bien choisir les autres régresseurs d’une équation économétrique en présence d’un concept aussi englobant que la bonne gouvernance pour éviter tout problème de corrélation.

<sup>117</sup> L’indice « Corruption Perception Index » (CPI) est proposé par l’organisation *Transparency International* tandis que les indicateurs KKZL proviennent de la Banque Mondiale (voir Kaufmann, Kraay et Zoido-Lobaton (1999) pour leur construction).

### III.1 La démocratie

Plutôt que de se limiter à la nature du régime au pouvoir, la littérature économique consacrée à déterminer la localisation des IDE aborde l'élément démocratique dans le sens large du terme. Il est ainsi généralement représenté par deux grandes composantes. D'une part les « droits politiques », qui reflètent la capacité des citoyens à participer librement au processus politique (droit de voter, de postuler à des postes publics et d'élire des représentants qui auront leur mot à dire dans les mesures gouvernementales). D'autre part les « libertés civiles » c'est-à-dire la possibilité de développer des opinions, des associations et une autonomie personnelle sans interférences de l'Etat. Ainsi, les indicateurs de démocratie les plus fréquemment utilisés ont tendance à regrouper ces deux dimensions (*Freedom House index*, *KKZL index*, *Polity IV index*, *ICRG index*).

En ce qui concerne l'influence de telles mesures sur les investissements directs étrangers, les réflexions théoriques aboutissent à un effet ambigu. Il est aisé de percevoir en quoi les IDE sont susceptibles d'être attirés par les bienfaits démocratiques en termes de transparence, de crédibilité, de stabilité et de protection judiciaire d'un gouvernement. Tout ceci concourt à l'instauration d'un environnement sain pour l'exercice d'une activité économique. Cependant, l'entretien de liens étroits avec un régime autoritaire, en dépit du risque que cela comporte, peut également être à l'origine d'avantages non négligeables pour une firme multinationale se traduisant par des incitations financières et fiscales très généreuses, une pression syndicale quasi inexistante ou encore la promesse d'un marché de type monopolistique ou oligopolistique (O'Donnell (1978, 1988)).

Ces deux effets théoriques contraires sont vraisemblablement à l'origine du manque de significativité économétrique obtenu par les coefficients démocratiques des travaux de Biglaiser et De Rouen (2006), Büthe et Milner (2008), Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) et Stein et Daude (2001)<sup>118</sup> à travers leurs régressions explicatives des flux d'IDE. Malgré cela, une grande majorité des études empiriques corroborent tout de même l'idée selon laquelle les investissements transnationaux durables seraient attirés par un

---

<sup>118</sup> Plus précisément, l'étude empirique de Biglaiser et De Rouen (2006) analyse l'impact des réformes économiques, au sein desquelles l'amélioration de la bonne gouvernance, de 15 pays d'Amérique latine sur leurs IDE entrants entre 1980 et 1996 via une économétrie en données de panel. Pour davantage de précisions sur les cadres analytiques des travaux de Büthe et Milner (2008), Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) et Stein et Daude (2001), voir respectivement les sous-sections II.1.1, II.1.3 et I.1.2 de ce chapitre.

renforcement de la démocratie<sup>119</sup>. A vrai dire, parmi les analyses récentes portant sur le sujet dont nous avons connaissance, seule celle de Li et Resnick (2003) portant sur 53 pays en développement entre 1982 et 1995 confère une importance supérieure aux avantages autocratiques par rapport aux avantages démocratiques vis-à-vis des entrées d'IDE. Mais même ce résultat sera par la suite contesté par Jakobsen et de Soysa (2006) qui trouveront la relation inverse à partir des mêmes données en ajoutant simplement 46 pays d'accueil à l'échantillon retenu tout en transformant la variable dépendante sous forme logarithmique.

Ne se satisfaisant pas de ce consensus, Adam et Filippaios (2007) approfondiront l'analyse afin de déterminer si les deux principales composantes des indicateurs démocratiques (à savoir les « droits politiques » et les « libertés civiles ») peuvent jouer de façon différente, voire opposée, sur les choix de localisation des IDE. Selon eux, une amélioration des « droits politiques » seuls devraient rendre un pays plus attractif en ceci que ses électeurs détiendraient un contrôle sur le pouvoir sinon excessif, et donc susceptible d'effrayer les firmes multinationales, qu'aurait le chef de l'exécutif. Les « libertés civiles » auraient, quant à elle, un impact indéterminé en la matière. D'un côté leur promotion renforcerait le pouvoir de négociation salariale et de protection sociale des employés par le biais des syndicats (impact négatif sur les IDE par l'augmentation des coûts de production engendrée) ; de l'autre, leur suppression risquerait de se ressentir fortement à la baisse dans la motivation et donc la productivité des travailleurs (impact également négatif sur les IDE). Au final, leur étude économétrique conduite sur les investissements directs étrangers américains à destination de 105 économies (développés et en développement) entre 1989 et 1997 suggère que les firmes multinationales recherchent plutôt des territoires à faibles « libertés civiles » et nantis d'importants « droits politiques ». Autrement dit, il conviendrait d'étudier séparément l'impact de ces deux éléments démocratiques sur les IDE. Le débat sur cette question est d'autant plus ouvert que Harms et Ursprung (2002) aboutissent, pour leur part, à un coefficient significativement positif des « droits politiques » *et des « libertés civiles »* à travers leurs régressions portant sur les investissements transnationaux durables entrants de 62 pays en développement entre 1989 et 1997. En outre, les résultats de ces auteurs soutiennent que,

---

<sup>119</sup> Sur ce point, voir Busse (2004), Busse et Hefeker (2007), Caetano et Caleiro (2009), Fabry et Zeghni (2006), Fukumi et Nishijima (2010), Globberman et Shapiro (2003), Harms et Ursprung (2002), Jakobsen (2003), Jensen (2003). Bien entendu, cette liste est non exhaustive.

plutôt que d'agir comme un frein, le taux de syndicalisation d'une économie lui permettrait de recevoir plus d'IDE. Tout ceci jette donc un doute sur les conclusions statistiques d'Adam et Filippaios (2007).

Une autre idée intéressante ayant trait à la relation entre IDE et démocratie nous est apportée par Asiedu et Lien (2011). Ces derniers font intervenir les dotations en ressources naturelles des pays d'accueil dans l'équation et nous démontrent en quoi la donne s'en trouve radicalement changée. En effet, la valeur stratégique que revêtent les secteurs du pétrole et des métaux précieux fait qu'ils sont très fortement contrôlés par les gouvernements. En outre, les investissements impliqués par les activités d'extraction comportent des coûts irrécupérables colossaux. Par conséquent, le fait de tisser des relations très étroites et durables avec le chef d'Etat est une assurance nécessaire afin de parvenir à un retour sur investissement maximal. Or, de tels liens sont beaucoup plus simples à entretenir au sein d'un régime autocratique qu'avec un régime démocratique. C'est pourquoi Asiedu et Lien (2011) s'attendent à ce que la variable d'un renforcement démocratique influence *négativement* les entrées d'IDE en direction des territoires riches en ressources naturelles seulement. Cette idée sera validée à partir d'une étude empirique conduite sur 112 pays en développement entre 1982 et 2007. En outre, il en ressortira que les résultats obtenus ne dépendent pas du type ou de la composition (pétrole ou minerai) des ressources naturelles nationales présentes mais plutôt de leur importance dans l'économie du pays d'accueil. Notons que les enseignements d'Asiedu et Lien correspondent exactement aux résultats économétrique de Busse (2004). Ce dernier, en analysant un échantillon de 69 pays en développement entre 1972 et 2001 trouve bien un effet positif de la démocratie sur les IDE entrants, effet qui ne tient cependant plus si l'on ne se concentre que sur les deux premières décennies étudiées. Il expliquera cette évolution par le changement sectoriel des IDE du secteur primaire vers les secteurs secondaire et tertiaire au cours du temps (voir section I du chapitre 3).

En résumé, les avantages en termes d'attractivité associés à la démocratisation d'une société semblent être supérieurs à ceux proposés par l'autocratie, exception faite des pays riches en ressources naturelles. Une des raisons à l'origine de ce phénomène a trait à la corrélation importante qui existe entre la démocratie et les autres variables institutionnelles, au premier rang desquelles la corruption.

### III.2 La corruption

La Banque Mondiale définit la corruption comme étant l'abus de pouvoir public à des fins de gains privés (World Bank (1997, p.8)). Ici encore, le concept est assez large et regroupe un ensemble de pratiques allant du pot-de-vin au détournement de fonds en passant par la fraude, l'extorsion ainsi que toute forme de favoritisme de la part du gouvernement en place. Bien entendu tout ceci a un impact sur le bon fonctionnement de l'activité économique d'un pays et notamment sur celui des filiales étrangères qui y sont implantées.

Ainsi l'effet le plus évident de la corruption d'une économie sur ses entrées d'IDE est un effet négatif ou encore effet « grain de sable ». L'obligation de verser des pots-de-vin pour obtenir un permis d'installation, un prêt ou tout autre service de l'administration représente un coût supplémentaire pour les FMN alors même qu'elles ne peuvent avoir la garantie d'obtenir ce pour quoi elles ont payé. Sans oublier que ces ponctions financières sont généralement régulières et que leur montant peut être augmenté de façon tout à fait arbitraire par l'organisme corrompu, ce qui ajoute un élément d'incertitude qui doit être pris en compte par l'entreprise. En outre la corruption, de par sa tendance à contrôler l'accès à l'initiative privée, rend l'environnement économique moins efficace et moins concurrentiel.

Il n'est donc pas étonnant de constater que la plupart des études empiriques cherchant à évaluer l'impact de la corruption sur les IDE aboutisse à un effet négatif. Les premières à s'être intéressées pleinement au sujet sont celles de Wei (2000a, 2000b). Dans un premier temps, Wei (2000a) a tenté de comparer le rôle dissuasif de la corruption d'un pays sur le choix de localisation des firmes multinationales à celui d'une augmentation du taux d'imposition. Après une régression portant sur les stocks d'IDE de 12 pays sources et 45 pays hôtes en 1993, il déduira qu'une hausse de 1% de l'indice de corruption a autant d'effet sur les IDE entrants qu'une variation de la fiscalité entre +6% et +7,5%. Wei (2000b) confirmera ce résultat en obtenant à nouveau une influence négative du *Corruption Perception Index* sur les stocks d'IDE de 14 pays sources à destination de 53 pays d'accueils au cours de la période 1994-1996. Un tel résultat se retrouvera par la suite dans les examens empiriques d'Habib et Zurawicki (2002),

Hakkala, Norbäck et Svaleryd (2005), Sanjay et Portes (2010), Voyer et Beamish (2004) ainsi que Wu (2006)<sup>120</sup>.

Cependant, il convient de préciser que la théorie admet qu'un service public corrompu puisse également être à la base d'effet bénéfique, ou « effet de graisse » sur les IDE. Dans certains Etats, notamment ceux au sein desquels les mécanismes de marché ne sont pas très développés, la corruption est susceptible d'être un moyen rapide et efficace de contourner une administration, des régulations ou un système judiciaire défaillants et coûteux. Ainsi, si son « effet graisse » est supérieur à son « effet grain de sable », la corruption peut faire partie des facteurs d'attractivité. Quoiqu'attrayante, cette thèse ne récolte pas vraiment de soutien statistique. A notre connaissance, seuls les travaux empiriques d' Egger et Winner (2005) portant sur 73 pays (développés et en développement) entre 1995 et 1999 aboutissent à une influence positive de la corruption d'un pays sur les IDE qu'il reçoit. Or, dans un article ultérieur, ces mêmes auteurs aboutiront à un impact négatif voire non significatif, de la corruption sur les stocks sortants d'IDE respectivement intra-OCDE et de l'OCDE vers d'autres territoires entre 1983 et 1999 (Egger et Winner (2006)). Autrement dit, en règle générale, un consensus se dégage en faveur de l'« effet grain de sable » des économies corrompues sur les IDE<sup>121</sup>. Voyons maintenant les aspects particuliers qui se terrent derrière cette affirmation.

L'étude empirique de Voyer et Beamish (2004), bien que confirmant l'influence négative de la corruption sur les IDE japonais allant s'implanter parmi 59 pays en 1998, soulignera que cette relation ne vaut qu'en ce qui concerne les nations émergentes d'accueil de l'échantillon et non les nations industrialisées. Les auteurs expliquent cette différence de réaction par le fait que le développement économique s'accompagne généralement d'une amélioration des structures légales anticorruption. De fait, les écarts de corruption entre pays avancés sont moins prononcés et ont donc moins d'impact sur le choix du lieu d'implantation des firmes multinationales. Peut-être est-ce la raison pour laquelle les résultats d'Egger et Winner (2006) suggèrent que l'effet négatif d'un environnement corrompu sur les IDE a tendance à s'estomper avec le temps, temps

---

<sup>120</sup> Bien que ne s'occupant pas principalement de l'influence de la corruption sur les IDE, les résultats de Busse et Hefeker (2007), Caetano et Caleiro (2009b), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005), Globberman et Shapiro (2003), Kenisarin, Andrews-Speed (2008) et Stein et Daude (2001) vont aussi dans ce sens.

<sup>121</sup> Précisons tout de même que quelques études empiriques n'accordent aucune influence à la corruption sur le comportement de localisation des IDE (Fabry et Zeghni (2006), Fan, Morck, Xu et Yeung (2009), Méon et Sekkat (2004)).

pendant lequel les économies en développement rattrapent une partie de leur retard économique.

Cependant, comme nous l'avons mentionné il y a de cela deux paragraphes, Egger et Winner (2006) aboutissent aussi à la conclusion que les IDE en direction des pays non-membres de l'OCDE (donc moins développés) seraient insensibles à la corruption contrairement aux IDE intra-OCDE. Un élément de réponse s'agissant de ce paradoxe tient à la nature même des investissements considérés. En effet, Egger et Winner (2006) soulignent que les IDE intra-OCDE, dus aux faibles écarts de dotations factorielles entre les économies sources et d'accueil, sont principalement *horizontaux*. De fait, une légère hausse de corruption à l'intérieur d'un de ces pays risque de transformer ses IDE entrants « *market seeking* » en simple exportation. A l'inverse, les territoires hors-OCDE reçoivent davantage de capitaux transnationaux durables *verticaux* profitant des coûts de production compétitifs. Dans ce cas, une augmentation de la corruption dans ces pays a de forte chance d'être insuffisante pour compenser les avantages salariaux que peuvent y trouver les firmes multinationales. S'ils avancent des arguments quelque peu différents, Hakkala, Norbäck et Svaleryd (2005) appuient et valident cette réflexion. Selon eux, les filiales étrangères produisant pour le marché local, contrairement aux filiales étrangères destinées à exporter leur production, affichent une exposition supérieure aux pratiques de corruption car elles sont susceptibles de nécessiter un engagement plus important auprès des représentants officiels du gouvernement d'accueil. A partir de données microéconomiques sur les firmes multinationales manufacturières suédoises présentes dans 65 pays en 1998, Hakkala, Norbäck et Svaleryd (2005) confirmeront empiriquement leur hypothèse. En effet, tout en parvenant à l'impact négatif attendu de la corruption sur les ventes des filiales destinées au marché local (IDE horizontal), leur étude économétrique aboutira à un effet significativement positif de la corruption sur les filiales exportatrices moins exposées mais qui bénéficieraient tout de même d'un « effet de graisse » (IDE vertical et/ou « *export-platform* »).

En revanche, Brouthers, Gao et McNicol (2008) en partant d'une approche sensiblement différente soutiendront une thèse quasiment opposée. Pour eux, les coûts qu'induit un gouvernement étranger corrompu auraient dans un premier temps tendance à limiter les IDE « *market seeking* », laissant le marché local en situation non

concurrentielle<sup>122</sup>. Néanmoins, dès lors que cette économie commencera à prospérer, les prix élevés qui y sont pratiqués (dus à la situation d'oligopole), associés à une demande intérieure grandissante, agiraient comme un avantage compensatoire pour les FMN horizontales. Inversement, les filiales « *resource seeking* » ne bénéficieraient nullement de ces prix élevés qui porteraient atteintes à leur compétitivité étant donné que leur production est vouée à l'exportation. Autrement dit, le manque de concurrence dû à un haut degré de corruption peut être à l'origine d'opportunités intéressantes pour les IDE horizontaux, et non pour les IDE verticaux. Par le biais d'une analyse empirique basée sur des termes d'interaction entre leur indice de corruption et les caractéristiques particulières des deux motivations d'IDE, Brouthers, Gao et McNicol valideront leur proposition pour un échantillon de 54 pays entre 1996 et 2002.

Au-delà de la motivation des IDE, leur mode d'entrée (coentreprise ou filiale détenue à 100% par la firme multinationale) joue aussi un rôle important dans leur sensibilité vis-à-vis de la corruption. C'est en tout cas ce que démontrent Smarzynska et Wei (2000) et Javorcik et Wei (2009). Le fil directeur, commun à ces deux articles, est que l'association avec un producteur local à travers la formation d'une joint-venture permet à la firme multinationale de limiter les coûts provoqués par la présence de corruption dans un pays d'accueil, notamment ceux liés à l'obtention d'une autorisation d'exercer son activité. En effet, les connaissances du partenaire local sur les pratiques informelles et son implication dans l'entreprise entraîneraient une économie de temps et d'argent ainsi qu'une garantie avantageant ce mode d'entrée par rapport à une filiale détenue intégralement par la maison-mère. Cependant, la portée de ce raisonnement s'affaiblit dès lors que l'on considère des FMN spécialisées dans le secteur de haute technologie. Ces dernières seront toujours plus réticentes à s'engager dans une joint-venture de peur de subir des fuites technologiques, crainte d'autant plus grande que le pays où elle compte s'installer est corrompu. En analysant les IDE par mode d'entrée s'implantant parmi 22 pays en transition entre 1989 et 1995, Smarzynska et Wei (2000) et Javorcik et Wei (2009) appuient statistiquement leurs hypothèses. Autrement dit, la corruption modifierait bien la composition des IDE qu'un pays reçoit au profit des joint-ventures, tout du moins tant que le secteur de haute technologie n'est pas concerné.

---

<sup>122</sup> Rappelons un des effets de la corruption que nous avons énoncé en ouverture de cette sous-section III.2, à savoir que de par sa tendance à contrôler l'accès à l'initiative privée, un gouvernement corrompu rend l'environnement économique moins concurrentiel.

Un autre paramètre à prendre en considération dans la relation entre corruption et IDE se situe au niveau du type de corruption étudié. Wei (2000b) s'était ainsi demandé si l'organisation de cette dernière, de façon centrale et prévisible ou non, altérerait les résultats obtenus. L'idée étant qu'une corruption à caractère arbitraire et désordonnée rajouterait un surplus d'incertitude qui appuierait son effet négatif sur les IDE. A l'aide d'un indice de dispersion du nombre de rencontres avec les autorités corrompues, l'étude économétrique de Wei (2000b) aboutit bien à un impact négatif plus important d'une corruption discrétionnaire sur les IDE mais qui se révélera instable aux changements de spécification. Cuervo-Cazurra (2008) s'est également penché sur la question avec une attention particulière sur les pays en transition au cours de l'année 1999. Concernant cette zone, l'auteur s'attend au contraire à ce que la corruption arbitraire soit moins préjudiciable pour les FMN que celle qui est organisée. Selon lui une corruption organisée correspond à un coût inévitable tandis que son homologue arbitraire ne ferait qu'ajouter une dose d'incertitude à une région qui comporte déjà un risque extrêmement élevé. Après vérification économétrique, incluant des variables d'interaction entre les types de corruption et une *dummy* isolant les pays en transition, Cuervo-Cazurra apporte une validation empirique à ses propos. Il en conclut qu'il serait possible que cela ne soit pas le niveau de corruption mais bel et bien la forme qu'elle revêt qui aurait une influence sur les entrées d'IDE<sup>123</sup>.

Hines (1995), quant à lui, s'est exclusivement intéressé à l'impact de la législation anticorruption américaine sur les IDE sortants des Etats-Unis. En 1977, le « Foreign Corrupt Practices Act » instaure des sanctions financières et pénales à l'encontre des ressortissants américains responsables de pots-de-vin auprès de représentants officiels étrangers. A l'époque, et jusqu'à la fin des années 90, les Etats-Unis étaient le seul pays à mettre en œuvre une telle politique. L'auteur s'attend donc logiquement à ce que les IDE américains vers les pays corrompus aient subi un ralentissement significatif après l'adoption de cette loi. Son test sur 35 pays d'accueil pour les années 1977 et 1982 confirme bien une relocalisation des activités américaines vers des territoires aux gouvernements plus intègres. En outre, les résultats de Hines démontrent que cette

---

<sup>123</sup> Précisons qu'Uhlenbruck, Rodriguez, Doh et Eden (2006) ont relié la problématique du type de corruption à celle du mode d'entrée préférée des FMN. Selon eux, une corruption centrale et organisée favoriserait les filiales entièrement contrôlées par la maison-mère alors qu'une corruption arbitraire conduirait à davantage de joint-ventures. Ils n'arriveront à valider empiriquement que la deuxième hypothèse à partir de données de projets d'investissement dans les télécommunications au sein de 96 pays émergents entre 1996 et 1998.

redistribution géographique des IDE après 1977 aurait également touché les joint-ventures, les FMN craignant d'être montrées du doigt pour un éventuel comportement malhonnête de leur partenaire. Ce dernier point se retrouve notamment dans les analyses empiriques de Smarzynska et Wei (2000) et de Javorcik et Wei (2009) à travers lesquelles les investisseurs américains sont plus réticents que les autres à s'engager dans des joint-ventures vers les pays corrompus. Malgré cela, ces auteurs, au même titre que Wei (2000a, 2000b), peineront à trouver un impact du « Foreign Corrupt Practices Act » sur la localisation des *IDE totaux*. Il en sera de même pour Hakkala, Norbäck et Sveleryd (2005), concernant les IDE sortants suédois qui ont dû se soumettre à la « convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption » signée en 1997. Selon Wei (2000b), ces résultats décevants peuvent signifier que les FMN ont trouvé des moyens détournés et dissimulés de payer leurs pots-de-vin (par exemple en finançant des voyages pour les représentants officiels).

Wei (2000b) insistera de surcroît sur deux points qui ne sont pas dénués d'importance. *Primo*, il soutiendra et apportera une validation empirique à l'idée que les IDE sont plus sensibles aux problèmes liés à la corruption du pays d'accueil que les investissements de portefeuille. La raison en est que l'obligation de soudoyer et d'avoir à se protéger des extorsions des représentants officiels risque fort logiquement d'aller de pair avec la fréquence des occasions qu'un investisseur a d'interagir avec les bureaucrates locaux. Or il semble naturel que de telles interactions surviennent davantage dans le cadre d'un IDE que dans celui d'un investissement de portefeuille. Sans oublier les coûts irrécupérables que nécessitent l'implantation d'une filiale à l'étranger et qui fragilisent d'autant le pouvoir de négociation de la maison-mère vis-à-vis des représentants officiels locaux<sup>124</sup>. *Secundo*, en dépit des montants vertigineux d'IDE que reçoivent la Chine, Wei (2000b) démontre sur la base des standards économiques, politiques et institutionnels que ce pays n'attire pas plus de capitaux que ce qu'impliquent ses fondamentaux, bien au contraire. En d'autres termes, la corruption chinoise est tout aussi dommageable vis-à-vis des IDE entrants que celle de n'importe quel autre Etat. Notons qu'un tel argument se rencontre également chez Fan, Morck, Xu et Yeung (2009).

---

<sup>124</sup> Wei (2000b) ajoutera que les créanciers internationaux sont plus susceptibles d'être secourus en cas de crise ce qui leur confèrera un avantage supplémentaire sur les investisseurs directs étrangers pour investir dans les pays corrompus.

Enfin une dernière considération reste à prendre en compte dans notre analyse de l'impact de la corruption sur les IDE tel que présenté par la littérature économique empirique spécialisée. Il s'agit de la notion de *distance de corruption*. Pour bien la comprendre on se doit au préalable de citer Davidson (1980, pp.10-11) : « les projets d'investissement vers les nations proposant un environnement familier seront favorisés par rapport à ceux qui envisagent de s'implanter dans d'autres nations ». Adapté à notre problématique de corruption, ce principe stipule que plus il y aura d'écart entre les degrés de corruption de deux pays, moins leurs flux bilatéraux d'IDE ont de chance d'être importants. Plus précisément, Habib et Zurawicki (2002) expliquent que le fait d'avoir à évoluer dans un environnement domestique corrompu procure à une FMN un avantage comparatif, sous forme d'expérience, pour aller s'installer dans un autre pays corrompu, avantage que n'a pas une FMN basée dans un territoire sain. Après validation empirique à partir de données d'investissements transnationaux durables entre 89 pays sur la période 1996-1998, ils en concluent qu'une plus grande différence absolue entre les niveaux de corruption de deux pays a un impact négatif sur leurs flux d'IDE bilatéraux. Par ailleurs, Wu (2006) soulignera le caractère asymétrique de cette relation. Selon lui, une entreprise capable d'exercer son activité dans un milieu corrompu est tout aussi capable de le faire au sein d'une économie plus intègre, l'inverse étant beaucoup moins vrai. De fait, parallèlement à l'ampleur des différences de corruption entre l'économie source et l'économie d'accueil des IDE, il faut également considérer le niveau de corruption du pays d'origine de la FMN pour rendre compte de cette asymétrie. A travers leur analyse concernant les flux d'IDE entre 24 pays sources et 52 pays d'accueil sur la période 1996-2000, les travaux de Wu (2006), tout en appuyant ceux d'Habib et Zurawicki (2002), confirmeront empiriquement que l'effet de *distance de corruption* sur les investissements transnationaux durables varie en fonction du degré de corruption du pays source.

Il est à noter que, au-delà de la *distance de corruption*, le concept plus général de *distance institutionnelle* (comprenant donc les différences de corruption, de démocratie et de système juridique et administratif) semble également avoir une influence négative sur les IDE bilatéraux entre deux pays. C'est en tout cas ce à quoi aboutit l'étude empirique de Seyoum (2009) portant sur les flux d'IDE entrants de 125 pays au cours de l'année 2002. Les résultats de Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) analysant l'impact de la *distance institutionnelle* sur la localisation des stocks d'IDE français parmi 52 pays étrangers entre 1985 et 2000 sont, pour leur part, moins convaincants, les auteurs rejetant

la faute sur un biais statistiques. Toutefois, dès lors qu'ils utilisent une économétrie de panel, leur variable de *distance institutionnelle* apparaît bien comme jouant le rôle d'obstacle attendu sur les investissements transnationaux durables. Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer en déduisent ainsi que les flux d'IDE ont tendance à croître davantage dans le temps en raison d'un processus mondial de convergence institutionnelle.

Par ailleurs, des recherches récentes tentent de rapprocher l'analyse de la *distance de corruption* à celle du mode d'entrée préféré par les firmes multinationales (joint-venture ou filiale entièrement détenue par la maison-mère). Duanmu (2011) considère ainsi que les FMN originaire d'un environnement intègre seraient plus réticentes à s'engager dans une joint-venture avec un partenaire local d'un pays d'accueil corrompu (malgré les connaissances du terrain que ce partenaire pourrait leur apporter) par peur que les agissements de ce dernier ne salissent leur image. En d'autres termes, pour une maison-mère issue d'un Etat « transparent », plus la *distance de corruption* avec le gouvernement hôte est grande et plus la décision d'engager sa propre filiale détenue à 100% plutôt qu'une joint-venture sera préférée<sup>125</sup>. Cependant, pour une FMN originaire d'un pays autant, voire plus corrompu que la zone de destination, la *distance de corruption* perdrait de son influence sur le choix de mode d'entrée. A partir de données détaillées sur les IDE en provenance de 72 pays dans la ville chinoise de Suzhou entre 1981 et 2005, Duanmu aboutit à des résultats conformes à ses attentes. Ainsi, à l'image de Wu (2006) il faut également tenir compte du caractère asymétrique de la *distance de corruption* dans la détermination du mode d'entrée de la FMN. De par cette conclusion Duanmu complète les travaux de Tekin-Koru (2006) qui soulignèrent l'impact négatif de la seule *distance de corruption* sur les joint-ventures à destination de la Turquie entre 1990 et 2000.

L'influence négative d'un environnement corrompu sur les entrées d'IDE n'est plus à démontrer. Cependant une analyse plus en profondeur nous fait prendre conscience que cette relation dépend grandement des types d'IDE et de corruption étudiés. En outre la distance de corruption et son aspect asymétrique ne doivent pas être oubliés. Mais comment est-il possible pour un pays de réduire ce fléau? La solution passe

---

<sup>125</sup> Selon l'auteur, le seul paramètre qui pourrait nuancer cette proposition concerne la motivation de l'IDE. Si celle-ci est de type horizontal (ce qui nécessite plus d'input local), alors les FMN ont davantage intérêt à s'engager avec un partenaire local pour acquérir sa connaissance du terrain. Or, ce comportement irait à l'encontre de l'effet de *distance de corruption* sur les joint-ventures, ce que Duanmu (2011) prouvera statistiquement.

vraisemblablement par la mise en place d'un système judiciaire et administratif plus efficace.

### **III.3 Le cadre judiciaire et administratif**

Le dernier grand élément institutionnel qu'il nous reste à présenter concerne donc le cadre judiciaire et administratif. En effet, si l'on en croit Li (2005, p.298), « une bonne gouvernance doit comporter les caractéristiques suivantes : une justice et une législation indépendantes, des lois justes et transparentes appliquées de manière impartiale, une information financière publique fiable ainsi qu'une confiance élevée dans les instances publiques ». Bevan, Meyer et Estrin (2004, p.45) ajoutent que ces attributs sont des avantages de localisation d'autant plus importants pour les activités internationales qu'ils représentent l'un des derniers grands facteurs immobiles dans le marché mondialisé.

L'étendue, l'application et l'efficacité juridique d'un pays d'accueil, tout d'abord, rassure les investisseurs étrangers en leur proposant une protection crédible des droits de propriété et de respect des contrats. Ceci devrait donc logiquement attirer les capitaux étrangers et notamment les IDE qui sont, par nature, plus exposés aux risques d'expropriation arbitraire, de rupture abusive de contrat et de vol d'innovation. Sans grande surprise, les études empiriques portant sur le sujet tendent à confirmer la théorie. Par exemple, Bevan, Estrin et Meyer (2004) démontrent que leurs indices de couverture et d'efficacité légale (issus de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement) font partie des déterminants les plus influents d'IDE allant s'implanter parmi les pays en transition entre 1994 et 1998. Idem, Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) aboutissent à des coefficients positifs et significatifs de leurs variables explicatives de sécurité des droits de propriété, de sécurité des contrats privés, de respect de propriété intellectuelle et d'efficacité de justice à travers leurs régressions portant sur les stocks d'IDE français à destination de 52 pays étrangers au cours de la période 1985-2000. De plus, les travaux empiriques en économétrie de panel de Busse et Hefeker (2007) décerneront un impact positif à la solidité et à l'impartialité du système judiciaire sur les entrées nettes d'IDE par habitant de 83 pays en développement entre 1984 et 2003. Sans

oublier l'analyse de Javorcik (2004) qui s'est intéressée à l'effet des droits de propriété intellectuelle sur les IDE à destination de 24 économies en transition en 1995. Fidèles à l'intuition de son auteur, les résultats de Javorcik suggèrent qu'une faible efficacité du système légal ainsi qu'une faible protection des innovations auraient pour conséquence de dissuader fortement les IDE entrants d'un pays, et ce notamment dans les secteurs de haute technologie<sup>126</sup>. Par ailleurs, cela aurait tendance à détourner les activités des filiales étrangères présentes sur le territoire d'accueil de la *fabrication* à la *simple distribution*.

L'indépendance, l'impartialité et la légitimité du système judiciaire local aux yeux des résidents d'un pays d'accueil sont également susceptibles de compter parmi les facteurs importants d'attractivité d'un territoire. Afin de les prendre en considération, un indice d'« Etat de droit » a souvent été inclus au sein des régressions tentant d'évaluer l'impact institutionnel sur les IDE. Tout compte fait, les études empiriques utilisant ces régressions semblent accorder du crédit à la thèse selon laquelle les firmes multinationales choisissent en priorité des lieux d'implantation caractérisés par une meilleure qualité de l'« Etat de droit » (Fan, Morck, Xu et Yeung (2007), Hausmann et Fernandez-Arias (2000), Stein et Daude (2001)); même si, à travers l'analyse de Globerman et Shapiro (2003), un tel résultat ne prévaudrait que pour les IDE entrepris dans le secteur de haute technologie. A notre connaissance, seuls les travaux économétriques de Méon et Sekkat (2004) – estimant les IDE entrants de 107 pays entre 1990 et 1999 – attribuent un coefficient non significatif à cet indicateur d'« Etat de droit ». Notons tout de même que l'étude empirique de Walsh et Yu (2010) aboutira à des résultats très mitigés quant à l'influence de variables d'indépendance judiciaire et d'efficacité du système légal sur les flux d'IDE entrants de 27 pays développés et en développement au cours de la période 1985-2008.

S'ils ne remettent pas en cause l'influence positive qu'exerce une bonne gouvernance, et plus particulièrement un environnement judiciaire performant, sur les entrées d'IDE d'un pays, Li (2005) et Li et Filer (2007) nuanceront tout de même l'importance d'une telle relation. Pour ce faire, ils compareront le comportement des flux d'IDE avec celui des investissements de portefeuille. Selon eux, dès lors que les institutions d'un pays deviennent déficientes, les individus et les firmes ont tendance à

---

<sup>126</sup> En revanche, Javorcik (2004) précise qu'une protection trop efficace du système judiciaire pourrait conduire les FMN à privilégier l'octroi de licence par rapport aux IDE, ces dernières n'ayant plus à se préoccuper du phénomène d'imitation de la part de leurs partenaires.

reporter leur confiance sur des relations privées afin d'encadrer leurs activités sociales et économiques. Au milieu d'un tel contexte, les investisseurs doivent donc s'adapter en se constituant notamment un réseau de contacts personnels auprès des autorités locales dans le but d'acquiescer protection. Or, la participation directe à la direction de la firme en cas d'IDE permettrait de se rapprocher plus facilement des personnes clés qu'en cas de simple gestion d'investissement de portefeuille. De fait, Li (2005) et Li et Filer (2007) en déduisent que les pays affichant un système judiciaire défaillant devraient recevoir relativement plus d'IDE que d'investissement de portefeuille comparés aux autres nations. Ceci justifierait aussi le nombre conséquent de filiales présentes en Chine malgré les performances plus que médiocres de son gouvernement en termes de bonne gouvernance. Li et Filer (2007) apporteront une légitimité statistique à leur intuition s'agissant d'un examen portant sur 44 pays entre 1996 et 1999. En effet, leur variable de bonne gouvernance<sup>127</sup>, bien qu'influençant positivement les IDE, obtient un coefficient négatif dès lors que le ratio IDE/investissements étrangers totaux est régressé. Ces auteurs renforcent ainsi les résultats du même ordre, quoiqu'instables aux changements de spécification, auxquels aboutissaient précédemment Hausmann et Fernandez-Arias (2000) à partir des données de flux de capitaux du Fonds Monétaire International (FMI) et de la Banque Mondiale ainsi que des indicateurs institutionnels KKZL sur la période 1996-1998.

Ajoutons que, au même titre que la corruption, le cadre légal d'un pays est également susceptible de jouer sur le mode d'entrée des IDE qu'il reçoit. Henisz (2000) explique ainsi qu'un manque de protection juridique a de fortes probabilités de favoriser l'installation de filiales entièrement contrôlées par la maison-mère, de peur qu'une joint-venture ne se traduise par un abus du partenaire local (expropriation, copie, atteinte à l'image de marque...). L'auteur précisera que ce phénomène de recombinaison des modes d'entrée des firmes multinationales a d'autant plus de chance d'intervenir que les lacunes judiciaires du pays d'accueil se doublent de la corruption de son gouvernement. Dans ce dernier cas, le partenaire local d'une coentreprise pourrait compter sur l'aide des autorités étrangères pour commettre son illégalité. Les faits empiriques semblent donner raison à cette idée, comme en témoignent les résultats économétriques d'Henisz à partir de données microéconomiques concernant les opérations étrangères manufacturières de 461

---

<sup>127</sup> La variable de bonne gouvernance de Li et Filer (2007) est calculée à partir d'indices de démocratie, d'Etat de droit, de liberté de la presse, de qualité du système de comptabilité et de confiance en la société.

FMN présentes dans 112 pays entre 1980 et 1992. Citons également les travaux d'Asiedu et Esfahani (2001) au sein desquels la variable « Etat de droit » stimulerait davantage les joint-ventures que les filiales américaines détenues à 100% d'après un échantillon de 42 pays étrangers en 1996.

Il convient de noter que certains auteurs avanceront que l'origine même du système légal d'un pays pourrait avoir un rôle à jouer sur la capacité de ce dernier à attirer des IDE. Ainsi, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998a, 1998b) constateront que les pays dont le système légal commercial descend du *droit anglais* offrent une protection plus importante aux actionnaires et créanciers, garantissent plus efficacement les droits de propriété et régulent moins les marchés. A l'inverse, les institutions judiciaires basées sur le *droit civil* (français, allemand ou scandinave) sont généralement associées à des délais de procédure plus longs, à une corruption plus présente et à un accès à la justice plus difficile. Sur la base de ces arguments, Globerman et Shapiro (2003) avanceront que les territoires proposant un cadre juridique « à l'anglaise » devraient être plus attractifs que les autres, ce qu'ils démontreront à partir d'une analyse empirique portant sur flux d'IDE sortants américains entre 1994 et 1997. Néanmoins cette idée sera remise en cause par les résultats économétriques non concluants obtenus par Li et Filer (2007) à partir d'une régression très fortement inspirée de celle de Globerman et Shapiro (2003) appliquée sur la moyenne des IDE entrants de 44 pays entre 1996 et 1999.

Parallèlement à la fiabilité du système judiciaire, la *qualité du secteur administratif* d'un pays peut également s'avérer déterminante dans la localisation des IDE. En effet, les contraintes et les charges administratives causées par un excès de bureaucratie et de réglementation sont autant de coûts temporels et financiers dont une FMN souhaiterait se passer. C'est la raison pour laquelle la qualité des administrations (et des réglementations) est comprise au sein des grands indicateurs institutionnels (*ICRG index, KKZL indicators*). Comme attendu, l'idée selon laquelle une administration bien gérée a un impact positif sur les entrées d'IDE est empiriquement soutenue par la majorité des études économétriques analysant cette relation (Busse et Hefeker (2007), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005), Globerman et Shapiro (2003)). Les travaux de Globerman et Shapiro (2003) iront même jusqu'à indiquer que le fardeau réglementaire représente un des éléments institutionnels les plus influents sur les IDE. Les résultats de Stein et Daude (2001), pour leur part, seront plus nuancés sur la question, leurs

régressions économétriques des stocks bilatéraux d'IDE en provenance des pays membres de l'OCDE pour l'année 1996 faisant apparaître un coefficient significativement positif pour l'indicateur KKZL d'efficacité gouvernementale mais qui perdra de son pouvoir explicatif dès lors qu'il sera remplacé par une mesure de la bureaucratie tirée de l'ICRG. Notons en outre que, tout comme pour ce qui était de la variable d'« Etat de droit » l'examen empirique de Méon et Sekkat (2004), peinera à accorder de la significativité à l'indice de qualité du secteur administratif à travers sa régression explicative d'IDE.

Par ailleurs, la problématique des performances administratives d'un Etat est à rapprocher de celle de sa transparence. Si l'on en croit Drabek et Payne (2001), l'inefficacité bureaucratique, en compliquant l'accès à une information publique fiable et en véhiculant une incertitude quant à la qualité des services administratifs fournis, est un facteur principal d'opacité. Dans une telle situation, les FMN se voient dans l'obligation d'engager des coûts pour se procurer l'information, coûts qui peuvent être évités dans des localisations plus « transparentes ». En outre, toujours selon les auteurs, la transparence améliore tous les autres composants d'une bonne gouvernance et est prise en compte dans les évaluations nationales du FMI et des agences de notations. Or, nous avons vu dans quelle mesure les notes de solvabilité d'un pays jouent sur le choix du lieu d'implantation des investisseurs directs étrangers (voir sous-section II.2.4 de ce chapitre). Ainsi, en utilisant un indicateur institutionnel général, Drabek et Payne démontrent les bienfaits d'une plus grande transparence sur le ratio IDE/PIB de 52 pays entre les années 1991 et 1995. Caetano et Caleiro (2009b) souligneront que l'ampleur de cet effet va dépendre du degré de corruption inhérent au pays étudié. Selon eux, les gouvernements les plus corrompus gagneraient effectivement à mettre en place des politiques plus transparentes vis-à-vis des IDE ce qui ne serait en revanche pas le cas des économies saines. C'est en tout cas ce que suggère leur économétrie utilisant une technique de « *fuzzy clustering* » sur 97 pays pour les périodes 2001-2003 et 2003-2005.

\*\*\*\*\*

A l'image de la démocratie et d'une corruption réduite, la littérature empirique consacrée à déterminer la localisation des IDE confère généralement une influence positive à l'amélioration des systèmes judiciaires et administratifs sur l'attractivité d'un pays. A côté des considérations théoriques, cette conclusion n'est pas surprenante compte

tenu de l'étroite corrélation existant entre les trois grands éléments institutionnels. Ainsi, en règle générale, l'impact bénéfique des institutions sur le choix de localisation des FMN fait consensus. Toutefois, des débats subsistent dès lors que les études s'intéressent aux particularités de l'échantillon (pays en développement ou pays développés d'accueil), de la variable dépendante (mode d'entrée d'IDE, comparaison avec les investissements de portefeuille) ou de la variable explicative (types de corruption, choix des indicateurs) retenus.

Les sections I, II et III de ce chapitre ont dressé une liste non exhaustive des principaux déterminants de localisation des IDE utilisés par la littérature économique empirique correspondante. Toutefois, jusqu'ici, nous avons délibérément fait l'impasse sur l'un d'entre eux qui nous intéresse tout particulièrement : *le taux de change réel en niveau*. La section IV qui suit a donc pour objectif de présenter plus précisément le rôle accordé au taux de change réel en niveau dans l'attractivité d'un pays.

## **IV L'IMPACT DU TAUX DE CHANGE RÉEL EN NIVEAU SUR LES IDE ET LES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS**

Parmi les variables explicatives des investissements directs étrangers, il en est une que nous n'avons pas encore présentée: le *taux de change réel en niveau*. Une attention toute particulière sera portée à celle-ci tout au long de nos analyses économétriques. Il convient donc de présenter en détail les différentes analyses théoriques, accompagnées de leurs vérifications empiriques, examinant le rôle des prix relatifs en tant que déterminant des IDE (IV.1). Notons cependant que, plus que les IDE dont une grande partie ne se manifeste finalement que sous la forme de simples recompositions transnationales de capital (les fusions-acquisitions), les pays sont susceptibles de vouloir se rendre attractif vis-à-vis des *activités productives*, qu'elles soient d'origine domestique ou étrangère. C'est la raison pour laquelle nous développerons, dans un second temps, l'approche théorique de Lafay (2004a, 2004b) portant, entre autres, sur l'impact des taux de change réel sur la localisation des *investissements productifs* (IV.2).

### **IV.1 L'impact théorique et empirique du taux de change réel sur les investissements directs étrangers dans la littérature économique**

Bien que délaissé par les théories économiques internationales classiques et néoclassiques traditionnelles (I.1), le taux de change réel semble jouer un rôle non négligeable dans l'attractivité des territoires. En effet, en admettant que l'hypothèse de parité de pouvoir d'achat ne soit pas respectée à moyen terme dans la réalité, les distorsions de change sont susceptibles d'influencer le comportement de localisation des investissements directs étrangers. Plusieurs approches ont été retenues par la littérature économique afin d'expliquer le phénomène. Parmi elles on retiendra la tentative d'approche par la théorie du portefeuille (I.2) mais aussi et surtout l'approche par la richesse relative (I.3) et celle par les coûts des facteurs de production (I.4). Il convient de préciser que nous nous limitons à présenter ici les analyses théoriques et empiriques

jugeant de la pertinence du taux de change en *niveau* (et non son régime – fixe ou flottant – ou encore sa volatilité) comme déterminant des IDE.

#### IV.1.1 La monnaie n'est-elle qu'un voile ?

Le manque d'étude théorique ayant trait aux effets du taux de change en niveau sur la localisation des investissements directs étrangers découle en partie de l'impact restreint, voire nul, de la monnaie sur l'économie réelle tel que postulé par les économistes classiques et néoclassiques. Ces derniers partent du principe que la raison d'être de la monnaie se trouve principalement dans sa capacité à faciliter les échanges de produits. Ainsi les agents économiques ne tireraient aucun avantage dans le fait de la détenir pour elle-même.

« L'argent n'est que la voiture de la valeur des produits » (Say (1803, p.138))

Un grand nombre d'auteurs affiliés à ces courants de pensée, au premier rang desquels Say (1803), avancent donc que la monnaie est neutre (tout du moins sur le long terme) et, de fait, que les fluctuations la concernant n'affectent pas l'économie réelle. Ils iront même jusqu'à la qualifier de « voile ». Cette dichotomie opérée entre sphère réelle et sphère monétaire, rendue possible par la supposition du caractère exogène de l'offre de monnaie, fait partie des fondements sur lesquels seront bâties les écoles classique et néoclassique. On la retrouve notamment à la base de la théorie quantitative de la monnaie et de l'équilibre général walrasien.

Au niveau international, les classiques et néoclassiques maintiennent le principe d'indépendance de la sphère réelle vis-à-vis des mouvements monétaires, et ce malgré l'apparition de plusieurs monnaies et donc de taux de change. Pour ce faire, ils se fondent sur la loi du prix unique et plus généralement sur la règle de la parité de pouvoir d'achat (PPA)<sup>128</sup>. En admettant que la PPA soit respectée, les variations des taux de change nominaux n'auront aucun impact sur l'économie d'un pays dans la mesure où elles seront intégralement compensées, grâce au mécanisme de l'arbitrage, par des variations en sens inverse sur le niveau général des prix. Autrement dit, les prix relatifs resteront inchangés,

---

<sup>128</sup> Pour un développement détaillé de la règle de parité du pouvoir d'achat, voir **Annexe 1**.

tout du moins à long terme (soit le temps de l'ajustement par les prix). C'est pourquoi les taux de change nominaux et réels sont absents des théories traditionnelles du commerce international (Smith (1776), Ricardo (1817), Ohlin (1933) ainsi que Stolper et Samuelson (1941)). Et il en va de même pour les analyses néoclassiques de l'investissement (domestique ou étranger) sans imperfections de marché<sup>129</sup>, au sein desquelles les niveaux de change réels n'apparaissent pas parmi les variables explicatives.

Cependant, les conséquences de la crise des *subprimes* semblent nous rappeler que la partie réelle de l'économie ne peut être totalement dissociée de sa partie financière et monétaire. Ce constat va de pair avec la pensée de Keynes (1923, 1936) qui, en conférant à la monnaie un nouveau rôle de réserve de valeur, remet en cause la neutralité de la monnaie telle que décrétée par les classiques. Il soulignera ainsi que « ... la relation existant dans la longue période entre le revenu national et la quantité de monnaie dépend du degré de la préférence pour la liquidité » (Keynes (1936, p.309)).

En conséquence, selon Keynes, les fluctuations monétaires ne se limitent pas à influencer le niveau général des prix (considéré comme « visqueux » à court terme) mais peuvent également affecter les grandeurs macroéconomiques réelles. Ceci se traduit notamment par le fait que la règle de parité de pouvoir d'achat ne se verrait vérifiée empiriquement que sur le *très long* terme<sup>130</sup>. De fait, les distorsions de change réel sont bien présentes à court-moyen terme et brouillent les cartes du jeu concurrentiel ainsi que les flux commerciaux et les mouvements des capitaux internationaux. Dans un tel contexte, un pays possédant une monnaie surévaluée peut connaître des difficultés au niveau de son secteur d'exportation (sous réserve que la condition Marshall-Lerner-Robinson soit respectée) mais aussi au niveau de son attractivité vis-à-vis des capitaux étrangers. En d'autres termes, bien que les modèles classiques et néoclassiques supposent le contraire, les prix relatifs sont susceptibles d'avoir un impact sur la sphère réelle, tout du moins à court ou moyen terme. Tournons-nous maintenant vers les mécanismes par lesquels cet effet peut opérer et ce, en nous intéressant plus particulièrement aux investissements directs étrangers.

---

<sup>129</sup> Notons toutefois qu'à partir du moment où l'hypothèse de perfection des marchés est relaxée, le taux de change réel, de par son effet sur les coûts de production étranger, peut devenir un déterminant néoclassique des investissements directs étrangers (Caves (1996), Vasyechko (2012)).

<sup>130</sup> Pour un compte rendu de la vérification empirique de la règle de parité de pouvoir d'achat, voir notamment Rogoff (1996).

#### IV.1.2 L'approche par la théorie du portefeuille

Une des premières approches intégrant le taux de change en tant que déterminant des investissements directs étrangers s'est inspirée de la théorie des investissements de portefeuille. Rappelons que les investissements de portefeuille, contrairement aux IDE, sont engagés dans une logique purement financière et ne recherchent, par conséquent, que la meilleure rentabilité à moindre risque, et ce le plus rapidement possible. C'est dans le but de parvenir à une telle efficacité qu'une stratégie est devenue incontournable chez les investisseurs, à savoir la diversification du portefeuille. En effet, le fait de ne pas mettre tous ses œufs (titres) dans le même panier apporte, soit une plus grande rentabilité à risque donné, soit un risque moins élevé à rentabilité donnée. Le phénomène de diversification, modélisé et approfondi dans le cadre de la théorie du portefeuille (Markowitz (1959)), est d'autant plus adapté au niveau international que la rentabilité et surtout le risque, avec notamment l'apparition des risques de change, s'y trouvent décuplés.

Bien que les investissements directs étrangers ne soient pas mus par une recherche de gain financier à court terme, Stevens (1973) et Prachowny (1972) proposèrent d'expliquer leur comportement par le biais de la théorie du portefeuille<sup>131</sup>. Logue et Willett (1974) s'inspireront de ce rapprochement pour démontrer comment les tendances de moyen terme des taux de change réel peuvent influencer sur les mouvements internationaux des différents types de capitaux. Pour ce faire, ils invoqueront le principe de « rééquilibrage du portefeuille » qu'ils appliqueront notamment aux IDE.

Un retour sur quelques notions de la théorie du portefeuille est essentiel pour la bonne compréhension dudit rééquilibrage. La pratique de *diversification* implique que l'agent économique se constitue un panier de différents titres à caractéristiques complémentaires de façon à obtenir le meilleur rendement entre rentabilité et risque en fonction de ses préférences. Pour chacun des actifs qu'il détient, l'individu allouera un pourcentage donné de sa richesse. La pondération ainsi constituée est censée être invariable d'année en année. Or, la dépréciation (ou la dévaluation) d'une monnaie domestique entraînera, au sein d'un portefeuille diversifié internationalement, une diminution de la part de richesse de l'agent consacrée aux titres libellés dans la monnaie

---

<sup>131</sup> Le taux de change n'occupant qu'un rôle marginal dans les travaux de Prachowny (1972) et de Stevens (1973), nous ne développerons pas leurs analyses ici.

considérée par rapport à celle réservée aux titres libellés en devises étrangères<sup>132</sup>. Dans ce cas, afin de rétablir la stabilité initiale des poids accordés aux différents titres, nécessaire à l'optimalité de la diversification, un rééquilibrage de portefeuille doit être opéré par l'investisseur. Cette action de l'agent économique consistera tout simplement à vendre une partie de ses valeurs libellées en devises étrangères pour investir davantage dans le pays connaissant la dépréciation (dévaluation). Il va de soi qu'une appréciation (réévaluation) impliquerait un raisonnement inverse.

Parallèlement à cet effet de rééquilibrage du portefeuille en termes de stock, Logue et Willett (1974) en décrivent un autre en termes de flux, toujours en relation avec la théorie du portefeuille. La logique est la suivante : Si un agent économique *étranger* souhaite engager des investissements supplémentaires tout en maintenant son portefeuille international à l'équilibre, il se devra de respecter les pondérations préalablement établies sur les titres dans ses *nouvelles acquisitions*. Or, une dépréciation (dévaluation) touchant la monnaie qu'on qualifiera de *domestique*, lui permettra d'acquérir plus de titres *domestiques* quand bien même la part de richesse qu'il leur consacrerait en *devises étrangères* resterait inchangée. Par conséquent, si l'individu investit régulièrement un montant stable de ses ressources exprimé en *devises étrangères* dans les titres *domestiques*, le pays *domestique* connaîtra une augmentation au niveau de ses entrées de capital par rapport à la période d'avant dépréciation (dévaluation) ; et inversement en cas d'appréciation (réévaluation). Cependant, les auteurs ne manquent pas de souligner que dans le cadre de cet effet-flux de rééquilibrage, contrairement à l'effet-stock, les variations du taux de change n'auront pas d'impact sur le nombre de titres *domestiques* (étrangers) achetés par les investisseurs *domestiques* (étrangers).

L'idée même d'expliquer les investissements directs étrangers par une approche spécifique aux investissements de portefeuille nous semble vouée à l'échec tant la logique qui anime ces deux types de capitaux est dissemblable. Tout d'abord, nous voyons mal comment les investissements *greenfields* pourraient être concernés par le rééquilibrage de portefeuille. En effet, une grande différence réside entre un projet productif de long terme et un intérêt purement financier réactif à court terme. Par exemple, il nous paraît improbable qu'une entreprise décide de créer une nouvelle filiale

---

<sup>132</sup> Dans leur développement, Logue et Willett font référence à une dévaluation nominale. Néanmoins celle-ci pourrait être compensée par une variation en sens inverse (une augmentation) des prix des titres. Il serait donc plus judicieux de prendre en compte le taux de change réel. A la place, les auteurs formulent l'hypothèse que les prix des actifs ne varieront pas malgré la dévaluation, ce qui revient à considérer une dévaluation réelle.

aux Etats-Unis sous prétexte qu'elle doit rééquilibrer son portefeuille d'actif suite à la dépréciation du dollar. Ainsi, l'application de cette théorie ne concernerait que la partie fusion-acquisition des IDE, censée être plus « liquide ». Mais, même pour ce mode d'implantation particulier, il nous est difficile de concevoir que l'objectif de gestion durable inhérent à tout IDE puisse s'inscrire dans une simple stratégie de diversification financière.

D'ailleurs, Logue et Willett noteront à la suite de leur papier que les faits observés<sup>133</sup> ne valident pas la thèse du rééquilibrage de portefeuille pour les investissements directs étrangers. C'est la raison pour laquelle ils avancèrent deux autres canaux par lesquels un taux de change réel faible pourrait améliorer l'attractivité d'un pays. D'une part, une monnaie domestique bon marché donne l'opportunité à des entreprises étrangères d'acquérir des firmes domestiques à des prix intéressants (effet richesse); d'autre part, cela rend les coûts de production du pays considéré relativement moins chers incitant ainsi à la localisation ou au maintien des activités productives dans le territoire (effet coût de production). Si le premier mécanisme invoqué prévaut surtout pour les fusions-acquisitions, le second concerne l'ensemble des investissements directs étrangers, et notamment les *greenfields*.

#### IV.1.3 L'approche par la richesse relative ou l'effet richesse

Il faudra attendre les années 90 avant de voir éclore une véritable théorie sur le thème de la relation entre taux de change et investissements directs étrangers à travers le premier mécanisme suggéré par Logue et Willett (1974)<sup>134</sup>. C'est au cours de cette décennie que Froot et Stein (1991) puis Blonigen (1997) développeront leurs idées ayant comme point commun l'utilisation du concept de « l'effet richesse » (ou richesse relative). Selon eux, les investisseurs étrangers, détenant la majorité de leurs actifs en devises étrangères, se trouveraient relativement plus « riches » en termes de monnaie du pays considéré, disons le dollar américain, lorsque celle-ci se déprécie de manière

---

<sup>133</sup> L'observation de Logue et Willett porte sur les IDE entrants et sortants des Etats-Unis lors de l'ajustement de la parité des changes sous le régime de Bretton Woods entre 1967 et 1973.

<sup>134</sup> Pour mémoire le premier mécanisme de transmission évoqué par Logue et Willett par lequel le taux de change influence les IDE est qu'une dépréciation de la monnaie domestique rend les parts des firmes du pays considéré bon marché pour les investisseurs étrangers.

permanente vis-à-vis de la devise étrangère. Les investisseurs étrangers détiendraient ainsi un avantage de trésorerie par rapport à leurs homologues américains, avantage qui pourrait se révéler déterminant lorsque l'acquisition d'une firme implantée aux États-Unis est en jeu.

#### IV.1.3.1 L'effet richesse de Froot et Stein (1991)

Tournons-nous, dans un premier temps, vers les travaux de Froot et Stein (1991). Ces auteurs partent du principe que le taux de change réel ne peut jouer sur les comportements des IDE qu'en présence d'un *marché du capital imparfait*. Dans le cas contraire, même si une faiblesse du dollar<sup>135</sup> permettrait à un investisseur étranger d'acheter des titres américains bon marché, les agents américains pourraient accéder à un avantage similaire en contractant simplement des emprunts libellés en devises étrangères sans coûts supplémentaires. Froot et Stein matérialisent cette imperfection du marché du capital par une asymétrie d'information entre l'agent potentiellement acquéreur de la « firme-cible » américaine et l'organisme qui aurait participé au financement de l'acquisition.

Il est évident que, une fois la transaction actée, le nouveau propriétaire de la « firme-cible » aura conscience des profits que dégagera cette dernière. En revanche, une telle information n'est pas sûre de parvenir de façon tout aussi transparente au créancier qui pourrait même se voir dans l'obligation d'engager des coûts de supervision afin de découvrir et recouvrer les montants récupérables en cas d'insolvabilité de l'emprunteur-acquéreur. L'existence des coûts de supervision légitime donc un accès au crédit plus onéreux. De fait, les investisseurs ont tout intérêt à financer leurs achats de « firmes-cibles » de manière interne (au moyen de leurs fonds propres) plutôt que de manière externe, d'où l'importance de leurs richesses relatives respectives.

Par ailleurs, la firme convoitée est supposée revenir à l'enchère la plus élevée. Il va de soi que le prix maximal que peut proposer un acquéreur potentiel a peu de chance d'excéder le niveau de retour net sur investissement anticipé. Or, ce retour net sur

---

<sup>135</sup> Notons que Froot et Stein raisonnent en taux de change réel.

investissement dépend positivement de la richesse de l'investisseur exprimée en monnaie américaine (autrement dit de son aptitude à s'autofinancer) et négativement du coût d'accès aux financements externes (provoqué par l'asymétrie d'information). C'est pourquoi une dépréciation réelle durable du dollar, de par son effet bénéfique sur la richesse relative des acquéreurs potentiels *étrangers* et donc sur leur capacité à remporter des enchères, augmenterait le nombre d'investissements directs étrangers opérés sur le sol américain, et inversement.

Nombre d'analyses empiriques se sont intéressées à tester la validité de ce modèle d'effet richesse sur les IDE. Tout d'abord, Froot et Stein eux-mêmes ont apporté une confirmation économétrique à leur théorie. Selon leurs travaux, les investissements directs étrangers entrants des Etats-Unis, mais également ceux du Japon, de l'Allemagne de l'ouest et du Royaume-Uni entre 1973 et 1988 sont négativement influencés par le niveau du taux de change réel de la monnaie domestique concernée. Il est intéressant de remarquer que ces conclusions s'appliquent aux différents modes d'entrée d'IDE qu'ils se manifestent sous la forme de fusions-acquisitions ou sous la forme de *greenfields*, quand bien même ces derniers sont exclus du modèle initial. La spécification économétrique de Froot et Stein sera estimée une nouvelle fois par la CNUCED (UNCTAD (2008, p.21)) pour les flux d'IDE entrants des Etats-Unis entre 1999 et 2007. Ici encore, les résultats aboutiront à un effet négatif du taux de change réel sur l'attractivité d'un territoire.

De même Klein et Rosengren (1992), dans leur souci de déterminer si le niveau du dollar américain a eu un impact sur les IDE entrants des Etats-Unis entre 1979 et 1988 à travers l'effet « richesse relative »<sup>136</sup> ou via l'effet des « salaires relatifs » (ou l'effet sur les coûts des facteurs de production, voir sous-section IV.1.4 de ce chapitre) supporteront largement la thèse de Froot et Stein. Il convient de remarquer que leur résultat n'est pas surprenant étant donné que la part des fusions-acquisitions dans le total des investissements directs étrangers reçus par les Etats-Unis est très importante. Nous pouvons ajouter, à la liste non exhaustive des études empiriques appuyant l'« effet

---

<sup>136</sup> Notons que l'étude de Klein et Rosengren appréhende l'effet « richesse relative » par un indicateur évaluant la taille du marché boursier américain par rapport à celle du marché boursier du pays dont sont originaires les IDE.

richesse » de Froot et Stein, celles d'Harris et Ravenscraft (1991), de Dewenter (1995), de Swenson (1994) et de Goldberg et Klein (1997)<sup>137</sup>.

Toutefois l'impact négatif du taux de change réel sur la localisation des IDE via l'effet richesse est également contesté empiriquement. Stevens (1998) remettra ainsi directement en question la stabilité de l'analyse économétrique qu'avaient menée Froot et Stein pour vérifier leur théorie. Il démontrera que la relation négative entre le taux de change réel et les entrées d'IDE aux Etats-Unis à laquelle aboutissaient les auteurs n'est pas statistiquement robuste aux changements de période retenue. Selon lui, les niveaux des prix relatifs devraient avoir un impact différent sur le choix de localisation des firmes multinationales en fonction de la configuration particulière des activités de ces dernières (voir sous-section IV.1.4 de ce chapitre). Notons que les travaux d'Healy et Palepu (1993) démontreront également que le taux de change réel ne semble avoir aucun effet sur les acquisitions transnationales de titres parmi 11 pays développés entre 1989 et 2002.

De façon plus étonnante, les analyses empiriques de Buch et Lipponer (2005) ainsi que celles de De Santis, Anderton et Hijzen (2004) iront jusqu'à accorder une influence *positive* au taux de change réel dans la détermination de localisation des investissements transnationaux durables en étudiant respectivement les IDE sortants d'origine allemande entre 1989 et 2002 et les flux d'IDE entrants des Etats-Unis en provenance de la zone euro entre 1980 et 2001. Deux explications seront apportées pour expliquer ces résultats *a priori* contradictoires. D'une part, en supposant que la tendance du taux de change réel actuel soit un bon indicateur de son niveau futur, une appréciation du dollar peut inciter les firmes multinationales étrangères à investir rapidement aux Etats-Unis pour bénéficier de profits à venir plus élevés exprimés en devises étrangères. D'autre part, une augmentation de la valeur réelle du dollar par rapport aux devises étrangères rend les pays auxquels sont rattachées ces dernières plus compétitifs. En conséquence, les entreprises étrangères risquent de profiter de cette situation pour exporter davantage vers les Etats-Unis ce qui est susceptible de stimuler l'implantation d'IDE *de distribution* en Amérique du nord. Quoi qu'il en soit, si ces possibilités d'effet positif d'un taux de change réel élevé sur les IDE entrants ne doivent pas être ignorées, la

---

<sup>137</sup> Plus précisément, les analyses empiriques d'Harris et Ravenscraft (1991) ainsi que de Dewenter (1995) étudient l'impact de l'effet richesse du taux de change réel sur les acquisitions étrangères de firmes américaines au cours des années 70-80. Swenson (1994), quant à lui, démontrera que le taux de change américain exerce bien une influence négative sur les entrées d'IDE aux Etats-Unis entre 1979 et 1991. Idem pour Goldberg et Klein (1997) s'agissant des IDE en provenance des Etats-Unis et du Japon et à destination de 7 pays d'Amérique latine et de l'Asie du Sud-Est entre 1978 et 1994.

majorité des études empiriques aboutit tout de même à ce que ce soit une monnaie bon marché qui contribue à l'attractivité d'un territoire, comme le souligne Stevens (1998).

#### IV.1.3.2 L'apport de Blonigen (1997)

Blonigen (1997), quant à lui, sera à l'origine d'une réflexion légèrement différente de celle de Froot et Stein, bien qu'également basée sur la notion de richesse relative, afin d'expliquer l'attractivité des territoires dont les monnaies sont bon marché. Pour ce faire, il se concentrera sur l'analyse d'un cas particulier: l'acquisition d'une firme détentrice d'un « bien spécifique » (ou « *firm-specific assets* »). A partir de là, trois hypothèses préalables sont nécessaires au bon fonctionnement de son modèle théorique.

*Primo*, le raisonnement de Blonigen se place dans un cadre théorique où la loi du prix unique et plus généralement la règle de parité de pouvoir d'achat n'est pas respectée, ce qui correspond peu ou prou à la réalité tant que le très long terme n'est pas pris en compte (voir sous-section IV.1.2 de ce chapitre). *Secundo*, le marché mondial des biens et services est supposé *segmenté* au niveau national. En d'autres termes, les firmes exercent leurs activités de production et de vente *uniquement dans leur pays d'origine* dû à un accès restreint au marché étranger (ici, contrairement à Froot et Stein (1991), l'imperfection concerne le marché des biens et services et non plus le marché du capital<sup>138</sup>). *Tertio*, dans un tel contexte, la « firme-cible » est censée attirer l'attention des acquéreurs potentiels car elle détient un « bien spécifique ». Ce dernier permet d'augmenter la productivité de son possesseur et contient la faculté d'être transférable gratuitement et instantanément aux quatre coins du globe (telle qu'une innovation de produit ou de technique de production, une maîtrise technologique...).

La combinaison de la deuxième et de la troisième hypothèse rend possible l'achat de la « firme-cible » (disons américaine) par une entreprise étrangère (disons japonaise) dans le but d'acquérir un avantage de productivité qui pourra être exercé dans le pays étranger (le Japon). Dès lors, les coûts et les recettes d'une telle acquisition se trouvent être libellés en monnaies différentes, les premiers étant engagés en dollars alors que les

---

<sup>138</sup> D'ailleurs Buch et Kleinert (2008) dénommeront la théorie de Blonigen la théorie de friction sur le marché des biens contrairement à la théorie de friction sur le marché des capitaux de Froot et Stein.

secondes sont perçues en yens<sup>139</sup>. Ainsi, une dépréciation du dollar vis-à-vis du yen aurait pour conséquence de gonfler les rendements nets anticipés sur l'investissement exprimés en dollar de l'acquéreur potentiel japonais par rapport à ceux que peut espérer obtenir un acquéreur potentiel américain (qui, pour sa part, percevrait ses recettes en dollars). Dans ce cas, à l'image du modèle de Froot et Stein, l'investisseur étranger pourrait proposer un prix de réservation plus élevé que ses concurrents américains et serait plus à même de remporter l'enchère portant sur la « firme-cible » et son « bien spécifique ». C'est pourquoi une dépréciation (ou une faiblesse) du dollar peut stimuler les entrées des IDE, et plus particulièrement des acquisitions, aux Etats-Unis via l'effet richesse (et inversement).

En étudiant empiriquement les investissements directs étrangers entrants aux Etats-Unis engagés par des entreprises d'origine japonaise et d'Allemagne de l'ouest sur la période 1975-1992, Blonigen trouve des résultats en accord avec ses attentes. Non seulement une dépréciation réelle du dollar par rapport aux deux autres devises apparaît comme exacerbant les entrées d'IDE japonais et allemand aux Etats-Unis, mais en plus l'ampleur de cet effet varie en fonction du type d'industrie (secteur manufacturier ou non, forte dépense en recherche et développement ou non) et de la forme d'IDE (acquisition ou *greenfield*) sélectionnés. L'auteur trouve ainsi un effet richesse du taux de change plus prononcé pour les *acquisitions* de firmes du secteur *manufacturier* relativement *mieux dotées en technologie* et donc susceptibles d'avoir un « bien spécifique », phénomène qui n'était pas expliqué par le modèle de Froot et Stein.

Une autre étude empirique plus récente menée par Buch et Kleinert (2008) tend, elle aussi, à soutenir statistiquement la thèse de Blonigen. Plus précisément, Buch et Kleinert s'intéressent à savoir si l'effet richesse du taux de change réel sur la localisation des IDE passe par « l'hypothèse de friction sur le marché du capital » (Froot et Stein) ou par « l'hypothèse de friction sur le marché des biens » (Blonigen). Pour ce faire, les auteurs intégreront ces deux mécanismes théoriques au sein d'un seul et même modèle. Ce modèle est ensuite testé économétriquement pour les IDE d'origine allemande à destination des pays de l'OCDE entre 1997 et 2002. Au final, les résultats qu'obtiennent

---

<sup>139</sup> Ce cas précis va à l'encontre des arguments de ce que Blonigen appelle « la théorie traditionnelle » (ex : McCulloch (1989)) qui prétend qu'une surévaluation ou une sous-évaluation du taux de change n'aura aucun impact sur la décision d'engager des investissements directs étrangers. L'affirmation de « la théorie traditionnelle » se fonde sur le fait que, si les coûts et les recettes de la filiale étrangère sont tous deux libellés dans la même monnaie, alors l'impact des niveaux du taux de change sur les profits de cette filiale sera nul.

Buch et Kleinert soutiennent sans ambiguïté l'hypothèse « de friction sur le marché des biens » tout en rejetant celle de « friction sur le marché du capital ».

Enfin, la thèse de Blonigen est également corroborée par les travaux empiriques de Georgopoulos (2008) qui portent sur le cas canadien entre 1985 et 2001. En effet, cet auteur ne découvre une influence significative et négative du niveau du taux de change réel du dollar canadien vis à vis du dollar américain sur les acquisitions américaines d'entreprises canadiennes que si l'opération analysée concerne une firme à forte intensité technologique. Idem pour ce qui est des acquisitions canadiennes d'entreprises basées aux Etats-Unis<sup>140</sup>. Or, il va sans dire que la probabilité de déceler un « avantage spécifique » est bien plus élevée parmi les firmes dont les activités technologiques privilégient la recherche et le développement.

Bien qu'attrayantes, les théories de la richesse relative ne s'intéressent presque exclusivement qu'à la partie fusion-acquisition des investissements directs étrangers. En dépit de cela, les études empiriques de Froot et Stein et de Blonigen trouvent tout de même un impact négatif, quoique de moindre ampleur, du niveau du taux de change réel sur l'attractivité des pays vis-à-vis des *greenfields*. Or, si l'effet richesse y est certainement pour quelque chose, un tel résultat est plus à même de trouver son explication dans l'approche par les coûts relatifs des facteurs de production.

#### *IV.1.4 L'approche par les coûts relatifs des facteurs de production*

Si Stolper et Samuelson (1941) nous ont démontré pourquoi les prix des facteurs de production au niveau mondial devraient s'égaliser à long terme sous les hypothèses néoclassiques du modèle Heckscher-Ohlin (1933), force est de constater qu'une telle égalisation est, pour l'instant, loin d'être observée dans la réalité, notamment en ce qui concerne les coûts salariaux<sup>141</sup>. Ceci est imputable à plusieurs raisons (rigidité du marché du travail, sévérités des hypothèses du modèle<sup>142</sup>...) au sein desquelles se trouve l'impact

---

<sup>140</sup> Il est à noter cependant que l'étude empirique de Georgopoulos (2008) n'aboutira pas à une vérification statistique de l'effet richesse de Blonigen en ce qui concerne les acquisitions d'entreprises canadiennes par des firmes multinationales européennes (françaises, allemandes et britanniques).

<sup>141</sup> Cf. **Annexe 2**.

<sup>142</sup> Sur ce point, voir Krugman et Obstfeld (2006, pp. 66-67).

des taux de change. Lafay (2004a) démontre ainsi que les différences de coûts horaires du travail industriel entre les pays ne reflètent pas simplement les écarts de productivité mais qu'elles incorporent également les distorsions de change. Il en ressort que les coûts des facteurs de production sont relativement moins élevés dans les pays à monnaie sous-évaluée, et inversement.

Parmi les commentaires suscités par le papier de Logue et Willet (1974) (voir sous-section III.1.2 de ce chapitre), ceux de Stevens (1974) et de Kohlhagen (1974) portent tout particulièrement sur l'impact des niveaux de change sur les IDE via le mécanisme des *coûts des facteurs de production*. Même s'ils aboutissent à des résultats opposés, les deux auteurs s'appuient sur un modèle similaire de maximisation du profit appliqué aux entreprises internationales au sein d'un équilibre partiel.

Plus précisément, Stevens (1974) va classer les firmes multinationales américaines en fonction de la configuration particulière de leurs activités (dans quelle monnaie elles engagent leurs coûts de production et dans quelle monnaie elles perçoivent leurs revenus). Ce système de classement sera repris plus tard par Cushman (1985) et Caves (1989) et se présente comme suit.

Dans une première catégorie, nous retrouvons les FMN d'origine américaine dont les filiales ont pour but de desservir le marché d'implantation tout en recourant à des facteurs de production locaux (en d'autres termes, les coûts et les revenus de la filiale sont tous deux libellés en devises étrangères). Ces filiales changeraient ensuite leurs profits en dollars au moment de les rapatrier vers la maison-mère. Dans ce cas, une variation du niveau du taux de change américain (nominal ou réel) n'aurait, selon Stevens, aucun effet sur les investissements directs étrangers sortants des Etats-Unis dans la mesure où elle affecterait proportionnellement et les coûts et les revenus de la filiale potentielle.

En revanche, la situation serait différente si la filiale en question utilisait également un facteur de production en provenance des Etats-Unis toute chose égale par ailleurs (ce qui implique donc qu'une partie des coûts de production soit libellée en dollars). Dans ce cas, une dépréciation<sup>143</sup> du dollar rendrait les coûts engagés en cette

---

<sup>143</sup> Le texte de Stevens (1974) fait référence à une dévaluation. Néanmoins, compte tenu du système monétaire international actuel, nous préférons parler de dépréciation.

monnaie relativement moins chers pour la filiale étrangère d'origine américaine. En conséquence, ses recettes marginales exprimées en monnaie locale s'en trouveraient supérieures à ses coûts marginaux, incitant la maison-mère à augmenter sa production étrangère (et donc les investissements directs étrangers à destination du pays étranger considéré) jusqu'au retour à l'équilibre. Ainsi, il deviendrait envisageable qu'une dépréciation soutenue du dollar encourage les *sorties* d'investissements directs étrangers du territoire des Etats-Unis. Ceci correspond à la deuxième catégorie de FMN imaginée par Stevens.

La dernière configuration envisagée concerne une filiale américaine installée dans un pays étranger (et utilisant les facteurs de production qui y sont rattachés) mais dont les ventes seraient cette fois destinées à un pays tiers ou aux Etats-Unis. Dans ce cas, une dépréciation du dollar, ou plutôt une appréciation de la devise du pays d'implantation, aurait tendance à augmenter les coûts relatifs de production de la filiale tout en laissant le montant de ses recettes, libellés en dollars ou dans une tierce devise, inchangé. Autrement dit, la firme multinationale américaine aurait ici plus intérêt à rapatrier sa production et à investir sur le territoire domestique qu'à engager de nouveaux capitaux à l'étranger. En résumé, selon Stevens (repris ultérieurement par Caves (1989)), la logique de Logue et Willett (1974) n'est respectée que si les entreprises concernées correspondent à la troisième catégorie énoncées, autrement l'impact des niveaux de change sur les flux d'investissements directs étrangers est pour le moins ambigu.

Kohlhagen (1974, 1977), quant à lui, regrettera que le modèle proposé par Stevens ne prenne pas en considération le coût d'opportunité de la firme multinationale qui se prive de la possibilité de desservir le marché étranger par le biais d'une production domestique vouée à l'exportation. C'est pourquoi il intégrera la notion de profitabilité relative des différents lieux de production dans la détermination du choix d'une entreprise d'investir à l'étranger. Selon lui, les taux de change sont susceptibles d'influencer le comportement des IDE si leurs niveaux et leurs mouvements modifient la profitabilité relative entre produire à l'étranger et produire sur le territoire d'origine.

Sous l'hypothèse que le niveau général des prix des différents pays ne soit pas affecté par les mouvements des taux de change nominaux, Kohlhagen arrive à la conclusion qu'une *dévaluation (ou dépréciation) du dollar* conduira toujours à une profitabilité moindre de la décision d'investir à l'étranger par rapport à l'option de

produire aux Etats-Unis, et ce quelle que soit la configuration internationale des activités de l'entreprise. En effet, selon lui, les recettes des ventes de bien à l'étranger (que ces derniers soient exportés ou confectionnés localement), sont dans tous les cas perçues en devises étrangères. De fait, la différence de profitabilité entre les deux moyens de desservir le marché extérieur – exportations ou IDE horizontaux – ne peut se cacher que dans la formation des coûts de production<sup>144</sup>. Or, une dévaluation du dollar par rapport à la devise étrangère aura pour conséquence de rendre les coûts de production libellés en monnaie américaine relativement moins chers. C'est la raison pour laquelle Kohlhagen, contrairement à Stevens, avancera que le taux de change exerce, *dans tous les cas*, une influence négative sur les IDE. Cependant, le fait d'utiliser le taux de change nominal et non le taux de change réel par hypothèse décrédibilise sensiblement la conclusion de cette analyse.

L'auteur va donc, dans un second temps, relaxer sa supposition portant sur la fixité des prix en admettant que ceux-ci peuvent réagir suite à la dévaluation (dépréciation). L'avènement de cette modification nuance quelque peu les résultats précédemment obtenus: la profitabilité relative des différents lieux de production dépend désormais également de l'ouverture de l'économie étrangère (autrement dit de son degré d'utilisation d'inputs importés en provenance des Etats-Unis) ainsi que du degré de sensibilité des prix aux variations du taux de change. En effet, si la réponse des prix domestiques et étrangers à la *dévaluation nominale du dollar* est faible, et que la filiale américaine basée à l'étranger utilise peu de facteur de production américains importés, alors il sera toujours relativement profitable pour la firme de produire sur le territoire domestique et d'exporter plutôt que de s'implanter directement dans le marché étranger<sup>145</sup>. A l'inverse, l'implantation d'une filiale horizontale à l'étranger pourrait s'avérer plus profitable que les exportations *en dépit d'une baisse de la valeur du dollar* si l'économie du pays d'accueil se trouvait être « extrêmement » ouverte et que les prix (et donc les coûts de production) étaient très sensibles à la dévaluation. Toujours est-il que, tout au long de son article, Kohlhagen sous-entend que la première éventualité décrite ci-dessus est, de loin, celle qui a le plus de chance de se voir rencontrer dans la

---

<sup>144</sup> Notons que cet argument vaut tout aussi bien pour une production qui est destinée au marché du pays d'origine de la firme multinationale. Seulement dans ce cas les recettes seront uniquement libellées en dollars.

<sup>145</sup> Plus précisément, Kohlhagen (1977) évalue que cet effet jouera tant que les coûts de production domestiques et étrangers (dépendant du niveau général des prix) ne s'ajustent pas à plus de 40-45% de la dévaluation nominale initiale.

réalité. Il rejoint en ce sens l'intuition de Logue et Willet (1974), à savoir que le niveau du taux de change aurait un impact négatif sur l'attractivité d'un pays de par son effet sur les coûts relatifs des facteurs de production. Notons, de surcroît, que l'approfondissement de son étude par la prise en compte des réactions des prix aux mouvements de change souligne que cette relation négative ne prévaut véritablement que pour le *taux de change réel*.

Kohlhagen (1977) appuiera empiriquement son modèle théorique en testant les réactions des IDE d'origine américaine à destination de 4 pays européens suite aux modifications des parités de change entre 1957 et 1973. Cependant, même si les résultats obtenus par son analyse économétrique abondent dans son sens, il est à noter que la variable explicative qu'il utilise correspond au taux de change *nominal* et non au taux de change *réel*. Or, les variations des prix des pays d'accueil et sources auraient très bien pu compenser les mouvements de change et laisser les *prix relatifs* inchangés. C'est la raison pour laquelle il est préférable d'étudier l'impact du *taux de change réel* sur la localisation des IDE.

Caves (1989), quant à lui, se penchera sur la sensibilité face aux mouvements de taux de change bilatéraux nominaux et réels, à court terme, des entrées d'IDE aux Etats-Unis en provenance de quinze pays développés sur la période 1978-1986. Son analyse économétrique accordera bien un coefficient fortement et significativement négatif aux variables du taux de change nominal et réel dans sa régression explicative des investissements transnationaux durables étudiés.

Par ailleurs, certains auteurs ont entrepris d'analyser empiriquement l'effet des coûts relatifs des facteurs de production sur les IDE en utilisant directement les *coûts unitaires de travail relatifs* entre le pays d'accueil et le pays source comme variable exogène. Somme toute, une telle variable est très proche du taux de change réel qui représente, quant à lui, les *prix relatifs*<sup>146</sup>. Culem (1988), démontrera ainsi que les différentiels de coûts unitaires du facteur travail *exprimés en dollars* entre le pays d'accueil et le pays source influencent négativement et significativement les entrées

---

<sup>146</sup> Notons toutefois que le taux de change réel est une variable plus large que les coûts du travail relatifs en ceci qu'ils reflètent les écarts de tous les coûts entre deux pays et pas seulement les différences de coût de production. De plus les coûts du travail *unitaires* prennent en considération la productivité des travailleurs et sont donc plus appropriés pour appréhender le phénomène avec précision.

d'investissements directs étrangers de six pays développés sur la période 1969-1982<sup>147</sup>. Toutefois, ce résultat s'avère instable aux changements de spécification. Dans son sillage, Hatzius (1997) entreprendra une étude quasi similaire portant sur les flux bilatéraux d'IDE entre l'Allemagne ou le Royaume-Uni et leurs principaux partenaires d'échange sur une étendue temporelle allant de 1978 à 1993. Les résultats obtenus supportent une relation de cause à effet négative entre les différences de coûts unitaires du travail et les entrées d'IDE. De plus, l'auteur souligne qu'une appréciation du taux de change nominal de 1% aura exactement le même impact sur ces capitaux qu'une augmentation dans les mêmes proportions du coût unitaire du travail<sup>148</sup>. Rappelons cependant que l'analyse empirique de Klein et Rosengren (1992) n'accordait aucun impact aux salaires relatifs sur les IDE entrants des Etats-Unis entre 1979 et 1988.

Enfin, notons que bon nombre d'études empiriques s'attachent à évaluer l'influence du taux de change réel sur le comportement de localisation des investissements directs étrangers, sans toutefois distinguer l'effet richesse de l'effet coût des facteurs de production. Au final, cette littérature aboutit à des résultats partagés quant au rôle d'une monnaie bon marché dans l'attractivité d'un pays. Si la moitié appuie statistiquement l'impact négatif des prix relatifs sur les IDE (Xing et Wan (2006), Kogut et Chang (1996), Bénassy-Quéré, Fontagné et Lahrière-Révil (2001), Ito, Isard et Symansky (1996), Rasciute et Pentecost (2010), Thomas et Grosse (2001) ainsi que Liu, Song, Wei et Romilly (1997)), l'autre moitié ne valide pas économétriquement une telle relation (Walsh et Yu (2010), Petroulas (2007), Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006), Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010), Farrell, Gaston et Sturm (2004), Görg, Molana et Montagna (2009), Trevino, Daniels et Arbelaez (2002) ainsi que Kosteletou et Liargovas (2000)).

\*\*\*\*\*

En résumé, bien que les cadres analytiques classiques et néoclassiques *purs* rejettent par hypothèse l'idée d'un impact des *niveaux* de taux de change sur la localisation des investissements directs étrangers à *très long terme*, plusieurs réflexions

---

<sup>147</sup> Son étude porte sur les flux bilatéraux d'IDE entre les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Belgique.

<sup>148</sup> Nous pouvons remarquer que bon nombre d'autres études empiriques portant sur la relation entre IDE et coût unitaire du travail *absolu* ont été menées (voir sous-section I.2.2 de ce chapitre). Nous ne présentons ici que les analyses s'intéressant à l'impact du coût *relatif* des facteurs de production sur la localisation de ces investissements. En effet, seul ce dernier peut être considéré comme une déclinaison du taux de change réel.

théoriques se sont intéressées à étudier cette relation particulière sur des horizons temporels plus courts. Parmi elles, nous retiendrons surtout l'approche par la *richesse relative* et l'approche par les *coûts relatifs des facteurs de production*. La première suppose une imperfection de marché (du capital ou des biens et services) qui confère un avantage à un investisseur étranger potentiel pour acquérir des « firmes-cibles » domestiques suite à une dépréciation (ou un niveau faible) de la valeur réelle de la monnaie du pays considéré. De fait, l'effet richesse du taux de change concerne essentiellement la partie fusion-acquisition des IDE. L'approche par les coûts relatifs des facteurs de production, quant à elle, insiste sur les gains de compétitivité-coût et donc d'attractivité que peut obtenir un territoire lorsque son taux de change réel est plus faible (la question est aussi évoquée par Lafay (2004a, pp.117-118)). Par conséquent, ce phénomène est davantage susceptible de toucher les investissements transnationaux créateurs de nouvelles activités productives, soient les *greenfields*. Quoi qu'il en soit, les deux approches théoriques accordent une influence négative au taux de change réel sur les IDE, influence qui se voit le plus souvent confirmée par les études empiriques sans toutefois faire l'unanimité.

Il est à noter que, au-delà d'attirer des *greenfields*, un territoire proposant de faibles coûts relatifs de production est susceptible de conserver les *investissements productifs* de ses propres firmes domestiques. Ainsi, il convient de s'intéresser à l'impact des niveaux taux de change réel non plus sur le comportement des IDE mais plutôt sur la localisation des *investissements productifs*, quelle que soit leur nationalité.

## **IV.2 L'impact du taux de change réel sur la localisation des activités productives**

Dans son article « Une théorie du taux de change dans une économie mondialisée », Lafay (2004b) nous offre une analyse théorique de l'influence que peut exercer le taux de change réel en niveau sur la demande intérieure relative<sup>149</sup> d'un pays et

---

<sup>149</sup> La demande intérieure d'un pays, autrement appelée absorption, correspond au montant de sa consommation publique et privée additionné à celui de son investissement réel. Il suffit de rapporter cet indice à la somme des demandes intérieures mondiales afin d'obtenir la demande intérieure *relative* d'une économie nationale.

ce, principalement à travers son effet sur les *investissements productifs*<sup>150</sup>. Cette analyse se base sur un horizon temporel de moyen terme – soit sur une période comprise entre un et quinze ans – au sein d’une *économie mondialisée* caractérisée par l’imperfection de sa concurrence. De par ces hypothèses de départ, une distorsion de change par rapport à la règle de parité de pouvoir d’achat est envisageable. Le tout est alors de déterminer quels seront les effets de ces surévaluations/sous-évaluations des taux de change *réels* sur l’attractivité des territoires qui leurs sont associés.

Selon Lafay (2004a, 2004b), les écarts de prix relatifs vont avoir un impact direct sur la localisation des *investissements productifs*<sup>151</sup> des entreprises confrontées à l’intensification du phénomène de mondialisation. En effet, l’ouverture de plus en plus prononcée des frontières nationales aux échanges commerciaux, financiers, et migratoires combinée aux avancées technologiques et aux réductions des coûts touchant les domaines des transports et des télécommunications permettent aux firmes de (voire même obligent les firmes à) moduler leurs processus productifs à l’échelle internationale<sup>152</sup>. Ainsi, la configuration géographique des processus de production dépendra principalement des stratégies (accéder/conforter leur position sur un marché étranger ou profiter des avantages de coût et d’efficacité que propose un pays) poursuivies par les firmes. Celles-ci, poussées par le souci permanent de maximisation des profits, vont mettre en concurrence les différents territoires afin de sélectionner le(s) meilleur(s) lieu(x) d’implantation pour leurs différentes activités.

Dans un tel contexte, on peut aisément présumer que les coûts des facteurs de production (et notamment les coûts salariaux) fassent partie des critères primordiaux de localisation des *activités productives* des firmes multinationales poursuivant des stratégies verticales et « *export-platform* ». En d’autres termes, un pays proposant des coûts de production relativement élevés, toutes choses égales par ailleurs, risquerait de ne plus être considéré comme attractif vis-à-vis des *investissements productifs* des entreprises, que celles-ci soient d’origine *domestique* ou *étrangère*. S’en suivrait, dès lors,

---

<sup>150</sup> Il est à noter que Lafay (2004a, 2004b) avait auparavant abordé cette discussion, quoique de manière moins aboutie, dans quelques-unes de ses précédentes publications (voir Lafay (1985), Lafay (1996), Lafay (1997)).

<sup>151</sup> Par *investissement productif*, Lafay (2004a, p. 130) entend « l’usage que l’entreprise fait de ses ressources financières en achetant des biens d’équipement, non seulement pour améliorer la productivité, mais surtout pour étendre les capacités de production ».

<sup>152</sup> Sur ce point, voir notamment la sous-section 1.3 du chapitre 3.

la décision de ces firmes de détourner directement (IDE) ou indirectement (sous-traitance, partenariat) le lieu d'implantation de leurs activités productives au profit de territoires à main d'œuvre meilleur marché. Bien entendu, le raisonnement inverse s'applique pour les pays à l'intérieur desquels les coûts salariaux sont relativement faibles. Or, comme nous l'avons développé lors de la sous-section IV.1.4 précédente, le taux de change réel est justement un très bon indicateur des coûts relatifs de production. Il existerait donc, selon l'auteur, une influence négative du niveau du taux de change réel sur les *investissements productifs*.

Il est à noter que, toujours selon Lafay l'impact du taux de change réel sur le comportement des entreprises mondialisées ne se limite pas au choix de localisation de leurs unités productives, il concerne, de surcroît, la formation des salaires qu'elles accordent<sup>153</sup>. Ainsi, en rendant les filiales plus réticentes à accorder des augmentations salariales – et donc en nuisant à l'évolution des *salaires réels* nationaux – des prix relatifs élevés influenceraient également de manière négative la consommation intérieure d'une économie. C'est pourquoi la théorie de l'« effet mondialisation » de Lafay stipule plus largement une réaction négative de la *demande intérieure relative* aux niveaux de taux de change réel. Néanmoins, la totalité de cet « effet mondialisation » dépasse le cadre de notre étude. C'est pourquoi nous nous en tiendrons à analyser *l'effet de change sur les activités productives d'un pays*.

Le mécanisme qui anime cet « effet sur les activités productives » n'est pas sans rappeler l'approche par les coûts des facteurs de production évoquée dans la sous-section IV.1.4 précédente. En effet, Lafay, au même titre que Stevens (1974) et Kohlhagen (1974, 1977), fonde sa théorie sur le comportement de maximisation du profit des entreprises, ces dernières comparant l'attractivité des différents territoires (notamment en termes de coûts salariaux) afin de déterminer la localisation la plus profitable pour leurs activités. Toutefois le développement de Lafay se démarque en ceci qu'il se concentre sur le choix du lieu d'implantation des *investissements productifs* et non pas sur celui des

---

<sup>153</sup> Dans un pays où les coûts de production sont relativement élevés par rapport au reste du monde du fait d'un taux de change réel surévalué, les entreprises mondialisées (qui ont donc conscience de coûts salariaux plus intéressants à l'étranger) sont susceptibles de limiter le niveau des salaires qu'elles accordent sous peine de délocalisation. Le mouvement lancé par ces entreprises, qui font bien souvent partie des plus importantes et des plus puissantes du pays, risque alors de se voir reproduire par l'ensemble des firmes nationales. A l'inverse, dans un territoire à monnaie sous-évaluée, les firmes à vision internationale sont plus à même de concéder des augmentations salariales.

*IDE*. De fait, il ignore toute la partie fusion-acquisition des IDE qui ne représente que de simple recombinaison transnationale de capital. Plus précisément, l'« effet de change sur les activités productives d'un pays » porte sur les *investissements productifs* étrangers (les *greenfields*) agrémentés des *investissements productifs* domestiques (qui comprennent notamment les sous-traitants et les partenaires domestiques).

Après avoir observé les niveaux de taux de change réel et les indices de l'*investissement productif* des pays du G7 entre 1980 et 2000, Lafay trouve des tendances statistiques fidèles à sa théorie. En effet, au cours des années 90, les Etats-Unis ont connu une augmentation très marquée de leurs *investissements productifs* concomitante avec un niveau faible du taux de change réel du dollar américain<sup>154</sup> tandis que le Japon était touché par la situation inverse. A l'échelle européenne, les *investissements productifs* français et allemands semblent avoir pâti de la forte valeur réelle du franc et du mark au début de la décennie 90 (à l'inverse de l'Italie et du Royaume-Uni qui étaient sortis de la zone mark plus rapidement) avant de connaître une reprise en fin de période concordante avec la baisse de la valeur réelle de l'euro lors des premières années de son adoption. Cependant la simple comparaison de l'évolution temporelle des séries statistiques de ces deux variables – *investissement productif* et taux de change réel – ne constitue pas une preuve suffisante de l'impact négatif de la première sur la seconde. Une étude économétrique est donc nécessaire pour confirmer l'approche théorique de Lafay.

En poussant la conclusion de l'effet négatif du taux de change sur les activités productives un peu plus loin, et en se plaçant du point de vue du territoire, un pays pourrait tenter de manipuler délibérément la valeur réelle de sa monnaie à la baisse dans le but d'obtenir ou de maintenir un avantage d'attractivité par rapport au reste du monde. Lafay parle dans ce cas de « dumping monétaire » et prend pour illustration la situation est-asiatique. Selon la base de données CHELEM, l'excédent de la balance globale de l'économie la plus importante de la région, la Chine, est passé de 246 millions de dollars en 2006 à 461 millions de dollars en 2007. Sur la même période le taux de change *nominal* annuel Yuan/Dollar à l'*incertain* n'a que très peu varié passant de 7,97 à 7,61. Il ne fait donc aucun mystère que les autorités chinoises dirigent leur politique de

---

<sup>154</sup> Il est à noter que les prix relatifs américains ont connu une forte, bien que temporaire, remontée à la fin des années 1990 sans qu'on puisse apercevoir de signe d'affaiblissement des *investissements productifs* aux Etats-Unis à cette période. Lafay (2004a, 2004b) mettra cela sur le compte du retard avec lequel joue l'« effet de change sur les activités productives d'un pays ».

change<sup>155</sup>. Et, si l'objectif premier recherché et/ou affiché n'a pas forcément de lien direct avec l'attractivité, force est de constater que cette stratégie d'ancrage a créé des distorsions de taux de change réel sensibles encourageant les *investissements productifs* à aller s'installer dans l'économie chinoise. A l'inverse, les Etats membres de la zone euro semblent pâtir du niveau élevé de leur monnaie en termes d'*investissements productifs*. Par conséquent, par le biais des différents instruments dont elles disposent pour jouer sur le taux de change réel, les Banques Centrales peuvent plus ou moins conditionner les performances économiques des territoires auxquels elles sont rattachées (sur ce point, voir Lafay (2006)).

\*\*\*\*\*

En définitive, la théorie de l'« effet mondialisation » de Lafay stipule, entre autres, que le taux de change réel exerce une influence négative, via les coûts relatifs de production, sur la localisation des *investissements productifs*, et ce quelle que soit leur nationalité. Or, selon l'auteur, ce sont ces capitaux particuliers – et non les IDE qui se composent principalement de simple recombinaison de capital (voir sous-section I.3 du chapitre 3) – qu'un pays doit tenter d'attirer en priorité. Néanmoins, jusqu'ici cette idée n'a pas été testée économétriquement. C'est la raison pour laquelle une partie de notre travail sera consacrée à proposer une vérification empirique de cet *effet de change sur les activités productives d'un pays*.

## V CONCLUSION DU CHAPITRE 1

---

<sup>155</sup> Notons que cette politique de maintien d'un taux de change nominal chinois faible pourrait être compensée par une augmentation simultanée du niveau général des prix (et donc des salaires). Néanmoins, si une augmentation de l'indice des prix à la consommation chinois de 4,67% a bien eu lieu entre 2006 et 2007, elle reste insuffisante pour combler les distorsions de changes nominales.

Avant d'être en mesure de mener un travail économétrique de détermination de localisation des investissements directs étrangers, il nous a semblé indispensable d'analyser minutieusement les études empiriques antérieures consacrées à expliquer les mouvements de ces capitaux transnationaux durables. Tel a été l'objectif accompli au cours de notre chapitre 1. En effet, ce chapitre a examiné en détail l'influence qu'accorde la littérature empirique à chacune des grandes variables économiques, politiques et institutionnelles censées attirer les IDE.

Nous avons regroupé au sein des « variables économiques » toutes celles qui permettent de déterminer la motivation des firmes multinationales (verticale, horizontale ou « *export-platform* »). Elles apparaissent notamment dans les études empiriques cherchant à expliquer le phénomène des IDE dans son ensemble à l'aide d'un modèle d'équilibre général. Le modèle « *knowledge-capital* », par exemple, permet d'appréhender les différentes stratégies d'implantation à l'étranger dans un cadre uniforme. Parallèlement, deux autres analyses d'équilibre général, l'hypothèse des « proportions factorielles » et celle de « proximité-concentration », peuvent être utilisées pour rendre compte respectivement des IDE « *resource seeking* » et des IDE « *market seeking* » ou « *efficiency seeking* ». Les spécifications économétriques qui découlent de ces trois modèles dégagent les principaux déterminants économiques des investissements transnationaux durables.

Ainsi, les examens empiriques de ces modèles d'équilibre général prouvent que les IDE horizontaux devraient apparaître dès lors que les pays sources et d'accueil partagent les mêmes caractéristiques (grande taille du marché, dotations en facteurs de production similaires, langue commune), que les coûts de transaction sont importants et que les économies d'échelle peuvent naître de plusieurs centres de production. Dans le cas inverse, les filiales étrangères deviendraient principalement mues par des motivations verticales. En outre, les éclatements de processus de production récents opérés par les firmes multinationales (voir sous-section I.2 du chapitre 3) ont donné naissance à des IDE « *export-platform* » – combinant les deux stratégies « *market seeking* » et « *resource seeking* » – qui, parallèlement aux déterminants déjà cités, sont particulièrement sensibles aux effets relatifs aux pays tiers.

A côté des études de modèle d'équilibre général, toute une littérature empirique d'équilibre partiel s'est attachée à analyser les facteurs d'attractivité économiques,

politiques et institutionnels des IDE. S'agissant des « *variables économiques* », cette littérature souligne que la taille du marché d'accueil est le déterminant le plus important dans la localisation des filiales à l'étranger. De plus, le partage d'une langue commune, l'effet agglomération ainsi que la présence de firmes innovantes sur le territoire hôte semblent bien avoir l'influence positive attendue sur les IDE. En revanche, la pertinence du taux de croissance du PIB, des dotations en ressources naturelles, de la qualité des infrastructures ainsi que des faibles coûts de transaction et de production en tant que critères considérés par les firmes multinationales dans le choix de leur lieu d'implantation ne récolte pas de soutien empirique *unanime* à travers l'ensemble des analyses économétriques portant sur le sujet.

Ensuite, nous nous sommes intéressés à analyser quelles sont les mesures gouvernementales, où « *variables politiques* », les plus efficaces pour rendre un territoire attractifs d'après les différentes études empiriques cherchant à expliquer le comportement des IDE. Pour ce faire, nous avons distingué les politiques visant à rendre un pays moins risqué de celles uniquement vouées à inciter les investisseurs étrangers. Il en ressort que les firmes multinationales se dirigeraient en priorité vers les territoires empreints d'une plus grande stabilité, notamment sur les plans politico-social et de la solvabilité. Autrement dit, plus qu'à travers des programmes conjoncturels d'incitation aux investissements, il semble que l'attractivité d'un pays se mesure surtout à sa situation structurelle. En effet, la seule autre variable politique apparaissant comme influençant systématiquement et positivement les entrées d'IDE d'une économie au sein de la littérature empirique en question a trait aux mesures de santé publique. Notons tout de même que l'effet incitatif sur les firmes multinationales de la baisse de la fiscalité ainsi que des programmes de privatisation et de libéralisation commerciale se voit plus souvent confirmé statistiquement qu'infirmé.

Puis, nous avons présenté la littérature économique empirique récente consacrée à l'impact des institutions sur la localisation des IDE. Les différentes « *variables institutionnelles* » que nous y avons rencontrées ont été regroupées et analysées au sein de trois grands principes de bonne gouvernance : la promotion de la démocratie, une corruption limitée et un cadre judiciaire et administratif efficace. Tout compte fait, l'influence positive de chacune de ces composantes institutionnelles sur les IDE entrants fait consensus. Ceci étant dit, des études empiriques plus détaillées soulignent que ce

constat ne prévaut pas pour tous les échantillons, et varie selon les variables dépendantes utilisées ainsi que selon les variables de bonne gouvernance choisies.

Enfin, une attention toute particulière a été portée sur le rôle – avancé par la théorie économique ainsi que par ses vérifications empiriques – du *taux de change réel* dans l'attractivité d'un territoire. Il en ressort que les prix relatifs sont susceptibles d'exercer une influence négative sur les investissements directs étrangers entrants d'un pays à travers deux canaux principaux: l'effet richesse et l'effet coût relatif des facteurs de production. Cependant le premier cité jouerait surtout sur la localisation des fusions-acquisitions tandis que le second aurait principalement un impact sur les *greenfields*. L'approche théorique de Lafay enrichit, à cet égard, l'analyse en soulignant que l'effet des coûts relatifs de production du taux de change réel agirait sur l'ensemble des *investissements productifs* d'un pays, qu'ils soient d'origine domestique ou étrangère.

Finalement, notre *survey* empirique, conduit dans ce chapitre 1, nous permet d'avoir une bonne perception des variables permettant à un pays de devenir plus attractif sur la scène internationale. Nous désirons, tout d'abord, dans la suite nous inspirer de l'état existant de cette littérature empirique pour construire progressivement ensuite nos propres spécifications adaptées à nos objectifs et à nos données. Nous établirons des équations économétriques qui expliqueront au mieux le comportement des *greenfields*, des IDE et des *investissements productifs*. Ceci nous permettra d'une part, de mettre en évidence, de manière robuste et fiable, les déterminants les plus probants des différents types d'investissements; d'autre part – et c'est essentiel – d'estimer avec précision l'influence du taux de change réel sur chacune de ces formes particulières d'investissements.

# **Chapitre 2 Les déterminants des IDE**

## ***greenfields* : une étude empirique approfondie**

---

Si une littérature conséquente s'est intéressée à analyser les déterminants *de localisation* des investissements directs étrangers dans leur ensemble, il n'en va pas de même pour l'une de ces composantes : les investissements dits *greenfields*. En effet, mis à part un Working Paper de Neto, Brandao et Cerqueira (2008) ainsi que les articles traitant du thème plus général du « choix de mode d'entrée » (Entry Mode Choice) d'une firme dans un pays étranger<sup>156</sup>, il n'existe pas à notre connaissance d'étude portant spécifiquement sur le sujet. Or, les premiers cités tentent d'expliquer le nombre de *projets* d'investissements *greenfields*, et non leur *montant*, tandis que les seconds ne considèrent généralement que ceux issus d'un seul pays à partir de statistiques microéconomiques. La raison d'un tel vide repose, comme souvent malheureusement, sur la difficulté de trouver des données. Ce chapitre a pour vocation de contribuer à la discussion en comblant cette lacune importante grâce à l'utilisation de deux bases statistiques distinctes rapportant les montants des flux de *greenfields* : le FDI Markets du Financial Times et l'European Investment Monitor (EIM) d'Ernst & Young. Alors que la première a l'avantage de couvrir un large échantillon de pays, la seconde nous permet de considérer une période plus longue tout en nous proposant un découpage sectoriel des *greenfields* européens. Après avoir présenté les variables, la méthodologie et les équations qui formeront notre spécification de base (I), nous mènerons une étude globale à partir des données du FDI Markets (II), avant d'analyser plus en profondeur le cas européen grâce aux données de l'EIM (III).

---

<sup>156</sup> Voir par exemple : Kogut et Singh (1988), Hennart et Park (1993), Brouthers and Brouthers (2000), Eicher et Kang (2005), Cheng (2006) et Shawkat (2009).

## I PRÉSENTATION DE LA SPÉCIFICATION

Il s'agira ici de présenter les variables (I.1) et la méthodologie (I.3) constitutives de la spécification qui sera par la suite utilisée lors de notre étude globale du comportement des *greenfields* et celle, plus approfondie, du cas européen. Aux côtés de notre équation de base, s'ajoutent quelques régresseurs supplémentaires (I.2) qui, bien que largement rencontrés dans la littérature de localisation des IDE, n'apparaîtront qu'au début de notre analyse compte tenu de leur manque récurrent de significativité.

### I.1 Les variables de l'équation de base

Avant toute chose, il convient de rappeler la définition de ce qu'est un *greenfield*. Selon le Direct Investment Technical Expert Group (DITEG) du Fonds Monétaire International et de l'OCDE (Bertrand (2004)), il s'agit de la création d'une nouvelle filiale par un ou plusieurs investisseurs non résidents. Il se distingue donc des fusions-acquisitions transnationales qui s'apparentent à une simple recombinaison de capital sans véritable création d'activité. Notons que, dans son sens le plus strict, il est aussi à différencier de l'extension des capacités d'une entreprise déjà établie à l'étranger<sup>157</sup> en ceci qu'il est censé entraîner une nouvelle implantation. Les statistiques de *greenfields* que nous utilisons dans un premier temps proviennent d'une base de données du Financial Times intitulée « FDI Markets ». Cette dernière retrace, entre-autre, et à partir de sources multiples la valeur en millions de dollars des projets d'investissements *greenfields* à destination de plus de 180 pays entre 2003 et 2010. Elle sera donc à la base de notre variable endogène tout au long de notre étude globale (section II). Par la suite nous serons amenés à exploiter les attributs des données de l'« European Investment Monitor » que nous définirons lors de l'analyse du cas européen (section III). En outre, afin de prendre en compte la taille des pays dans notre analyse, et donc de contrôler l'effet « grand pays » évoqué par Singh et Jun (1995), nous rapporterons chaque série de

---

<sup>157</sup> L'extension des capacités est définie par le DITEG comme étant une augmentation dans le capital d'une entreprise déjà établie par un investissement direct étranger.

*greenfields* au produit intérieur brut à prix courant<sup>158</sup> qui lui correspond. Cette normalisation nous est inspirée par la majorité des études portant sur les déterminants de localisation des IDE. Par ailleurs, Root et Ahmed (1979) diront d'elle que, même si elle peut introduire un biais en diminuant l'attractivité des économies les plus importantes, ce biais aurait été beaucoup plus conséquent dans la direction opposée si elle n'avait pas été effectuée. C'est la raison pour laquelle la variable dépendante choisie est *le rapport entre la valeur des projets d'investissements greenfields et le produit intérieur brut à prix courant* (GREEN).

Afin d'expliquer la localisation de ces créations d'activités transnationales, notre équation de base s'appuiera sur huit déterminants provenant, pour la plupart, de la littérature plus vaste sur les investissements directs étrangers. Il s'agit de la variable à expliquer retardée, du taux de croissance retardé, du taux d'ouverture, du taux de change réel, du taux de chômage, de la part de la consommation totale dans le revenu, de la capitalisation de marché des entreprises rapportée au produit intérieur brut ainsi que du taux de croissance de l'épargne brute.

*La variable à expliquer retardée* (GREEN<sub>t-1</sub>) permet, tout d'abord, de prendre en considération la continuité des comportements des *greenfields* à destination d'un pays, et ce d'une année sur la suivante. En effet, si un territoire a accueilli un nombre important de ces investissements au cours d'une année, on est en droit de penser qu'il en sera de même pour l'année suivante, et inversement. Par ailleurs, Bevan et Estrin (2000) trouvent que les flux d'IDE précédents contribuent à l'amélioration de la notation de crédit des pays, ce qui va attirer les flux d'IDE présents. Ainsi, à l'image des résultats obtenus par Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001), Görg, Molana et Montagna (2009), Aubin, Berdot Goyeau et Léonard (2006) et Singh et Jun (1995) sur les IDE, nous nous attendons à ce que la variable endogène retardée (ou variable autorégressive) soit associée à un signe positif. Son introduction dans l'équation n'est cependant pas dénuée de conséquence d'ordre méthodologique que nous exposerons ultérieurement. De plus, elle réduit de fait notre période d'analyse d'une année puisque, par définition, elle n'est disponible qu'à partir de 2004.

---

<sup>158</sup> Nos données du produit intérieur brut à prix courant sont tirées du World Economic Outlook Databases du FMI.

Notre régression comprend une autre variable retardée, à savoir *le taux de croissance du PIB réel* ( $GROW_{t-1}$ ). Si le produit intérieur brut ne peut être inclus en tant que tel pour exprimer la taille du marché car apparaissant dans le terme à expliquer, nous pouvons néanmoins nous appuyer sur la dynamique de celui-ci. L'intérêt que nous avons ici de « *lagger* » cette variable, réside dans le fait que les projets de *greenfields* ne s'élaborent pas au moment même de leur lancement. Par conséquent, lors de leur décision d'engager l'investissement ou non, les entreprises ne disposent pas encore des taux de croissance qui vont se réaliser, tout au plus n'auront-elles que des projections<sup>159</sup>. D'où l'idée qu'elles considéreraient plutôt le taux de croissance de l'année passée. Quoi qu'il en soit, nous supposons que le potentiel dynamique d'un marché devrait être un élément attracteur de *greenfields* et d'IDE. Les chiffres du taux de croissance du PIB réel sont issus du World Economic Outlook Databases du FMI.

Parmi les variables les plus utilisées par la littérature cherchant à déterminer les flux d'IDE se trouvent également *le taux d'ouverture* (OPEN). Au-delà d'être un bon indicateur des barrières aux frontières, le taux d'ouverture nous renseigne de surcroît sur la nature des investissements entrepris. Ainsi, il devrait arborer un signe négatif pour les investissements horizontaux ou « *tariff jumping* » et un signe positif dans le cas contraire. Il convient cependant de rappeler que, selon la majorité des études évaluant ce phénomène, l'effet bénéfique d'une plus grande libéralisation des échanges sur l'attractivité d'un pays prend le dessus (voir sous-section I.3.2 du chapitre 1). Afin de vérifier s'il en est de même pour les *greenfields*, nous construirons notre taux d'ouverture à partir de la part des exportations et des importations dans le PIB publiée par le programme World Development Indicators de la Banque Mondiale.

Bien entendu, une attention toute particulière sera accordée au *taux de change réel* (R). Que ce soit au travers de l'effet « *richesse relative* » (Froot et Stein (1991), Blonigen (1997)), ou de l'effet sur les coûts des facteurs de production (Kohlhagen (1974, 1977), Lafay (2004a, 2004b)), un taux de change réel coté au certain élevé – ou qui s'apprécie – devrait avoir un impact dissuasif sur les entrées de *greenfields* dans un pays. Dans leur analyse empirique, Froot et Stein (1991) et Blonigen (1997) parviennent justement à cette conclusion. Pour ce qui est des fusion-acquisitions, en revanche, les deux théories sont en

---

<sup>159</sup> La littérature sur les IDE considère quant à elle le taux de croissance de l'année des flux d'IDE. Toutefois, ces derniers sont principalement des fusions-acquisitions (voir section I du chapitre 3) qui nécessitent une période d'élaboration moins conséquente que celle liée à l'implantation d'une nouvelle activité.

désaccord sur l'influence qu'exercerait le taux de change réel. Alors que l'effet richesse est censé en être décuplé, l'effet sur les coûts des facteurs de production, quant à lui, ne devrait plus jouer. Jusqu'à présent, la variable utilisée par les travaux empiriques économétriques est le taux de change réel effectif. Or, ce dernier, bien que plus approprié pour l'analyse *temporelle* d'une seule zone monétaire, se trouve inadapté dès lors que des comparaisons internationales sont en jeu. Sa construction se fondant sur le commerce extérieur *particulier* de chaque territoire implique obligatoirement l'absence d'une base de prix commune ce qui rend impossible toute tentative d'étude en coupe instantanée géographique ou en panel<sup>160</sup>. Il n'en reste pas moins que le fait de ne baser les prix que sur ceux d'une économie, disons les Etats-Unis, se trouve être tout aussi trompeur. En effet, ceux-ci deviennent alors totalement dépendants des fluctuations monétaires américaines. De fait, les prix relatifs d'un pays peuvent baisser par rapport aux Etats-Unis alors même qu'ils varient à la hausse face au reste du monde.

Ainsi la principale difficulté, ayant trait au calcul du *taux de change réel*, se cache dans le choix des prix de référence à retenir. C'est pourquoi, nous avons opté pour un taux de change réel basé sur le groupe de pays appartenant à l'OCDE. Cet indice est calculé à partir du taux de change réel par rapport au dollar procuré par la base CHELEM du CEPIL. Etant donné que celui-ci est disponible pour 188 pays, une simple division nous a permis de tout réindexer par rapport à la seule zone OCDE. Cette manœuvre nous évite ainsi d'être confrontés au problème de comparaison lié au taux de change réel effectif. Il convient toutefois de remarquer que l'indice du niveau relatif des prix de la base CHELEM n'est qu'une approximation statistique du taux de change réel (pour plus de précision sur la construction de cet indicateur, voir l'**annexe 3**).

L'impossibilité méthodologique d'utiliser le PIB tel quel comme variable explicative, étant donné qu'il figure dans le terme endogène, est une contrainte importante dès qu'il s'agit de représenter la taille du marché. Or, cette dernière est, par définition, l'élément primordial de tous les IDE horizontaux. Il est donc inconcevable de ne pas la prendre en considération. La solution adoptée par les spécialistes de la question pour contourner le problème a alors été de la représenter par le PIB par tête. Cependant, le revenu par habitant ferait redondance, au sein de notre modèle, avec notre variable du taux de change réel censé refléter, entre autres, les coûts du travail. Nous avons donc été

---

<sup>160</sup> Sur ce point, voir Lafay (1984).

dans l'obligation de nous tourner vers une autre variable pour approximer la taille du marché : *la part de la consommation totale dans le PIB (CONSU)*. Tirée des World Development Indicators de la Banque Mondiale, la consommation totale y est définie comme la somme de la consommation finale des ménages et des dépenses publiques. Elle est supposée concourir à l'attractivité d'un territoire vis-à-vis des *greenfields* et, plus largement, des IDE.

*Le taux de chômage (UNEMP)* est également pris en considération afin de refléter le degré de flexibilité du marché du travail et/ou la disponibilité de la main d'œuvre des économies, ces deux facettes jouant de manière contraire. En effet, selon Rasciute et Pentecost (2010), un faible taux de chômage suggère que le pays génère une forte demande intérieure pour les biens et services mais aussi et surtout que les possibilités d'embauche et de licenciement y sont plutôt favorables aux entreprises. D'un autre côté, d'après Billigton (1999), cela peut également signaler qu'il y a peu de main d'œuvre disponible et que celle-ci sera moins encline à travailler pour un salaire modique. Pour mémoire, les auteurs ayant abordé le sujet<sup>161</sup> en concluent que les investissements concernant les secteurs traditionnels seraient plus susceptibles d'être attirés par les avantages que procurent un fort taux de chômage (faible coût, disponibilité du travail) alors que l'inverse prévaudrait pour les investissements à caractère technologique (crainte de perte de compétence des travailleurs qualifiés lors d'une période de chômage prolongée, besoin de restructuration dû à l'innovation...). Ceci explique pourquoi les études empiriques aboutissent à des résultats contrastés quant à son rôle dans l'attraction des IDE. Pour évaluer celui qu'il jouera cette fois sur les *greenfields* nous nous serviront des données de taux de chômage issues de la banque de données World Development Indicators de la Banque Mondiale.

A l'image de Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) nous intégrons dans notre modèle la *capitalisation boursière des entreprises cotées en bourse en pourcentage du PIB (CAPIT)*. Cette variable a pour but d'apprécier le degré de concentration du capital et du niveau de concurrence dans les secteurs les plus représentés sur le marché boursier d'un pays. En effet, une capitalisation boursière conséquente indique que les fonds financiers ont tendance à se diriger vers un plus petit nombre de grands groupes cotés auquel il sera plus difficile de tenir tête d'un point de vue compétitif. Toutefois, pour

---

<sup>161</sup> Voir sous-section I.2.2 du chapitre 1.

Petroulas (2007) elle serait plutôt le reflet de la capacité de financement des firmes d'un pays et devrait donc avoir un impact positif sur les IDE. Au final chaque auteur aboutit à des résultats conformes à ses attentes mais ceux obtenus quelques temps plus tard par Georgopoulos (2008)<sup>162</sup>, bien que concernant les fusions-acquisitions seules, semblent pencher légèrement pour la thèse d'un effet contraignant sur les IDE. Ici encore, la source statistique de notre facteur capitalisation boursière des entreprises cotées en bourse en pourcentage du PIB est le World Development Indicators de la Banque Mondiale.

La dernière variable qui complète notre régression de base est le *taux de croissance de l'épargne brute* ( $\Delta S$ ). Au premier abord, ce choix peut sembler paradoxal. En effet, si une économie dispose d'une épargne de plus en plus abondante, pour quelles raisons ferait-elle appel à des financements étrangers ? De plus, cette variable n'est-elle pas en opposition directe avec la consommation totale que nous avons déjà présentée ? La légitimité de ces questions nous permet de comprendre pourquoi si peu d'études n'ont tenté d'expliquer les IDE à partir de l'épargne nationale. A notre connaissance, seul Duran (1999) a entrepris cette démarche et a abouti à un effet positif de la croissance de l'épargne sur les IDE. Après réflexion, ce résultat est loin d'être surprenant. Tout d'abord, une augmentation de l'épargne n'est pas forcément liée à une diminution de la consommation. Il est fort possible, au contraire, que ces deux variables augmentent simultanément avec le PIB. Le fait que les deux variables n'aient pas un coefficient de corrélation significatif (-0.06) dans notre modèle de base valide cette éventualité. De plus, les pays avec un taux d'épargne élevé, ou en augmentation, sont généralement ceux qui investissent davantage et qui ont donc des perspectives de croissance élevée. Loin de dissuader et de se détourner des IDE, ces économies ont alors plutôt tendance à les attirer et à les désirer, parallèlement aux projets locaux, pour perpétuer cette croissance soutenue. L'exemple des pays émergents et en particulier de la Chine semble abonder en ce sens. Enfin, une augmentation de l'épargne nationale peut tout simplement être le signe d'un secteur financier de meilleure qualité. Tout ceci forme autant d'éléments nous permettant d'expliquer en quoi l'épargne domestique pourrait être un facteur catalyseur

---

<sup>162</sup> Georgopoulos (2008) trouve un signe négatif et significatif pour les F&A à destination du Canada mais un effet positif et significatif au seuil de 10% seulement pour les F&A à destination des Etats-Unis.

d'IDE et de *greenfield*. Son taux de croissance est calculé à partir des données du World Development Indicators de la Banque Mondiale.

Au final, nous parvenons à une équation de référence de la forme :

$$\text{GREEN}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{GREEN}_{i,t-1} + \beta_2 \text{GROW}_{i,t-1} + \beta_3 \text{OPEN}_{i,t} + \beta_4 \text{R}_{i,t} + \beta_5 \text{CONSU}_{i,t} + \beta_6 \text{UNEMP}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPIT}_{i,t} + \beta_8 \Delta \text{S}_{i,t} + u_{i,t}$$

Où  $u_{i,t}$  est le terme de l'erreur ; les indices  $i$  et  $t$  représentant respectivement le pays d'accueil et l'année  $t$ .

## I.2 Variables supplémentaires utilisées lors de l'étude globale

A partir de ce modèle de base, nous construirons, *au sein des deux premières sous-sections de notre étude globale (II.2 et II.3 du chapitre présent)*, cinq équations alternatives qui prendront en compte tour à tour une nouvelle variable souvent rencontrée dans la littérature relative aux IDE et/ou nous paraissant pertinente. En plus de vérifier l'impact de ces variables sur les *greenfields*, les régressions qui y seront associées nous permettront également de tester la robustesse de nos résultats. Cependant, en raison d'un manque de significativité récurrent, le groupe des régresseurs supplémentaires sera abandonné dès lors que nous réduirons la couverture géographique de notre analyse *greenfield* (sous-section II.4 et section III de ce chapitre). Ce dernier (SUP) comprend le taux d'inflation, la part du fioul dans les exportations totales de marchandise, le taux d'endettement brut public, la liberté d'entreprendre et la stabilité politique.

Comme nous l'avons développé dans le *survey* du chapitre 1 (sous-section II.2.1), *le taux d'inflation (INF)*, malgré des résultats empiriques mitigés, fait partie des variables les plus utilisées pour rendre compte de la stabilité macroéconomique d'un pays. Le taux d'inflation utilisé provient du World Economic Outlook Databases du Fonds Monétaire International. Il va de soi qu'en cas de significativité de sa part, le signe négatif est attendu.

*La part du fioul dans les exportations totales de marchandise (FUEL)* s'inscrit dans une logique de représenter les IDE à la recherche des ressources naturelles. Selon la littérature de localisation des IDE, de telles motivations sont à l'origine de flux de capitaux durables à destination des pays en développement et en transition bien doté en pétrole. Or, une petite partie de ces pays sont présents au sein de notre échantillon. Il convient donc de tester si ce phénomène s'applique aussi aux *greenfields*. Ici encore, les données proviennent des World Development Indicators de la Banque Mondiale.

Compte tenu de la situation économique actuelle, notamment au sein de l'Union Européenne, il nous a semblé judicieux de déterminer si *le taux d'endettement brut public (DEBT)* pouvait avoir un impact sur l'attractivité d'un pays en termes d'investissement porteur de création d'activité. A l'exception de quelques études parmi lesquelles Bevan et Estrin (2000), les articles portant sur les déterminants de localisation des IDE ont tendance à ne considérer la dette qu'au travers d'indices plus larges de notations du risque<sup>163</sup>. Toutefois, le caractère trop englobant de ces derniers a tendance à fausser nos résultats en captant les pouvoirs explicatifs de nos autres variables. En outre un niveau d'endettement public élevé laisse déjà augurer des politiques de remboursement et d'austérité conduisant à une baisse de la demande, à des montées de l'imposition et donc à un environnement d'investissement moins favorable. C'est la raison pour laquelle nous considérons que ce déterminant, issu du World Economic Outlook Databases du Fonds Monétaire International, devrait être associé à un signe négatif.

Notre variable explicative institutionnelle sera représentée par *l'indice de liberté d'entreprendre (BUSFREE)* proposé par l'Heritage Foundation. Il y est défini comme étant « une mesure quantitative de la facilité à créer, à diriger et à abandonner une activité ». Autrement dit, il reflète le poids des régulations ainsi que l'efficacité du processus réglementaire d'un gouvernement. Il s'agit d'un indice allant de 0 à 100, 100 symbolisant l'environnement le moins contraignant possible pour faire des affaires. 183 pays y sont couverts entre 1995 et 2010. Sa construction se fonde sur une moyenne de dix critères<sup>164</sup> issus du « Doing Business Report » de la Banque Mondiale. Ainsi, à l'instar de Busse et Hefeker (2007), Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) et Globerman et

---

<sup>163</sup> Voir la sous-section II.2.4 du chapitre 1.

<sup>164</sup> Le nombre de procédures, le temps, le coûts, le capital minimum que nécessite la création d'une nouvelle activité ; le nombre de procédures, le temps et le coûts d'obtention d'une licence d'exploitation ; le temps, le coûts et le taux de recouvrement de la fermeture d'une activité.

Shapiro (2003), nous nous attendons à une influence positive d'un tel déterminant sur les *greenfields* entrants. Ceci d'autant plus que, selon Djankov, La Porta, Lopez-De-Silanes et Shleifer (2002), qui ont récoltés les données primaires, « les pays avec des réglementations à l'entrée plus lourdes sont associés à des degrés de corruption plus élevés ». Cependant, il ne faut pas oublier que les travaux de Stein et Daude (2001) et de Méon et Sekkat (2004) viennent quelque peu nuancer ces résultats (Chapitre 1, sous-section III.3).

Enfin, nous prendrons également en considération le climat politico-social des pays au sein de ce groupe de régresseur additionnel. Pour ce faire, nous utiliserons *l'indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme* (STABPOL) tiré du Worldwide Governance Indicator Project de la Banque Mondiale<sup>165</sup>. Cette variable traduit non seulement la possibilité qu'un gouvernement soit déstabilisé, voire renversé, de manière inconstitutionnelle ou brutale mais aussi le niveau de violence et de terrorisme tel que perçu par un large nombre d'entreprises, de citoyens, et d'experts sur plus de 200 pays à partir de 1996. Elle est basée sur plusieurs centaines d'indices composites issus d'une grande variété de sources statistiques existantes (instituts de sondage, *think tanks*, ONG et institutions internationales). Les estimations sont comprises entre -2.5 pour un environnement très risqué et 2.5 pour un climat politico-social très sûr. À en croire la littérature économique sur les déterminants de localisation des IDE (voir chapitre 1, sous-section II.2.3) les pays les plus stables devraient attirer davantage de *greenfields*.

Ainsi, après ajout d'une de ces variables supplémentaires, notre équation devient :

$$\text{GREEN}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{GREEN}_{i,t-1} + \beta_2 \text{GROW}_{i,t-1} + \beta_3 \text{OPEN}_{i,t} + \beta_4 \text{R}_{i,t} + \beta_5 \text{CONSUM}_{i,t} + \beta_6 \text{UNEMP}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPIT}_{i,t} + \beta_8 \Delta \text{S}_{i,t} + \beta_9 \text{SUP}_{i,t} + u_{i,t}$$

Où SUP prend tour à tour la forme de 0, INF, FUEL, DEBT, BUSFREE et STABPOL et où  $u_{i,t}$  est le terme de l'erreur; les indices  $i$  et  $t$  représentant respectivement le pays d'accueil et l'année  $t$ .

Le **tableau 1** ci-dessous répertorie synthétiquement les variables de notre spécification ainsi que leur provenance.

---

<sup>165</sup> Les indicateurs proposés par ce programme sont également appelés indicateurs KKZL en référence au nom de leurs auteurs Kaufmann, Kraay et Zoido-Lobaton (1999).

**Tableau 1 : Récapitulatif des variables utilisées**

Abréviation	Variable	Source
<b>Equation de base</b>		
GREEN	<i>Projets greenfields en dollars courants rapportés au PIB</i>	Calcul de l'auteur à partir du FDI Markets, Financial Times World Economic Outlook, IMF
GROW	<i>Taux de croissance du PIB réel retardé</i>	World Economic Outlook, IMF
OPEN	<i>Taux d'ouverture (Exportation+Importation de bien et service/PIB)</i>	Calcul de l'auteur à partir des World Development Indicators, World Bank
R	<i>Taux de change réel vis-à-vis des pays de l'OCDE</i>	Calcul de l'auteur à partir de CHELEM, CEPII
CONSU	<i>Part de la consommation totale dans le PIB</i>	World Development Indicators, World Bank
UNEMP	<i>Taux de chômage</i>	World Development Indicators, World Bank
CAPIT	<i>Capitalisation boursière des entreprises cotées en bourse (% PIB)</i>	World Development Indicators, World Bank
$\Delta S$	<i>Taux de croissance de l'épargne brute</i>	Calcul de l'auteur à partir des World Development Indicators, World Bank
<b>Variables supplémentaires utilisées lors de l'étude globale</b>		
INF	<i>Taux d'inflation</i>	World Economic Outlook, IMF
FUEL	<i>Part du fioul dans les exportations totales de marchandise</i>	World Development Indicators, World Bank
DEBT	<i>Taux d'endettement brut public</i>	World Economic Outlook, IMF
BUSFREE	<i>Indice de liberté d'entreprendre</i>	Heritage Foundation
STABPOL	<i>l'indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme</i>	Worldwide Governance Indicator Project, World Bank

### I.3 Méthodologie appliquée

Compte tenu du peu d'année pour lesquelles nous disposons des statistiques sur la variable *greenfield* d'une part, ainsi que de la double dimension, géographique et temporelle, sous-jacente à l'analyse des facteurs de localisation d'autre part, le choix de *l'économétrie de panel* nous est apparu comme une évidence. En effet, l'analyse en panel est le regroupement de données en coupe instantanée et en série temporelle qui nous permet d'exploiter la nature de la relation entre le terme à expliquer et ses déterminants dans le temps, et ce pour plusieurs pays. Cette procédure s'appuie sur deux méthodes distinctes : le *pooling* (ou moindres carrés ordinaires sur données empilées) et le modèle à effets fixes. Toutefois nous nous concentrerons sur la première citée, celle-ci générant le modèle le plus approprié selon le critère d'information BIC (Bayesian Information Criterion, Schwarz (1978), ainsi que les tests *pooling* versus effets fixes)<sup>166</sup>.

Par ailleurs, il convient de souligner que, dans la plupart des cas, la spécification que nous utilisons compte la variable à expliquer retardée parmi les déterminants. Il s'agit donc le plus souvent d'un modèle autorégressif. Aussi, la méthode économétrique que nous utiliserons doit tenir compte de cette caractéristique. En particulier, après de nombreux tests des méthodes alternatives disponibles, nous avons été conduits à privilégier la méthode itérative de Cochrane-Orcutt, qui donne ici de bons résultats.

Egalement, nous avons effectué attentivement différents tests de robustesse au cours de chacune des régressions effectuées dans ce travail. En particulier, nous proposons en annexe un certain nombre d'estimations en effets fixes (**annexe 4**) et, surtout, certains des tableaux principaux de résultats sont présentés en utilisant la puissante méthode des GMM (**annexe 5**), méthode de panel dynamique qui résoud intrinsèquement nombre de difficultés classiques de l'économétrie standard, grâce notamment à la mise en œuvre au cœur de la méthode, d'instruments sophistiqués internes à celle-ci.

---

<sup>166</sup> Selon Lebarbier et Mary-Huard (2004), le critère BIC se place dans un contexte bayésien de sélection de modèles. Il s'agit d'une approximation du calcul de la vraisemblance des données conditionnellement au modèle fixé.

## II ETUDE GLOBALE À PARTIR DES DONNÉES *GREENFIELDS* ISSUES DU FDI MARKETS

L'objectif de cette section est d'appliquer la spécification que nous venons de présenter en utilisant les données de *greenfields* issues du FDI Markets. La large étendue géographique qu'elles couvrent nous permet ainsi de conduire une première étude globale du comportement de localisation de ces IDE créateurs d'activité. Celle-ci portera sur 64 pays développés et en développement entre 2004 et 2010 (II.1). Cependant il est à noter que les économies avancées, de par leur poids plus importants, sont susceptibles d'être surreprésentées au sein de notre échantillon. En outre, le fait qu'une crise économique majeure ait éclaté lors de la période retenue risque de biaiser quelque peu les résultats obtenus. C'est la raison pour laquelle, parallèlement à l'analyse sur l'intégralité de la couverture géographique et temporelle considérée (II.2), nous isolerons les effets de la crise à travers une analyse en sous-périodes (II.3) avant d'étudier les résultats par groupe de pays à niveau de développement différent (II.4).

### II.1 Echantillon et période retenus

L'étude globale, objet de la section II, portera sur un échantillon initial comprenant 64 pays développés et en développement pour une période allant de 2004 à 2010. Deux contraintes nous forcent à ne retenir que cette étendue temporelle restreinte. La première a trait aux années couvertes par la base statistique du FDI Markets, celles-ci s'étalant seulement entre 2003 à 2010. La seconde tient du fait que nous utilisons un modèle économétrique autorégressif. De fait, l'inclusion de la variable à expliquer retardée nous oblige à laisser de côté la première année disponible. Notons qu'une grande partie de la période finalement retenue est contemporaine de la crise des *subprimes* et de la crise de la dette souveraine. Par conséquent, il est fort possible que les résultats que nous obtiendrons sur l'ensemble de la période soient quelque peu faussés par ces événements. Afin d'en isoler et d'en mesurer leur impact sur la localisation des

*greenfields*, nous procéderons, de surcroît, à une analyse en sous-périodes en distinguant le groupe d'années 2004-2006 de celui de 2007-2010.

Le choix des économies étudiées nous a, lui aussi, été dicté par la disponibilité des données notamment en termes de flux de *greenfields*, de taux de chômage et de capitalisation boursière sur PIB. Le **tableau 2** ci-après dresse une liste de notre échantillon classé par niveau de développement.

**Tableau 2 : Présentation des soixante-quatre pays objets de notre étude globale, classification du FMI**

Pays développés	Pays en développement et émergents
Allemagne	Afrique du Sud
Australie	Arabie Saoudite
Autriche	Argentine
Belgique	Bolivie
Canada	Brésil
Chypre	Bulgarie
Corée du Sud	Chili
Danemark	Chine
Espagne	Colombie
Estonie	Croatie
Etats-Unis	Egypte
Finlande	Hongrie
France	Inde
Grèce	Indonésie
Hong Kong	Jordanie
Irlande	Lettonie
Islande	Lituanie
Israël	Malaisie
Italie	Maroc
Japon	Mexique
Malte	Pakistan
Norvège	Pérou
Nouvelle-Zélande	Philippines
Pays-Bas	Pologne
Portugal	Roumanie
République Tchèque	Russie
Royaume-Uni	Thaïlande
Singapour	Tunisie
Slovaquie	Turquie
Slovénie	Ukraine
Suède	Uruguay
Suisse	Venezuela
Nombre de pays développés : 32	Nombre de pays en développement : 32

Nous pouvons d'ores et déjà remarquer que la contrainte des disponibilités statistiques conduit à ce que notre échantillon comporte autant de pays développés que de pays en développement. Or, du fait de leur poids plus important dans l'économie mondiale, les premiers cités sont susceptibles d'être surreprésentés dans notre régression. Cette particularité peut être à l'origine d'un biais qui sera pris en considération lors de la discussion des résultats qui suivent.

## II.2 Résultats associés à l'intégralité de la période et de l'échantillon

Le **tableau 3** présente les résultats que nous obtenons à travers l'économétrie de panel en *pooling* pour la période 2004-2010 et l'ensemble de l'échantillon de 64 pays retenu. Six régressions y sont répertoriées, la première correspondant à notre modèle de base (régression n°1). Les suivantes rajoutent tour à tour une des variables supplémentaires, soit dans l'ordre : le taux d'inflation (régression n°2), la part de fioul dans les exportations totales de marchandise (régression n°3), le taux d'endettement public (régression n°4), l'indice de liberté d'entreprendre (régression n°5) et l'indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme (régression n°6). L'ajustement de notre modèle est compris entre 0.36 et 0.37 pour un nombre d'observations s'élevant à 410.

**Tableau 3 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* sur la période 2004 - 2010, ensemble de l'échantillon, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression n° 1	Régression n° 2	Régression n° 3	Régression n° 4	Régression n° 5	Régression n° 6
	<i>SUP</i> = 0	<i>SUP</i> = taux d'inflation	<i>SUP</i> = Part de fioul dans les exportations totales de marchandise	<i>SUP</i> = Taux d'endettement public	<i>SUP</i> = Indice de liberté d'entreprendre	<i>SUP</i> = indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme
Variable à expliquer retardée	0.33 (8.08)*	0.34 (8.11)*	0.33 (7.81)*	0.33 (8.04)*	0.33 (8.09)*	0.33 (8.01)*
Taux de croissance retardé	0.13 (1.97)*	0.11 (1.54)	0.14 (2.03)*	0.13 (1.90)**	0.14 (2.04)*	0.13 (1.96)*
Taux d'ouverture	0.01 (4.05)*	0.01 (4.17)*	0.02 (4.32)*	0.01 (4.05)*	0.01 (3.55)*	0.01 (3.21)*
Taux de change réel	-0.02 (-2.62)*	-0.02 (-2.14)*	-0.02 (-2.48)*	-0.02 (-2.59)*	-0.03 (-2.56)*	-0.03 (-2.41)*
Consommation/PIB	0.08 (2.65)*	0.08 (2.57)*	0.11 (3.04)*	0.08 (2.65)*	0.08 (2.56)*	0.08 (2.61)*
Taux de chômage	0.13 (1.90)**	0.13 (1.89)**	0.13 (1.79)**	0.13 (1.88)**	0.14 (1.95)**	0.13 (1.86)**
Capitalisation boursière/PIB	-0.01 (-2.81)*	-0.009 (-2.58)*	-0.01 (-2.83)*	-0.01 (-2.80)*	-0.01 (-2.85)*	-0.01 (-2.66)*
Croissance de l'épargne	0.05 (3.95)*	0.05 (3.87)*	0.05 (3.94)*	0.05 (3.91)*	0.05 (3.99)*	0.05 (3.92)*
Variable supplémentaire ( <i>SUP</i> )	-	0.10 (1.33)	0.02 (1.50)	-0.002 (-0.24)	0.01 (0.69)	0.27 (0.65)
C	-5.17 (-1.82)**	-5.72 (-2.00)*	-7.37 (-2.31)*	-5.17 (-1.82)**	-5.90 (-1.95)**	-4.55 (-1.52)
R2 ajusté	0.36	0.37	0.37	0.36	0.36	0.36
Nombre d'observations	410	410	410	410	410	410
Nombre de Pays	64	64	64	64	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Source : calculs de l'auteur.

Il ressort de ces résultats que toutes les variables constituant notre spécification de base sont significatives – bien que le *taux de chômage* ne le soit qu’au seuil de 10% – et arborent le signe attendu. Parmi elles, la *variable à expliquer retardée*, en se voyant accorder un coefficient de 0.33, détient l’impact le plus important sur le terme dépendant. Plus précisément, un tel résultat indique que la *valeur des greenfields entrants/PIB de l’année passé* compte pour 33% dans l’attractivité d’un territoire vis-à-vis des *greenfields/PIB de l’année considérée* entre 2004 et 2010. Il est intéressant de constater que cette relation est très proche de celles trouvées par les tests économétriques consacrés à la détermination des IDE. En effet, les travaux empiriques de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001) et de Görg, Molana et Montagna (2009) aboutissent tous deux à des coefficients de leur variable à expliquer retardée compris entre 0.20 et 0.35. Autrement dit, à l’image des IDE, le comportement des flux de *greenfields* de l’année précédente a un impact positif conséquent sur ceux qui suivent.

Les deux autres variables de notre spécification globale comptant le plus dans l’attractivité d’un territoire vis-à-vis des *greenfields* sont le *taux de croissance retardé* et le *taux de chômage* (bien que ce dernier soit associé à une significativité moindre). Le *taux de croissance retardé*, tout d’abord, semble bien avoir un impact positif et significatif conséquent sur les créations d’activités transnationales au sein de notre échantillon global entre 2004 et 2010. Le coefficient obtenu ici, de 0.13, est même supérieur à ceux auxquels parvient la littérature empirique intégrant le taux de croissance dans leur régression sur les IDE, notamment en ce qui concerne les études portant sur les pays en développement<sup>167</sup>. Ceci peut être dû à la place importante qu’occupent les pays développés dans notre échantillon (les IDE à destination de ces derniers semblant plus sensibles à la dynamique du marché). Toutefois, il est à noter que les *greenfields* seraient insensibles au *taux de croissance contemporain (non-retardé)*. Ainsi, nos résultats confirment l’idée selon laquelle les firmes multinationales élaboreraient leur projet d’investissement créateur d’activité transnational à l’avance, et, en conséquence, prendraient en compte les performances économiques de l’année antérieure à la réalisation du *greenfields* dans leur décision de localisation.

---

<sup>167</sup> Alors que Billington (1999) trouve un coefficient de 0.11 pour les pays industrialisés, l’étude de Chen (1997) portant sur les pays en développement n’accorde qu’un coefficient de 0.08 au taux de croissance contemporain. En outre, les travaux de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001) aboutissent à un coefficient de 0.02 du taux de croissance *retardé* sur les IDE entrants dans les pays en transition, même si ce dernier n’apparaît qu’une seule fois significatif au seuil de 5% en dépit de cinq régressions alternatives.

En ce qui concerne le *taux de chômage*, le signe positif qui lui est accordé ici suggère que, aux yeux des investisseurs de *greenfields*, les effets attractifs d'une main d'œuvre disponible et prête à travailler pour des salaires réduits sont supérieurs au mauvais signal envoyé par cette variable en termes de flexibilité et de demande intérieure. L'ampleur de cette relation positive, soulignée par le niveau du coefficient associé (0.13), est proche de celle issue des travaux de Billington (1999) pour qui le taux de chômage expliquerait 18% des flux d'IDE vers les pays développés. Néanmoins il faut garder en mémoire que, au sein de nos régressions portant sur l'ensemble de l'échantillon entre 2004 et 2010, le pouvoir explicatif de la variable du taux de chômage ne s'exprime qu'au seuil des 10%.

Les autres variables, bien qu'étant associées à des coefficients de moindres importances, nous apportent des renseignements intéressants quant aux comportements de localisation des *greenfields*. Par exemple, le fait qu'ils aient tendance à se diriger vers les pays où la *part de la consommation dans le PIB* est élevée nous prouve qu'ils comportent, à l'image des IDE, une facette horizontale. En effet, cette variable compterait pour 8% dans l'attractivité d'une économie vis-à-vis des créations transnationales d'activités. Comme nous le présentions, ceci n'implique pas pour autant que les *greenfields* soient attirés par une croissance négative de l'épargne. Au contraire, les perspectives de croissance future et le reflet d'un secteur financier en bonne santé que laisse entrevoir la *dynamique de l'épargne* ont plutôt tendance à attirer ce type d'investissement, en témoigne le coefficient positif et significatif de 0.05 obtenu ici. Une autre des qualités de ces *greenfields* horizontaux, qui nous est dictée par le signe négatif de la *capitalisation boursière des entreprises cotées rapportée au PIB*, est qu'ils évitent de s'implanter sur les marchés dominés par un petit nombre de grandes firmes qui draguent la majorité des financements nationaux. Ils recherchent ainsi de préférence les économies au sein desquelles les concurrents sont moins imposants. A l'inverse de ceux de Petroulas (2007), ce dernier résultat confirme donc ceux obtenus par Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) sur les flux d'IDE (voir la sous-section I.1 du chapitre présent). Notons cependant que cette variable de concurrence ne contribuerait qu'à hauteur de 1% dans l'attractivité d'un pays vis-à-vis des *greenfields*.

Enfin, les deux derniers déterminants de l'équation de base nous indiquent que les *greenfields* contiennent également une partie verticale ou « *export-platform* ». En effet, à l'instar des flux totaux d'IDE, ils réagissent positivement, quoique faiblement, à la

*libéralisation des échanges*. Ceci signifie que, contrairement à certains investissements horizontaux « *tariff jumping* », les *greenfields* recherchent en règle générale la possibilité de pouvoir importer et exporter à moindre coût leur matière première et/ou leur marchandise. En d'autres termes ils envisagent de s'approvisionner et/ou de desservir un pays tiers ou le pays où est située leur maison-mère. En ce cas, nous pouvons en déduire que la raison de leur installation à l'étranger s'inscrit dans une logique de diminution des coûts de production procurée soit par des salaires plus faibles, soit par un gain d'efficacité, soit par un accès direct aux ressources naturelles d'un territoire. Notons que, pour cette variable encore, nous parvenons à des résultats très proches des analyses portants sur les IDE. Mis à part le modèle d'Habib et Zurawicki (2002) qui lui confère un impact plus important<sup>168</sup>, les taux d'ouverture des examens empiriques d'Alsan, Bloom et Canning (2004) et de Fan, Morck, Xu et Yeung (2007) arborent des coefficients compris entre 0.007 et 0.009 en ce qui concerne des échantillons composés de pays à niveau de développement différent, soit proche de celui de 0.01 que nous obtenons ici.

Venons-en à la variable qui nous intéresse tout particulièrement, à savoir notre mesure du *taux de change réel*. Nous pouvons remarquer que les prix relatifs jouent, comme attendu, un rôle dissuasif sensible sur les flux de *greenfields* entrants de notre échantillon global entre 2004 et 2010. Le coefficient qui est accordé à cette variable à travers notre régression de base signale qu'elle compterait pour 2% dans l'attractivité d'un pays vis-à-vis des investissements transnationaux créateurs d'activités. A ce stade de notre étude, il nous est encore impossible de déterminer si cette influence négative du taux de change réel sur les *greenfields* passe principalement par l'effet « richesse relative » ou par l'effet « coûts des facteurs de production » (voir sous-section IV.1.3 et IV.1.4 du chapitre 1). Cependant, notons que, selon les analyses empiriques de Froot et Stein (1991) et de Blonigen (1997), l'effet richesse relative du taux de change réel s'appliquerait surtout sur les fusions-acquisitions et fonctionnerait dans une moindre mesure sur les nouvelles installations. Les travaux de Froot et Stein accordent ainsi, à travers une méthode des moindres carrés ordinaires, un coefficient de -0.0098 au taux de change réel multilatéral dans l'explication des créations d'activités étrangères aux Etats-Unis entre 1977 et 1987 (contre -0.057 dans le cas des F&A). Quand bien même notre échantillon, notre économétrie, ainsi que notre indice des prix relatifs rendent la comparaison

---

<sup>168</sup> L'estimation des IDE d'Habib et Zurawicki aboutit à un coefficient allant de 0.11 à 0.15 pour le taux d'ouverture, celui-ci n'étant pas tout le temps significatif.

difficile, nous aboutissons à un coefficient plus de deux fois supérieur (-0.02). Tout ceci nous laisse à penser que, en ce qui concerne les *greenfields*, l'effet dissuasif des coûts de facteur de production lié au taux de change réel jouerait un rôle plus important que l'effet richesse relative. Par conséquent, les approches théoriques de Kohlhagen (1974, 1977) et de Lafay (2004a, 2004b) seraient les plus appropriées pour expliquer l'impact des prix relatifs sur ce type d'investissement transnational particulier.

Nous pouvons remarquer que tous les résultats que nous venons de présenter sont robustes à travers les différentes régressions du **tableau 3**. En effet, mises à part de légères baisses de significativité pour le *taux de chômage* et le *taux de croissance retardé*, toutes les variables de la spécification de base gardent leur pouvoir explicatif au sein des six équations présentées.

En revanche, aucun des termes supplémentaires habituellement rencontrés lors des études sur les déterminants de localisation des IDE n'apparaît comme étant significatif dans nos estimations globales sur les *greenfields*. Ce résultat correspond à nos attentes pour ce qui est du *taux d'inflation*. Nous avons vu au cours de notre *survey* que la seule configuration dans laquelle il obtenait une significativité robuste sur les IDE était la situation où l'échantillon était essentiellement composé d'économies latino-américaines (sous-section II.2 du chapitre 1). Ceci n'étant pas du tout le cas dans notre analyse présente, il n'est pas surprenant de le voir dénué de pouvoir explicatif. Sur ce point, notre résultat est donc conforme à ceux de Campos et Kinoshita (2003), Drabek et Payne (2002), Görg, Molana et Montagna (2009), Stein et Daude (2001), Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010) et Walsh et Yu (2010) sur les IDE. La couverture géographique que nous avons retenue est également à la base de la non-significativité de la *part du fioul dans les exportations totales de marchandise*. En effet, les pays pétroliers<sup>169</sup> ne sont pas assez représentés au sein de notre échantillon pour qu'une telle variable puisse être pertinente. C'est la raison pour laquelle nous trouvons des résultats en la matière plus proches de ceux de Root et Ahmed (1979) que de ceux de Campos et Kinoshita (2003, 2008) (voir sous-section I.2.2 du chapitre 1). Pour ce qui est du *taux d'endettement public brut*, son manque d'influence statistique démontre qu'il ne peut remplacer à lui seul un indice plus global de notation de la dette. Nous pouvons constater actuellement qu'en

---

<sup>169</sup> Les grands exportateurs de pétrole de notre échantillon sont la Bolivie, la Colombie, l'Égypte, la Norvège, la Russie, l'Arabie Saoudite et le Venezuela.

dépôt de taux d'endettement public démesuré, les pays de la triade conservent des notations excellentes dues à la prise en compte d'autres critères fondamentaux. De fait, ils n'apparaissent pas comme étant un déterminant suffisant pour expliquer le comportement des flux de *greenfields*. En revanche, nous verrons par la suite qu'ils exerceront bel et bien une influence sur les *IDE à destination des pays moins avancés*, comme le statuent Bevan et Estrin (2000) dans leur étude sur 11 pays en transition entre 1994 et 1998.

Les résultats associés à nos *variables institutionnelles et de climat politico-social* sont, pour leur part, très décevants. En effet, leur non significativité va à l'encontre du consensus qui semble se dégager sur ces sujets au sein de la littérature des déterminants de localisation des IDE. Ceci, d'autant plus que nous parviendrons à des coefficients similaires lors du chapitre suivant s'attachant justement à déterminer les flux d'IDE. De fait, on peut en déduire que ce phénomène n'est pas particulier aux *greenfields*. Néanmoins, le manque d'influence de notre *indice de stabilité politique et/ou de violence* n'est pas un cas isolé. Comme nous l'avons développé lors de notre survey empirique (Chapitre 1, sous-section II.2.3), les études portant sur les flux d'IDE entrants des pays développés<sup>170</sup> aboutissent aux mêmes résultats. De la même manière, les travaux de Stein et Daude (2001) et de Méon et Sekkat (2004) peinent à conférer une influence à leur facteur d'efficacité gouvernementale en utilisant des échantillons qui ne prennent pas en compte les pays les moins avancés. Or, au-delà d'être déséquilibrée en faveur des économies les plus riches, il est à noter que notre couverture géographique ne considère, de surcroît, pas les plus pauvres. C'est la raison pour laquelle, ces variables échoueront même à obtenir de la significativité au sein des régressions subséquentes ne considérant que les pays en développement et émergents de notre échantillon. Quoi qu'il en soit, les déterminants institutionnels et de stabilité politico-sociale n'apparaissent pas comme ayant un impact attractif vis-à-vis des *greenfields* à destination de nos 68 pays retenus entre 2004 et 2010.

\*\*\*\*\*

Les séries de résultat que nous venons d'analyser nous permettent de mieux appréhender la localisation des *greenfields* au niveau international ainsi que les déterminants qui la sous-tendent. Il apparaît ainsi que la variable à expliquer retardée, le

---

<sup>170</sup> Bennett et Green (1972), Lewis (1979) et Contractor (1991).

taux de croissance retardé, le taux d'ouverture, le taux de change réel, la part de la consommation dans le PIB, le taux de chômage, la capitalisation boursière des entreprises cotées rapportée au PIB et la croissance de l'épargne jouent un rôle significatif au sein de notre spécification. Cependant, notre cadre d'étude comprend une période qui connaît une crise financière internationale sans précédent et des groupes de pays à niveau de développement varié. Il convient donc d'approfondir notre travail en opérant des découpages temporels et géographiques pertinents.

### II.3 Analyse en sous-période

L'objectif de cette sous-section II.3 est d'opérer une distinction entre les résultats obtenus en temps de crise économique, soit entre 2007 et 2010 dans notre spécification, et ceux prévalant au cours de la période précédente. Sans doute, le tumulte financier provoqué par les *subprimes* puis relayé par les problèmes d'endettement des pays occidentaux modifie significativement le comportement des *greenfields*. Or la crise couvre plus de la moitié de la couverture temporelle retenue par notre analyse globale, d'où la nécessité d'étudier de façon séparée les deux sous-périodes 2004-2006 et 2007-2010.

#### II.3.1 L'avant crise : 2004-2006

Le **tableau 4** reproduit l'exercice économétrique précédent pour l'intégralité de l'échantillon *sur la période d'avant crise, entre 2004 et 2006*. Nous y retrouvons donc la régression n°1 de base accompagnée des cinq régressions supplémentaires. Le R carré ajusté obtenu est très légèrement plus faible que pour l'ensemble de la période alors que le nombre d'observations, qui s'établit à 186 pour chaque estimation, a logiquement diminué. Cependant, ce dernier demeure suffisamment élevé pour garantir une bonne précision de notre estimateur *pooling* en panel.

**Tableau 4 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* sur la période d'avant-crise 2004 - 2006, ensemble de l'échantillon, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression n° 1	Régression n° 2	Régression n° 3	Régression n° 4	Régression n° 5	Régression n° 6
	<i>SUP</i> = 0	<i>SUP</i> = taux d'inflation	<i>SUP</i> = Part de fioul dans les exportations totales de marchandise	<i>SUP</i> = Taux d'endettement public	<i>SUP</i> = Indice de liberté d'entreprendre	<i>SUP</i> = indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme
Variable à expliquer retardée	0.36 (5.34)*	0.35 (5.25)*	0.35 (5.17)*	0.36 (5.31)*	0.36 (5.32)*	0.35 (5.16)*
Taux de croissance retardé	0.20 (1.45)	0.18 (1.28)	0.21 (1.46)	0.20 (1.35)	0.20 (1.44)	0.20 (1.41)
Taux d'ouverture	0.01 (2.86)*	0.02 (2.98)*	0.02 (3.14)*	0.01 (2.85)*	0.01 (2.69)*	0.01 (2.02)*
Taux de change réel	-0.03 (-1.92)**	-0.02 (-1.62)**	-0.02 (-1.83)**	-0.03 (-1.92)**	-0.02 (-1.56)	-0.04 (-2.04)*
Consommation/PIB	0.09 (1.83)**	0.09 (1.81)**	0.12 (2.20)*	0.09 (1.82)**	0.09 (1.82)**	0.09 (1.74)**
Taux de chômage	0.04 (0.41)	0.03 (0.38)	0.03 (0.30)	0.04 (0.41)	0.03 (0.38)	0.03 (0.33)
Capitalisation boursière/PIB	-0.01 (-2.36)*	-0.01 (-2.24)*	-0.01 (-2.39)*	-0.01 (-2.35)*	-0.01 (-2.31)*	-0.01 (-2.11)*
Croissance de l'épargne	0.009 (0.27)	0.001 (0.05)	-0.0006 (-0.01)	0.008 (0.25)	0.009 (0.27)	0.01 (0.34)
Variable supplémentaire ( <i>SUP</i> )	-	0.13 (0.97)	0.03 (1.46)	-0.001 (-0.12)	-0.007 (-0.19)	0.27 (0.65)
<i>C</i>	-4.42 (-0.90)	-5.07 (-1.02)	-6.79 (-1.32)	-4.32 (-0.87)	-4.19 (-0.83)	0.57 (0.90)
<b>R2 ajusté</b>	0.35	0.35	0.35	0.34	0.34	0.35
<b>Nombre d'observations</b>	186	186	186	186	186	186
<b>Nombre de Pays</b>	64	64	64	64	64	64

Notes : \* et \*\* représentent la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Source : calculs de l'auteur.

Comme nous l'anticipions, le retranchement de la période de crise altère considérablement nos résultats économétriques. Ceci signifie que, mises à part quelques exceptions, les *greenfields* réagissent différemment en temps de prospérité qu'en temps de grande difficulté économique. Ainsi, bien que les IDE soient logiquement moins touchés que les investissements de portefeuille par ce phénomène (CNUCED (2009, p.4-5)), ils n'en sont pas pour autant épargnés. En conséquence, trois variables de notre modèle de base perdent totalement leur significativité dès lors que la seule période 2004-2006 est considérée. Il est intéressant de noter qu'il s'agit des fondamentaux macroéconomiques les plus susceptibles de connaître un comportement cyclique : *le taux de croissance, le taux de chômage et l'épargne*. Autrement dit, quand l'économie mondiale se porte bien, les investisseurs de *greenfields* privilégieraient des critères plus spécifiques que ceux reflétant la bonne santé globale d'un pays. A la lumière des résultats associés aux IDE présentés dans le chapitre 1, ceux auxquels nous parvenons ici ne semblent pas si surprenants. En effet, un bon nombre d'analyses empiriques comprenant *le taux de croissance*, même s'il n'est pas retardé, lui confèrent un rôle non significatif<sup>171</sup>. Idem pour *le taux de chômage*, pour lequel les effets positifs et négatifs semblent se compenser dès lors que nous occultons la période de crise, confirmant dans ce cas précis les travaux de Habib et Zurawicki (2002) et de Rasciute et Pentecost (2010) (cf. sous-section I.1 du chapitre présent). Enfin le fait que cette littérature ait délibérément occulté *la croissance de l'épargne* peut aussi être interprété comme un signe de la faible significativité de cette variable sur la majorité des cas étudiés.

En revanche, les *flux de greenfields de l'année précédente* et *le taux d'ouverture* conservent ici l'impact qui leur était décerné sur l'intégralité de la période, la première variable citée y affichant même un coefficient légèrement plus important (0.36 contre 0.33 pour la période 2004-2010). Comme nous l'avons vu précédemment (sous-section II.2) ces résultats viennent confirmer ceux généralement obtenus par les analyses se focalisant sur les IDE. En outre, nous pourrions constater, à travers l'analyse sur la sous-période de crise, que ces deux déterminants sont les plus appropriées afin d'expliquer les *greenfields* quelle que soit la période choisie. Si la *capitalisation boursière des entreprises cotées en bourses rapportée au PIB* garde aussi sa significativité et son

---

<sup>171</sup> Parmi elles nous avons : Walsh et Yu (2010), Drabek et Payne (2002), Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001), Singh et Jun (1995), Culem (1988), Scaperlanda et Mauer (1969) et Habib et Zurawicki (2002). (Voir la sous-section I.1.2 du chapitre 1).

impact dans les six régressions du **tableau 4**, prouvant ainsi que la taille des concurrents sur le marché d'accueil constitue un élément de décision important dans la localisation des investissements créateur de richesse en temps « normal », nous verrons qu'elle perdra, pour sa part, de son influence entre 2007 et 2010.

Les variables de *part de la consommation dans le PIB* et le *taux de change réel*, quant à elles, restent significatives, quoique seulement au seuil de 10%<sup>172</sup>, à travers les régressions de nos six équations *greenfields* entre 2004 et 2006. De plus le niveau et le signe de leur coefficient demeure similaires à ceux qui étaient obtenus lors de notre examen économétrique sur l'ensemble de la période (sous-section II.2 de ce chapitre). Ceci valide l'idée selon laquelle la taille du marché et les coûts du travail, sans oublier le rôle que pourrait avoir l'effet richesse relative du taux de change réel, s'inscrivent parmi les facteurs importants à considérer dès lors qu'on entreprend d'expliquer la localisation des *greenfields* au cours d'une phase temporelle moins houleuse. Ajoutons tout de même que la significativité plus faible accordée ici aux prix relatifs coïncide avec le fait que le taux de change réel obtient des résultats contrastés en tant que facteur d'attractivité au sein des études portant sur les IDE (voir les sous-sections IV.1.3 et IV.1.4 du chapitre 1).

En ce qui concerne les *variables supplémentaires*, nous pouvons remarquer que leur manque de significativité entre 2004 et 2010 n'est pas dû au fait que la crise soit comprise dans la période initiale retenue. En effet, quand bien même nous nous concentrons seulement sur les années 2004 à 2006, ces résultats insatisfaisants persistent. Nous invoquons donc les mêmes raisons que la sous-section II.2 de ce chapitre – soit un échantillon qui comprend trop de pays développés et/ou un problème de spécification de variable – pour les expliquer.

Au final, si notre modèle fonctionne relativement bien pour l'intégralité de la période 2004-2010, on peut constater qu'il obtient des performances mitigées s'agissant de l'avant-crise. Sans doute, les conséquences démesurées provoquées par l'affaire des *subprimes* captent-elles une grande partie du pouvoir explicatif et éclipsent les déterminants d'ordinaire significatifs. C'est ce que nous allons vérifier en reproduisant nos régressions sur la période de crise.

---

<sup>172</sup> Notons néanmoins que leur t statistique est souvent juste en dessous la barre des 1,96.

### *II.3.2 Période de crise : 2007-2010*

Les résultats de nos six régressions appliquées à *la période de crise (2007-2010)* pour l'ensemble de l'échantillon sont rassemblés au sein du **tableau 5**. Cette fois-ci l'ajustement de notre spécification est très légèrement supérieur à celui qui prévalait quand l'intégralité de l'étendue temporelle disponible était considérée (0.38 contre 0.36). Ceci alors même que le nombre d'observations  $y$  est plus faible, ce dernier s'arrêtant à 224 dans l'étude présente. Notons toutefois que, à l'instar de la sous-section II.3.1 de ce chapitre, une telle diminution ne remet pas en question la précision de l'estimateur *pooling* que nous utilisons dans le cadre de notre économétrie de panel.

**Tableau 5 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* sur la période de crise 2007 - 2010, ensemble de l'échantillon, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression n° 1	Régression n° 2	Régression n° 4	Régression n° 5	Régression n° 5	Régression n° 6
	<i>SUP</i> = 0	<i>SUP</i> = taux d'inflation	<i>SUP</i> = Part de fioul dans les exportations totales de marchandise	<i>SUP</i> = Taux d'endettement public	<i>SUP</i> = Indice de liberté d'entreprendre	<i>SUP</i> = indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme
Variable à expliquer retardée	0.32 (5.78)*	0.32 (5.86)*	0.31 (5.59)*	0.32 (5.78)*	0.32 (5.77)*	0.32 (5.75)*
Taux de croissance retardé	0.16 (1.90)**	0.13 (1.42)	0.16 (1.94)**	0.16 (1.91)**	0.18 (2.05)*	0.16 (1.90)**
Taux d'ouverture	0.01 (2.58)*	0.01 (2.61)*	0.01 (2.74)*	0.01 (2.56)*	0.01 (2.20)*	0.01 (2.21)*
Taux de change réel	-0.02 (-1.69)**	-0.01 (-1.29)	-0.02 (-1.63)**	-0.02 (-1.70)**	-0.03 (-1.94)**	-0.02 (-1.38)
Consommation/PIB	0.06 (1.35)	0.05 (1.23)	0.08 (1.62)**	0.05 (1.25)	0.06 (1.31)	0.06 (1.35)
Taux de chômage	0.28 (2.57)*	0.28 (2.55)*	0.27 (2.53)*	0.28 (2.57)*	0.28 (2.63)*	0.28 (2.56)*
Capitalisation boursière/PIB	-0.008 (-1.71)**	-0.007 (-1.50)	-0.008 (-1.74)**	-0.008 (-1.71)**	-0.008 (-1.78)**	-0.008 (-1.67)**
Croissance de l'épargne	0.06 (4.36)*	0.06 (4.29)*	0.06 (4.40)*	0.06 (4.34)*	0.06 (4.43)*	0.06 (4.34)
Variable supplémentaire ( <i>SUP</i> )	-	0.10 (0.98)	0.02 (0.93)	0.002 (0.21)	0.03 (0.97)	0.07 (0.12)
C	-4.31 (-1.13)	-4.69 (-1.22)	-6.30 (-1.44)	-4.23 (-1.10)	-5.82 (-1.42)	-4.18 (-1.05)
R2 ajusté	0.38	0.38	0.38	0.37	0.38	0.37
Nombre d'observations	224	224	224	224	224	224
Nombre de Pays	64	64	64	64	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Source : calculs de l'auteur.

Nous pouvons remarquer que le meilleur ajustement ainsi que la significativité d'un plus grand nombre de variables entre 2007 et 2010 par rapport à l'étendue 2004-2006 viennent confirmer l'idée selon laquelle notre modèle initialement prévu pour apprécier la période 2004-2010 est quelque peu biaisé par la crise. Nous l'expliquons par le fait que le comportement conjoncturel exacerbé des *greenfields* qui émane du déraillement international de l'économie a dû étouffer celui plus sain prévalant en des temps moins agités. De fait, certains déterminants de notre équation de base que nous avons choisis pour leur significativité sur l'ensemble de la période ne seraient pertinents que parce que les années retenues comportent une crise. Cette question se pose pour trois d'entre eux : le *taux de croissance retardé*, le *taux de chômage* et le *taux de croissance de l'épargne*. En effet, nous avons vu que, bien que faiblement supporté par la littérature sur la localisation des IDE, nous parvenions à un effet positif de ces trois variables sur les *greenfields* entre 2004 et 2010 (sous-section II.2 de ce chapitre). Toutefois, notre découpage en sous-période nous indique qu'elles apparaissent comme significatives (seulement au seuil de 10% pour le taux de croissance retardé) uniquement en temps de crise internationale, soit entre 2007 et 2010. Dans ce cas précis, elles se voient même associées à des coefficients bien plus élevés que pour la période initiale, laissant entendre qu'elles y exercent une influence bien plus importante sur les *greenfields*. Autrement dit, les investisseurs créateurs de nouvelles activités s'intéresseraient surtout aux fondamentaux macroéconomiques cycliques en présence de difficulté économique mondiale. Ou encore, quand la dynamique globale est positive, ils ne se soucient guère de savoir quel pays a les meilleures performances en termes de croissance, d'épargne et de chômage et se concentrent alors sur des facteurs plus spécifiques. Mais si la situation se détériore, ces critères de base redeviennent alors essentiels à leurs yeux.

A l'inverse, la *part de la consommation et celle de la capitalisation boursière des entreprises cotées dans le PIB* perdent respectivement tout ou partie de leur légitimité statistique seulement en cette période de crise, comme en témoigne le **tableau 5**. Somme toute, il n'est pas surprenant que ces variables aillent de pair car elles correspondent aux motivations des IDE horizontaux. Ainsi, ces derniers seraient moins représentés entre 2007 et 2010. On pouvait raisonnablement s'y attendre : quoi de plus naturel que les investissements à la recherche de nouveaux marchés soient plus timorés lorsque la demande internationale s'affaisse ? En outre, ce n'est pas parce que la valeur des titres

des grands groupes locaux cotés s'effondre avec le cours des marchés boursiers internationaux que leur concurrence réelle disparaît pour autant.

Toutefois, le fait que la *capitalisation boursière rapportée au PIB* perde une partie de sa significativité en période de crise fait qu'elle n'atteint pas le rang des variables pertinentes en toute circonstance aux côtés des *flux de greenfields de l'année précédente* et du *taux d'ouverture*. En effet, ces dernières conservent leur pouvoir explicatif avec le signe cohérent quelle que soit la période retenue. De plus, la continuité des comportements des *greenfields* d'une année sur la suivante s'avère être le déterminant le plus influent de chacune de nos régressions *greenfields* portant sur l'ensemble de l'échantillon. En d'autres termes ces deux régresseurs apparaissent comme étant indispensables dans l'étude de la localisation des investissements créateurs d'activité.

Bien que significatif au seuil de 10% seulement parmi les régressions portant sur les années 2007-2010, notre variable du *taux de change réel*, de par son effet richesse relative et son effet sur les coûts des facteurs de production, est également à placer parmi les déterminants importants de localisation des *greenfields*. En effet, cette variable, reflétant en partie les motivations des IDE verticaux et « *export-platform* », ne perd pas de son pouvoir explicatif à travers nos estimation au passage d'une analyse en « temps normal » à une analyse en temps de crise (en témoigne le coefficient de -0.03 qu'il se voit encore accorder ici). Il semble donc que les *greenfields* à la recherche de faibles prix relatifs soient moins sensibles aux mauvaises performances économiques internationales que ceux à la conquête de nouveaux marchés, voire même qu'ils en soient stimulés. Ce phénomène pourrait ainsi être dû au fait que les entreprises, traversant des phases délicates lors des crises internationales, souhaitent (ou sont dans l'obligation de) restructurer leur processus productif dans le but de faire des économies. Néanmoins les coefficients significatifs et de même niveau qu'arboraient les prix relatifs, mais aussi le taux d'ouverture, entre 2004 et 2006 (cf. **tableau 4**) démontrent que les *greenfields* à vocation verticale ou « *export-platform* » sont également entrepris en des temps moins compliqués.

Conformément aux résultats économétriques que nous rencontrons jusqu'ici (sous-sections II.2 et II.3.1 de ce chapitre), les *termes supplémentaires* ne sont toujours pas concluants dans notre spécification portant sur la sous-période 2007-2010. La faute incombe à des variables n'appréhendant pas totalement le phénomène visé (taux

d'endettement public) et/ou à une part trop faible des pays en développement, notamment les moins avancés, au sein de notre échantillon global (taux d'inflation, part de fioul dans les exportations totales de marchandise, indice de liberté d'entreprendre, indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme). Ainsi, bien que couramment utilisées dans les études portant sur les IDE, ces variables n'apparaissent comme significatives dans aucune de nos spécifications sur les *greenfields*. Toujours est-il qu'elles ont tout de même eu le mérite de démontrer la robustesse statistique des autres résultats.

\*\*\*\*\*

A travers cette sous-section II.3, nous avons présenté et analysé les résultats auxquels parvient notre étude globale de détermination des *greenfields* en isolant la période de crise internationale. Ce découpage nous a permis non seulement d'évaluer l'impact d'une telle crise sur notre modèle mais aussi de distinguer parmi nos variables celles qui sont pertinentes en temps « normal » (la part de la consommation rapportée au PIB), celles qui sont pertinentes en temps difficile (le taux de croissance retardé, le taux de chômage et la croissance de l'épargne) et/ou celles qui sont pertinentes en toutes circonstances (la variable à expliquer retardée, le taux d'ouverture et dans une moindre mesure le taux de change réel et la part de la capitalisation boursière dans le PIB). Cependant, les conclusions que nous en avons tirées s'appliquent sur un échantillon comprenant des pays à niveau de développement différent. Il convient dès lors d'étudier si les déterminants de localisation de notre équation de base *greenfield* exercent la même influence pour chaque catégorie de pays.

#### **II.4 Analyse en sous-groupe**

Les flux de *greenfields* à destination des pays développés et des pays en développement sont-ils mus par des motivations identiques ? Ou, au contraire, vont-ils être attirés par des facteurs différents selon le sous-groupe analysé ? Les économies avancées ont-elles un poids plus important dans notre échantillon global susceptible de créer un biais dans les résultats auxquels nous sommes parvenus jusqu'ici ? Afin de

répondre à ces questions, il convient de mener les régressions de notre spécification de base sur chacune des deux catégories de pays séparément. Pour ce faire, nous reprendrons la classification du Fonds Monétaire International que nous avons utilisée pour présenter notre couverture géographique (**tableau 2**, sous-section II.1 de ce chapitre). En outre, *les variables supplémentaires seront délaissées*, ces dernières étant toujours dénuées de significativité. En revanche, le découpage temporel permettant d'isoler la période de crise sera, quant à lui, maintenu dans nos analyses portant tour à tour sur les pays développés (II.4.1) et sur les pays en développement (II.4.2) d'accueil.

#### II.4.1 Les pays développés

Le **tableau 6** comporte les résultats de notre régression de base appliquée aux 32 pays développés de notre échantillon<sup>173</sup>, et ce pour chaque période et sous-périodes décrites précédemment. Il est à noter que l'ajustement de notre spécification (le R carré ajusté se situant entre 0.54 et 0.60) est bien meilleur que celui que nous obtenions quand nos estimations portaient sur l'ensemble de la couverture géographique globale. Le nombre d'observations va de 96 à 219 suivant l'équation analysée. De fait, il demeure suffisamment élevé pour garantir la précision de l'estimateur *pooling* à travers notre économétrie de panel.

---

<sup>173</sup> Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Chypre, Corée du Sud, Danemark, Espagne, Estonie, Etats-Unis, Finlande, France, Grèce, Hong Kong, Irlande, Islande, Israël, Italie, Japon, Malte, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Portugal, République Tchèque, Royaume-Uni, Singapour, Slovaquie, Slovénie, Suède, Suisse.

**Tableau 6 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays développés pour chaque période, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression n°1 Période retenue 2004-2010	Régression n°1 Période retenue 2004-2006	Régression n°1 Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.31 (6.44)*	0.31 (4.19)*	0.28 (5.35)*
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.12 (2.89)*	0.32 (2.20)*	0.03 (1.20)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.008 (3.06)*	0.01 (2.40)*	0.006 (2.93)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-2.15)*	-0.008 (-0.55)	-0.01 (-2.01)*
<i>Consommation/PIB</i>	-0.02 (-0.88)	0.02 (0.45)	-0.02 (-1.54)
<i>Taux de chômage</i>	0.24 (4.46)*	0.37 (3.34)*	0.08 (2.06)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.005 (-2.98)*	-0.01 (-2.60)*	-0.002 (-2.05)*
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.01 (1.48)	0.03 (1.20)	0.002 (0.37)
<i>C</i>	1.99 (0.85)	-3.63 (-0.72)	3.16 (1.76)
<b>R2 ajusté</b>	0.54	0.57	0.60
<b>Nombre d'observations</b>	219	96	123
<b>Nombre de Pays</b>	32	32	32

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Les résultats du **tableau 6** appellent à plusieurs remarques. Tout d'abord, en ce qui concerne l'estimation 2004-2010, ils se révèlent être très proches de ceux auxquels nous aboutissions quand notre étude portait sur l'intégralité de l'échantillon (sous-section II.2 et II.3 de ce chapitre). Seules la *part de la consommation dans le PIB* et la *croissance de l'épargne* perdent ici leur significativité. Pour la première variable citée, nous expliquons cela par le fait que la majorité des investissements directs étrangers ayant pour but *d'accéder* aux marchés occidentaux a déjà été entreprise par le passé. En ce cas, il ne s'agirait plus de la taille des marchés en elle-même qui attirerait les nouveaux *greenfields* horizontaux mais plutôt leur dynamisme, exprimé par le taux de croissance retardé. Ce serait la raison pour laquelle la part de *la consommation dans le PIB* n'arbore, de surcroît, aucun pouvoir explicatif sur les deux sous-périodes prises en compte par les régressions portant sur les économies avancées.

La non significativité de la *croissance de l'épargne*, quant-à-elle, s'accorde avec notre intuition que cette variable est moins appropriée pour refléter la qualité du secteur financier et/ou le signe d'une prospérité future dans le cas des pays développés que dans celui des pays en développement. En effet, les infrastructures financières y sont déjà très sophistiquées et les opportunités d'investissement s'y avèrent moins évidentes que pour une économie en rattrapage. En conséquence une amélioration du niveau de l'épargne nationale d'un territoire d'accueil « riche » risque fort d'avoir moins d'impact sur le choix de localisation d'une firme multinationale d'origine étrangère.

Quoi qu'il en soit, les signes et les coefficients obtenus ici par les autres variables de notre équation sur l'étendue 2004-2010 concordent avec ceux que nous avons trouvés précédemment lors de l'étude globale (sous-section II.2 et II.3 de ce chapitre). Pareillement, la *variable à expliquer retardée* et le *taux de chômage* y apparaissent comme les déterminants les plus importants pour expliquer la localisation des *greenfields* à destination des économies avancées. Ce constat, combiné au meilleur ajustement de la spécification, comme nous l'avons mentionné en présentation du **tableau 6**, semble abonder dans le sens d'une influence conséquente des pays développés dans les résultats que nous obtenions en étudiant l'ensemble de l'échantillon.

S'agissant des sous-périodes, nous pouvons remarquer que les *flux de greenfields de l'année passée* ainsi que le *taux d'ouverture* sont rejoints par le *taux de chômage* et la *capitalisation boursière rapportée au PIB* au rang des variables significatives à 5% en

toute circonstance (et donc sur toutes les sous-périodes considérées) pour le cas présent des pays développés. Cette observation dénote quelque peu avec les résultats que nous obtenions à partir de l'ensemble de l'échantillon pour lesquels le *taux de chômage* notamment n'était significatif qu'entre 2007 et 2010 (sous-section II.3 de ce chapitre). Néanmoins, elle est en adéquation totale avec l'impact positif du taux de chômage obtenu par Billington (1999) qui, rappelons-le, se concentre uniquement sur les flux d'IDE à destination des pays industrialisés entre 1986 et 1993 (ce qui, malgré les remous boursiers de 1987, ne peut être considéré comme une période de tumulte majeur). Notons, de surcroît, que le coefficient élevé (0.37) qui lui est ici attribué au sein de notre régression en période d'avant-crise fait de la disponibilité de la main d'œuvre le facteur d'attractivité des *greenfields* le plus important pour les pays développés en temps « normal ». Le taux de chômage compterait ainsi pour 37% dans l'attractivité des pays développés vis-à-vis des *greenfields* entre 2004 et 2006.

Le *taux de croissance retardé*, quant à lui, se voit accorder un coefficient positif et significatif à travers la régression portant sur les *greenfields* entrants des pays développés entre 2004 et 2010, coefficient qui serait dû à l'impact important qu'aurait cette variable sur les créations d'activités transnationales entre 2004 et 2006 et non entre 2007 et 2010. Notons que ces résultats de sous-périodes contrastent quelque peu avec ceux qui prévalaient lors de nos estimations sur l'échantillon entier au sein desquels la significativité du *taux de croissance retardé* ne se manifestait qu'en temps de crise (cf. **tableau 3,4 et 5**). Autrement dit, le dynamisme de l'activité – et donc de la demande – apparaît plutôt jouer sur les *greenfields* entrants des économies avancées dès lors que l'on se place dans un contexte de prospérité économique internationale. Mais nous pouvons aussi interpréter ce phénomène sous un angle opposé à savoir que le *taux de croissance* des pays développés ne serait plus un facteur considéré par les investisseurs dès lors que ces économies subissent une crise d'une rare intensité.

Enfin, notre variable du *taux de change réel* ne détiendrait plus qu'une influence négative, mais significative au seuil de 5% cette fois, sur les flux de *greenfields* à destination des pays avancés qu'en période de crise et non avant (notons que cette influence demeure tout de même significative sur l'ensemble de la période). Somme toute, ce résultat n'est pas surprenant dès lors que l'on considère que, dans un contexte mondial florissant, les secteurs les plus à même d'être concurrencés sur les coûts de production – et non sur la qualité – sont majoritairement tournés vers les pays en

développement. La main d'œuvre des économies occidentales, quant à elle, seraient plutôt attractive vis-à-vis des IDE nécessitant une forte qualification et, de fait, moins regardant sur les dépenses salariales. En revanche, comme nous l'avons évoqué précédemment (sous-section II.2.3 de ce chapitre), à partir du moment où la situation économique globale se dégrade, les entreprises – quelle que soit la nature de leur production – chercheraient à faire des économies de coût pour survivre. Ceci expliquerait pourquoi le taux de change réel fait partie des déterminants influents de notre spécification portant sur les *greenfields* entrants des pays développés entre 2007 et 2010 et sur l'intégralité de la période 2004-2010. Il convient de noter que l'impact des prix relatifs sur les créations transnationales d'activités productives des *pays développés* au cours de la période considérée est moins élevé que celui qui prévalait lors de notre étude sur *l'ensemble de l'échantillon*. Preuve en est que le coefficient du taux de change réel a un niveau plus faible dans le **tableau 6** que celui qui était affiché dans le **tableau 3** (-0.01 contre -0.02). En supposant que ce coefficient soit une bonne approximation de l'élasticité de la variable dépendante aux prix relatifs, et en tenant compte de la moyenne des parts de *greenfields* dans le PIB de notre échantillon « pays développés » entre 2004 et 2010 (soit 2.89%), il nous est possible d'en déduire une estimation de l'effet d'une variation du taux de change réel sur les créations d'activités transnationales entrants d'un de ces pays. Il apparaît ainsi qu'une augmentation de 10% du taux de change réel d'une économie avancée aurait pour conséquence de diminuer de 3.5% la valeur des *greenfields* que cette économie reçoit sur la période considérée<sup>174</sup>. Il s'agit donc là d'un effet important.

En résumé, la régression de référence sur les *greenfields* en direction des pays développés conduit à quelques légères modifications par rapport à l'application de son homologue sur l'ensemble de l'échantillon. La taille des économies avancées ainsi que la croissance de leur épargne sur l'ensemble de la couverture temporelle 2004-2010 n'y paraissent pas comme étant des facteurs d'attractivité. A cela s'ajoute des différences de sous-périodes liées aux caractéristiques propres de ces pays. Toutefois, notre spécification, initialement conçue pour un échantillon plus large, s'avère tout de même très adaptée pour expliquer les flux de *greenfields* en direction de ce groupe. Cette constatation nous amène ainsi à penser que les résultats obtenus lors de l'étude globale

---

<sup>174</sup> Notre calcul de l'élasticité des *greenfields* (et non des *greenfields*/PIB qui est notre variable dépendante) aux prix relatifs consiste à rapporter le coefficient du taux de change réel (-0.01) à la moyenne de la part des *greenfields* dans le PIB de notre échantillon (2.89%). Nous obtenons ainsi une élasticité de -0.35.

pourraient être principalement tirés du poids important qu'y représentent les pays développés. C'est ce que nous nous attacherons à vérifier à travers l'analyse sur les pays en développement et émergents.

#### *II.4.2 Les pays en développement et émergents*

Les résultats obtenus suite à l'application de notre équation de base aux *greenfields* entrants des 32 pays en développement et émergents<sup>175</sup>, et ce pour chacune des 3 périodes définies jusqu'ici, sont présentés dans le **tableau 7**. La qualité de l'ajustement des régressions est plus faible que celle des estimations précédentes portant sur l'ensemble de l'échantillon et sur le groupe des pays développés, leur R carré n'étant compris qu'entre 0,19 et 0,34. En outre, leur nombre d'observations s'établit à 191 pour l'intégralité de la période et entre 90 et 101 pour les sous-périodes. A l'instar de ce que nous avons souligné dans le cas des économies avancées (sous-section II.4.1 de ce chapitre), elles disposent donc d'assez de points d'observation pour assurer un estimateur *pooling* précis.

---

<sup>175</sup> Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Bolivie, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Croatie, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Jordanie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Maroc, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Ukraine, Uruguay, Venezuela.

**Tableau 7 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays en développement et émergents pour chaque période, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression n°1 Période retenue 2004-2010	Régression n°1 Période retenue 2004-2006	Régression n°1 Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.30 (4.66)*	0.31 (2.86)*	0.27 (3.17)*
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.15 (1.19)	0.18 (0.77)	0.31 (1.81)**
<i>Taux d'ouverture</i>	0.04 (3.34)*	0.02 (1.16)	0.06 (3.03)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.07 (-1.80)**	-0.14 (-2.12)*	-0.10 (-1.63)**
<i>Consommation/PIB</i>	0.12 (2.01)*	0.11 (1.35)	0.04 (0.45)
<i>Taux de chômage</i>	0.18 (1.28)	0.01 (0.09)	0.61 (2.67)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.01 (-1.32)	-0.01 (-0.86)	-0.02 (-1.72)**
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.07 (3.06)*	-0.01 (-0.20)	0.10 (3.64)*
<i>C</i>	-7.62 (-1.50)	-0.31 (-0.03)	-3.87 (-0.53)
<b>R2 ajusté</b>	0.26	0.19	0.34
<b>Nombre d'observations</b>	191	90	101
<b>Nombre de Pays</b>	32	32	32

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Comme nous le présentions, notre spécification est moins appropriée pour déterminer les flux de *greenfields* à destination des pays en développement et émergents, en témoignent le faible niveau du R carré ajusté ainsi que le nombre de variables en manque de significativité. En effet, comme nous pouvons le constater dans le **tableau 7**, trois régresseurs sont dénués de tout pouvoir explicatif à travers la régression 2004-2010 : le *taux de croissance retardé*, le *taux de chômage* et la *capitalisation boursière des entreprises cotées rapportée au PIB*. Tout d'abord, nous pensons que la raison pour laquelle le *taux de croissance retardé* et le *taux de chômage* échouent à y obtenir de la significativité relève du fait que la relation due à leur condition de grands fondamentaux économiques cycliques, que nous avons déjà mentionnée auparavant au sein de la sous-section II.2.1, s'applique particulièrement aux pays en développement et émergents. En effet, nous pouvons remarquer que ces deux déterminants perdent ici de l'influence justement quand la situation mondiale se porte bien et en regagne lorsque que la crise financière apparaît. Seulement dans ce cas précis, contrairement à l'étude portant sur l'ensemble de l'échantillon (sous-section II.2 et II.3 de ce chapitre), le premier effet semble l'emporter sur le second s'agissant de l'intégralité de la période. Ceci valide les travaux de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001) et de Singh et Jun (1995) ainsi que ceux de Rasciute et Pentecost (2010) qui aboutissent respectivement à une non significativité du taux de croissance sur les IDE en direction des économies en transition et en développement et à une non significativité du taux de chômage sur ceux des pays d'Europe de l'Est. Par ailleurs, il convient de souligner les coefficients élevés qu'accorde notre régression de base appliquée aux pays en développement à ces deux variables entre 2007 et 2010, signe de leur importance en temps de crise.

La *capitalisation boursière des entreprises cotées rapportée au PIB*, quant à elle, n'aurait qu'un léger impact au seuil de 10% en deuxième sous-période sur les *greenfields* s'implantant dans les pays en développement. Nous expliquons ce manque de significativité général par le fait que la médiation financière est indéniablement beaucoup moins sophistiquée dans ces économies, ce qui rend la variable moins pertinente. En d'autres termes, l'avantage pour un petit groupe de firmes de capter la majorité de l'épargne nationale s'estompe à mesure que cette capacité de financement est faible, instable, rigide et/ou lente à obtenir. Par conséquent, les firmes multinationales étrangères désirant créer une nouvelle activité dans les territoires d'accueil en développement ont moins de risque d'y rencontrer de puissants concurrents privilégiés.

Parallèlement à ces trois variables, le coefficient du *taux de change réel* concède également une partie de sa significativité lorsqu'on limite l'échantillon de notre régression *greenfields* 2004-2010 au seul groupe des pays en développement, sa légitimité statistique en tant que déterminant n'apparaissant plus qu'au seuil des 10%<sup>176</sup>. Si l'on en croit le découpage temporel du **tableau 7**, cette perte de significativité se manifesterait essentiellement en fin de période, soit entre 2007 et 2010. Quoi qu'il en soit, notre variable des prix relatifs apparaît ici comme étant un facteur primordial de détermination des flux de *greenfields* en direction de ce groupe de pays en développement sur l'ensemble de la période. Les prix relatifs compteraient pour 7% dans l'attractivité d'un territoire vis-à-vis de ces investissements particuliers entre 2004 et 2010 (contre 2% pour l'ensemble de l'échantillon). Exprimé en termes d'élasticité, une augmentation de 10% du taux de change réel s'accompagnerait ainsi d'une diminution de 11%<sup>177</sup> des *greenfields* entrants d'un pays en développement ou émergents, soit un effet plus de trois fois supérieur à celui qui prévalait pour le cas des économies avancées ! Toutefois, il convient de nuancer l'ampleur de ce dernier résultat. En effet, comme nous l'avons évoqué dans la sous-section I.1 de ce chapitre, le taux de change réel est très corrélé au PIB par habitant, et donc au niveau de développement d'un pays. Or, la part de l'IDE *greenfield* dans le PIB est une fonction décroissante du niveau de développement. De fait, nous en déduisons que l'impact négatif du taux de change réel sur les *greenfields* auquel nous parvenons ici est surestimé car captant également une partie de l'influence négative du niveau de développement. Ceci étant dit, il serait erroné de rejeter pour autant tout rôle du taux de change réel dans l'attractivité des pays développés vis-à-vis des créations transnationales d'activités. Pour preuve, les travaux de Lafay (1984, 2004) démontrent que les seules distorsions de change ont bien une influence propre en la matière.

Les autres régresseurs de notre spécification appliquée aux pays développés conservent le coefficient significatif qui leur était attribué lors de l'étude globale sur l'intégralité de la période mais connaissent quelque légères modifications en ce qui concerne les estimations de sous-périodes. Ainsi, bien que la *variable à expliquer*

---

<sup>176</sup> Pour mémoire, le coefficient qui était alloué au taux de change réel lors de la régression 2004-2010 expliquant la localisation des IDE dans l'ensemble de notre échantillon était significatif au seuil de 5%.

<sup>177</sup> Ce résultat est obtenu grâce à la moyenne des parts de *greenfields* dans le PIB des pays en développement et émergents qui s'élève à 6.31% entre 2004 et 2010.

*retardée* y soit toujours statistiquement déterminante – avec un impact important – au sein de chacune des équations, il n'en est plus de même pour le *taux d'ouverture* qui perd ici sa significativité en situation d'avant-crise. Loin d'être anormal, ce résultat indique simplement que l'avantage que retireraient les *greenfields* verticaux et/ou « *export-platform* » d'une plus grande libéralisation des échanges d'un pays en développement était compensé par un phénomène « *tariff jumping* » amoindri entre 2004 et 2006. En effet, une observation attentive des séries entre 1995 et 2010 nous signale que le taux d'ouverture est en moyenne plus élevé pour les économies les plus riches de notre échantillon (103.42% en moyenne entre 1995 et 2010) que pour les plus pauvres (73.55% en moyenne entre 1995 et 2010). Sous un autre angle, ces chiffres suggèrent simplement que ce sont les territoires en développement qui ont toujours eu les barrières commerciales les plus importantes. Ils sont donc historiquement les plus à même d'être concernés par les IDE voués à contourner ces obstacles. De fait, une augmentation de leur taux d'ouverture risque d'avoir un impact indéterminé sur leurs flux entrants de *greenfields*. D'où le manque de pouvoir explicatif de cette variable entre 2004 et 2006. En outre, ceci va dans le sens des travaux de Busse, Königer et Nunnenkamp (2010) et de Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010) qui aboutissent tous deux à une non significativité du taux d'ouverture sur les IDE à destination des pays en développement et des BRICS respectivement entre 1978 et 2004 et entre 1975 et 2007 (soit des étendues temporelles comprenant une partie de la période considérée ici). Il faut croire que par la suite les *greenfields* « *tariff jumping* » sont moins courus comme le suggère le signe positif et significatif associé à l'équation de crise. Bien que restant à des niveaux faibles par rapport aux autres variables, le taux d'ouverture se voit ainsi accorder un coefficient quatre fois plus important que celui qui était obtenu lors de notre analyse sur l'ensemble de l'échantillon entre 2007 et 2010 (0.04 contre 0.01).

Les résultats du **tableau 7** associés à la *croissance de l'épargne*, quant à eux, sont fidèles à ceux que nous obtenions lorsque notre analyse portait sur l'ensemble de l'échantillon. Comme nous l'avions précisé dans la sous-section II.3.1 précédente, nous nous attendions justement à ce que cette variable soit plus adéquate pour expliquer les *greenfields* entrants des pays en développement et émergents que pour déterminer ceux des pays développés. La raison en est que la croissance de l'épargne reflète davantage la profondeur du système financier ainsi que les perspectives de croissance future des

économies moins avancées. Les coefficients positifs et significatifs que lui décernent nos régressions confirment ainsi nos anticipations.

Le cas de la *consommation totale rapportée au PIB*, en revanche, est plus compliqué. Alors que cet indicateur de la taille du marché exercerait bel et bien l'influence positive attendue sur les flux de *greenfields* vers les pays en développement entre 2004 et 2010, celle-ci disparaîtrait dès que nous nous concentrons plus précisément sur les sous-périodes choisies. De fait, il s'agit de la seule variable de notre équation pour laquelle notre découpage temporel s'avère inapproprié. Afin de confirmer cette affirmation, nous avons reproduit la même spécification sur des sous-périodes alternatives et en avons conclu que ce régresseur gagnait principalement sa significativité entre 2004 et 2008<sup>178</sup>. Autrement dit, à l'instar des résultats auxquels nous aboutissons lors de notre étude portant sur l'échantillon global, les *greenfields* ne seraient attirés par la part de la consommation totale dans le PIB des pays développés que sur les premières années de la période couverte.

\*\*\*\*\*

L'estimation de notre spécification par sous-groupe s'avère très instructive quant à l'approfondissement de notre analyse. D'une part, elle permet de mettre en exergue dans quelle mesure les résultats des régressions portant sur l'ensemble de l'échantillon sont influencés par le poids qu'y occupent les pays développés. Comme nous le soupçonnions, la bonne adéquation de notre équation de base pour expliquer les *greenfields* entrants des économies avancées valide l'hypothèse d'un biais non négligeable. D'autre part, elle nous indique quelles variables sont considérées par les multinationales dès lors que ces dernières projettent de créer une nouvelle activité dans l'un ou l'autre de ces groupes de pays. Au final, mises à part la variable à expliquer retardée, le taux d'ouverture et le taux de change réel, nous pouvons constater que, entre 2004 et 2010, les déterminants des *greenfields* à destination des pays développés (le taux de croissance retardé, le taux de chômage et la capitalisation boursière sur le PIB) ne sont pas les mêmes que ceux se dirigeant vers les pays en développement (la consommation par rapport au PIB et la croissance de l'épargne). Sans oublier les différences supplémentaires apparaissant dès lors que nous prenons également en considération les

---

<sup>178</sup> Le coefficient de la consommation totale sur le PIB est alors de 0.15 avec un t statistique s'élevant à 2,31 (voir **annexe 6**).

sous-périodes. Nous en déduisons donc que les investissements transnationaux créateurs de nouvelles activités en direction de l'une ou de l'autre de ces deux catégories de pays sont de nature distincte. Afin de déterminer si cette différence est principalement due à la composition sectorielle des *greenfields*, nous engageons dans la section suivante une analyse plus approfondie sur le cas européen.

### **III ÉTUDE DÉTAILLÉE DU CAS EUROPÉEN À PARTIR D'UNE BASE DE DONNÉES ALTERNATIVE**

Les *greenfields* voués au continent européen réagissent-ils aux mêmes critères de localisation que ceux qui considèrent une couverture géographique plus large ? Au-delà de son intérêt direct, cette interrogation va nous permettre d'agrémenter d'une approche sectorielle l'analyse économétrique globale que nous avons menée jusqu'ici. En effet, une autre base de données enregistrant les montants des projets *greenfields* européens depuis 1998, l'« European Investment Monitor » (EIM), propose un classement de ses statistiques par secteur d'activité. Il serait donc dommage de se priver de savoir si les *greenfields* industriels se comportent de la même manière que les *greenfields* de services. Néanmoins, avant de traiter ce sujet, il convient de présenter une comparaison détaillée entre les données du FDI Markets et celles de l'EIM (sous-section III.1). Ce n'est qu'alors que nous pourrons profiter à plein des caractéristiques sectorielles présentées par notre nouvelle mesure des investissements créateurs d'activité (sous-section III.2).

#### **III.1 Une nouvelle base de données pour les *greenfields* : L'European Investment Monitor**

Parallèlement aux statistiques issues du programme « FDI Markets » du Financial Times que nous avons utilisées jusqu'ici, les projets *greenfields* se retrouvent également comptabilisés au sein de l'« European Investment Monitor » (EIM) d'Ernst & Young. Bien que d'une nature distincte de celles du Financial Times, les données de l'EIM ont l'avantage de couvrir une période plus longue et de proposer un découpage sectoriel qui nous sera précieux pour analyser plus en détail le cas européen. Nous serons ainsi les premiers à nous servir de cette base statistique dans le cadre d'un travail empirique sur la détermination de localisation des IDE. Après avoir présenté le champ d'application de l'EIM et souligné ses différences d'avec le FDI Markets (III.1.1), nous procéderons à une comparaison graphique des séries de *greenfield* issues de ces deux bases (III.1.2), puis

nous effectuerons une mise en parallèle économétrique des résultats obtenus via la régression de l'une et de l'autre (III.1.3). Ce travail préalable est indispensable dans l'optique d'utiliser et d'interpréter correctement les données de l'EIM à travers une nouvelle spécification centrée sur l'Europe.

### III.1.1 L'European Investment Monitor (EIM)

L'European Investor Monitor est une base de données constituée par Ernst & Young chargée de répertorier les projets d'IDE *qui sont à l'origine de nouvelles installations et/ou porteurs d'emploi*. De fait, les fusions-acquisitions, les investissements de portefeuille et les joint-ventures non créatrices d'activité en sont exclus. Cette base de données est initialement utilisée de manière interne pour la préparation de rapport de compétitivité européenne rendu public<sup>179</sup>. Néanmoins, elle est également mise, moyennant rémunération, à la disposition des gouvernements et des firmes privées désirant identifier les tendances de l'investissement étranger. Le travail d'investigation est entrepris par le service de recherche sous la forme d'une veille quotidienne à partir de plus de 10000 sources d'information. Les résultats sont ensuite soumis à confirmation, l'équipe d'Ernst & Young s'engageant à contacter directement 70% des entreprises concernées avant de valider leurs chiffres. En tout ceci, l'EIM s'apparente au « FDI Markets ». Cependant quelques différences fondamentales distinguent les deux bases de données. Tout d'abord, en ce qui concerne la couverture spatio-temporelle, l'EIM ne s'arrête qu'à 41 pays présents sur le continent européen mais a l'avantage de remonter sa série jusqu'à 1997. Pour mémoire, si les données du « FDI Markets » permettent de constituer un échantillon plus large (180 économies), elles ne sont en revanche disponibles qu'à partir de 2003. Ainsi, suivant que nous préférons inclure plus d'année ou plus de territoire dans notre modèle, l'une sera préférable à l'autre à tour de rôle. En outre, les statistiques provenant d'Ernst & Young revêtent un caractère bien plus restrictif pour deux raisons. La première est que, contrairement au programme du Financial Times, elles ne prennent pas en compte les projets d'investissement du secteur primaire (notamment ceux concernant les activités extractives), des services de la vente au détail, des loisirs, de l'hôtellerie-restauration, de l'immobilier, des services publics (réseaux de

---

<sup>179</sup> Notamment les « Ernst & Young's European Attractiveness Survey ».

télécommunication, ports et aéroports...) ainsi que des investissements de maintenance ou de remplacement. La seconde tient du fait que l'EIM ne procède pas à une estimation économétrique du capital investi au cas où cette information ne serait pas divulguée par la firme multinationale, à l'inverse des données du « FDI Markets » que nous avons récupérées. En d'autres termes, le choix même des statistiques de *greenfields* retenues dans notre modèle implique une rigueur particulière dans l'interprétation des résultats. Jusqu'à présent l'option des données *élargies* du Financial Times, pour l'attrait de sa couverture géographique, allait de pair avec une estimation plus complète et plus « vraisemblable ». D'un autre côté, les chiffres *certifiés* d'Ernst & Young donneront lieu, quant à eux, à une estimation « minimaliste » mais aussi plus certaine. Nous verrons par la suite que ces différences méthodologiques conduiront à des écarts conséquents de montants de *greenfields* affichés par les deux bases de données en faveur de celle du Financial Times. Enfin, l'EIM a également l'avantage de proposer un découpage sectoriel et par branche d'activité des IDE créateur d'activité. Or, cette caractéristique nous intéresse tout particulièrement dans le but d'opérer une analyse plus approfondie des déterminants des *greenfields* en fonction de leur nature. C'est pourquoi nous limiterons l'étude qui va suivre au cas européen à partir de l'European Investor Monitor d'Ernst & Young. Mais auparavant, il convient de comparer les séries graphiques et les résultats économétriques issus des deux bases de données afin de mesurer leur compatibilité.

### III.1.2 Comparaison graphique des séries

L'analyse graphique (voir **Annexe 7**) nous permet de percevoir l'ampleur des écarts statistiques existants entre les valeurs de projets *greenfields* évaluées par chacune des deux bases de données. Il s'agit, pour tous les pays dont nous avons les observations sur l'intégralité de la période 2003-2010<sup>180</sup>, de comparer les différents flux de *greenfields* rapportés au produit intérieur brut à prix courant (en pourcentage)<sup>181</sup>. La courbe bleue

---

<sup>180</sup> Sur les 41 pays disponibles de la base de données EIM, nous excluons d'emblée ceux ne figurant pas dans l'échantillon de la spécification précédente portant sur le plus grand nombre de pays disponible par le FDI Markets (à savoir l'Albanie, la Biélorussie, la Bosnie, le Luxembourg, la Macédoine, la Moldavie, le Monténégro et la Serbie ; cf. Chapitre 2 sous-section I.3). Par ailleurs, 7 autres économies ne disposent pas de données EIM sur l'ensemble de la période 2003-2010. Il s'agit de Chypre, de l'Estonie, de la Finlande, de la Grèce, de l'Islande, de Malte et de la Norvège. Nous avons décidé de ne pas présenter leur série graphique du fait de leur discontinuité.

<sup>181</sup> Comme précédemment, nos données du produit intérieur brut à prix courant sont tirées du World Economic Outlook Databases du Fonds Monétaire International.

retrace ainsi la série correspondant au « FDI Markets » du Financial Times tandis que la courbe rouge représente celle de l'EIM d'Ernst & Young.

L'étude de ces graphes est instructive à plusieurs égards. La première chose qui nous saute aux yeux est que les ratios des flux de *greenfields* sur PIB calculés à partir des données du « FDI Markets » sont en règle générale bien supérieurs à ceux basés sur les chiffres de l'EIM. Bien qu'attendus de par les différences méthodologiques singularisant les deux bases de données (voir sous-section III.1.1), ces écarts n'en demeurent pas moins importants. En outre, nous pouvons remarquer qu'ils touchent aussi bien, et avec autant d'amplitude, les pays développés que les pays en transition. De la même manière, ils n'épargnent ni les grandes nations exportatrices de ressources naturelles, ni celles qui en sont très largement importatrices. Autrement dit, il semble que, plus que de la définition du cadre des *greenfields* pris en considération (secteur primaire, secteur public, loisirs...), les différences de niveau des séries proviennent plutôt de *l'estimation de la valeur des projets* par le programme « FDI Markets » dès lors que le montant des capitaux engagés correspondant n'a pas été rendu public<sup>182</sup>. Toutefois, notre analyse graphique souligne trois cas exceptionnels pour lesquels les statistiques de *greenfields* d'Ernst & Young donnent des valeurs plus élevées que celles du Financial Times. Il s'agit de la Belgique en 2003, de la République Tchèque en 2003 et de la Slovénie en 2007. Il n'existe que deux explications possibles à cette anomalie. *Primo*, étant donné que les projets de *greenfields* et leur montant sont *décomptés* par ces deux institutions, il se peut simplement que, dans ces cas précis, l'équipe du « FDI Markets » en ait oublié un voire plusieurs important(s), contrairement à celle de l'EIM. *Secundo*, ce qui nous semble plus probable, ces données sont généralement répertoriées l'année de *l'annonce de la décision d'investir*. De fait, si cette date est inconnue par l'un des organismes, il comptabilisera l'investissement lors de l'année de sa mise en application, au risque de créer des décalages entre les séries.

Au-delà de ne pas avoir les mêmes ordres de grandeur il est à noter que les courbes d'évolution des deux séries de données de *greenfields* n'ont, de surcroît, pas la même forme. Ici encore, la différence de comptabilisation des projets ne comportant pas

---

<sup>182</sup> Par exemple, pour les deux pays pour lesquels l'écart graphique des séries *greenfield*/PIB est le plus prononcé, à savoir le Danemark et la Lettonie, le nombre de projet dont le montant engagé est connu par rapport au nombre de projet total de l'EIM n'est respectivement que de 17/401 et de 37/122.

d'information sur leur montant en est le principal facteur explicatif. Toutefois, il ne faut pas non plus sous-estimer les écarts qui peuvent provenir des investissements transnationaux créateurs d'activité liés au secteur primaire, au secteur public, à l'immobilier, au loisir, à l'hôtellerie-restauration et au remplacement des machines sur l'évolution des *greenfields* globaux. Quoiqu'il en soit, ces divergences de comportement entre la série plus complète et plus vraisemblable (FDI Markets) et celle plus restrictive mais aussi plus certaine (EIM) risquent de se traduire par des résultats économétriques différents. En effet, les deux mesures de *greenfields* qui les sous-tendent forment deux variables dépendantes sensiblement distinctes.

Enfin, il convient de souligner que les montants de *greenfields* entrants tels que répertoriés par l'EIM rapportés au PIB courant s'avèrent en moyenne très proche de 0 entre 2003 et 2010, et ce pour tous les pays étudiés. Plus précisément, la moyenne totale de ces ratios s'élève à 0.66%, contre 4.39% dès lors que nous prenons en considération les statistiques *greenfields* issues de la base de données du Financial Times. Par conséquent, les investissements transnationaux créateurs d'activité ne représentent qu'une partie limitée de la production de chaque territoire d'accueil. En outre, quelle que soit la série considérée, les économies européennes qui reçoivent le plus de *greenfields* par rapport à leur PIB sont celles d'Europe Centrale et Orientale (PECO)<sup>183</sup>. A l'inverse, celles pour lesquelles ce ratio est le plus faible font partie du groupe des pays développés traditionnels<sup>184</sup>. Bien entendu, ces observations sont à voir à travers le prisme de la recomposition industrielle européenne depuis l'entrée des pays en transition dans l'Union Européenne.

\*\*\*\*\*

En résumé, les différences méthodologiques sous-jacentes aux bases de données « FDI Markets » et EIM impliquent qu'elles mesurent en réalité deux phénomènes distincts. La première tente d'estimer la valeur supposée vraie de tous les *greenfields* entrepris. La seconde, quant à elle, préfère se concentrer sur une collecte certifiée de projets *greenfields* définis et de leurs montants. Ces écarts d'objectifs initiaux se

---

<sup>183</sup> Selon le FDI Markets, les pays recevant en moyenne le plus de flux de *greenfields* par rapport à leur PIB entre 2003 et 2010 sont la Bulgarie, la Roumanie et la Slovaquie. En ce qui concerne l'EIM, il s'agit dans l'ordre de la Slovaquie, de la Bulgarie et de la Hongrie.

<sup>184</sup> Selon le FDI Markets, les pays recevant en moyenne le moins de flux de *greenfields* par rapport à leur PIB sont l'Italie, la France et le Danemark. En ce qui concerne l'EIM, il s'agit dans l'ordre du Danemark, de l'Italie et de la Suisse.

retrouvent ainsi dans les niveaux et la forme des courbes graphiques représentant les deux séries de données rapportées au PIB. Il convient désormais de voir s'ils se manifesteront également au sein des résultats de nos régressions économétriques lorsque nous appliquerons la même équation de référence à chacune des variables dépendantes EIM et FDI Markets.

### *III.1.3 Comparaison des résultats économétriques obtenus en régressant l'équation de base à partir des données greenfields issues des deux bases de données (FDI Markets & EIM)*

La comparaison économétrique passe par la régression de la *spécification de référence* à partir des deux bases de données – FDI Markets & EIM – et ce, pour un échantillon et une période commune. Cette étape préalable est indispensable pour la bonne utilisation statistique de l'EIM que nous mènerons par la suite ainsi que pour l'interprétation des résultats que nous en tirerons. Nous n'incluons pas ici les *variables supplémentaires* utilisées lors de l'étude globale<sup>185</sup> (taux d'inflation, taux d'endettement public, part de fioul dans les exportations totales, indice de liberté d'entreprendre, indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme) car elles ne semblent toujours pas exercer la moindre influence sur les *greenfields* entrants européens. La fourchette temporelle que nous retiendrons *pour cet exercice de comparaison* nous est toujours dictée par la disponibilité des données du FDI Markets, ces dernières ne remontant que jusqu'à 2003. L'inclusion de variables retardées nous oblige donc à ne considérer que les années comprises entre *2004 et 2010*. En ce qui concerne la couverture géographique, cette fois, la contrainte apparaît plutôt du côté de l'European Investor Monitor. Comme son nom l'indique, ce programme ne s'intéresse qu'aux pays présents sur le continent européen. Ainsi, parallèlement aux 26 économies analysées lors de la mise en parallèle des séries graphiques (sous-section III.1.2 de ce chapitre), nous pouvons seulement en rajouter cinq autres dont les données *greenfields* issues de l'EIM sont suffisamment complètes, à savoir l'Estonie, la Finlande, la Grèce, Malte et la Norvège<sup>186</sup>. Par

---

<sup>185</sup> Voir sous-sections II.2 et II.3 du chapitre présent.

<sup>186</sup> En revanche nous ne pourrions prendre en compte l'Islande et Chypre en raison d'un manque de données trop important des montants de *greenfields* entrants tels que répertoriés par l'EIM pour ces pays.

conséquent, nous obtenons *un échantillon européen de 31 pays*<sup>187</sup> que la classification du Fonds Monétaire International répartit de la façon suivante (**tableau 8**).

**Tableau 8 : Présentation des trente-et-un pays « européens » objets de notre étude européenne, classification du FMI**

Pays développés	Pays en développement et émergents
Allemagne	Bulgarie
Autriche	Croatie
Belgique	Hongrie
Danemark	Lettonie
Espagne	Lituanie
Estonie	Pologne
Finlande	Roumanie
France	Russie
Grèce	Turquie
Irlande	Ukraine
Italie	
Malte	
Norvège	
Pays-Bas	
Portugal	
République Tchèque	
Royaume-Uni	
Slovaquie	
Slovénie	
Suède	
Suisse	
Nombre de pays développés : 21	Nombre de pays en développement : 10

<sup>187</sup> Notons que la Turquie et la Russie font aussi partie de cet échantillon. Ainsi, nous considérons plus l'Europe d'un point de vue continental plutôt que sous un angle politique. Tout en gardant en mémoire cette nuance, nous assimilerons dès à présent ce groupe à l'Europe.

Soulignons que le rapport de force entre pays développés et pays en développement/émergents est encore plus déséquilibré dans notre échantillon européen qu'il ne l'était au sein de l'échantillon global précédemment retenu (cf. **Tableau 2**, sous-section II.1 de ce chapitre). En effet, les économies avancées comptent pour un peu plus des deux-tiers de l'ensemble des économies européennes présentés dans le **tableau 8**. Cette information sera bien entendu à prendre en considération lors de la discussion de chaque résultat économétrique portant sur cette nouvelle couverture géographique. A commencer par ceux obtenus en régressant les *greenfields* entrants européens rapportés au PIB du marché d'accueil entre 2004 et 2010 via les données de l'EIM et du FDI Markets.

Pour que nous puissions comparer plus facilement les résultats issus de l'utilisation des deux bases statistiques, le **tableau 9** ci-dessous est scindé en deux. La partie de gauche présente le produit de la régression de base appliquée à la variable dépendante tirée du FDI Markets, tandis que la partie de droite affiche celui lié aux données *greenfields* en provenance de l'EIM. Ces parties sont subdivisées en trois périodes : la période totale (2004-2010), la période d'avant-crise (2004-2006) et la période de crise (2007-2010). Le nombre d'observations pour toutes les estimations considérées est compris entre 90 et 216. Il est donc suffisamment élevé pour assurer la précision de l'estimateur *pooling* à travers notre économétrie de panel.

**Tableau 9 : Comparaison économétrique des résultats obtenus au moyen des deux bases de données FDI Markets et EIM, 2004-2010**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Données <i>greenfields</i> issues du FDI Markets, Financial Times			Données <i>greenfields</i> issues de l'EIM, Ernst & Young		
	Régression FT 2004-2010	Régression FT 2004-2006	Régression FT 2007-2010	Régression EY 2004-2010	Régression EY 2004-2006	Régression EY 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.36 (6.19)*	0.53 (3.52)*	0.31 (9.16)*	0.12 (1.82)**	0.03 (0.38)	0.14 (1.47)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.09 (1.29)	0.22 (0.79)	0.005 (0.14)	0.02 (1.66)**	-0.01 (-0.39)	0.009 (0.75)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.02 (2.89)*	0.04 (2.45)*	0.003 (0.77)	0.006 (4.18)*	0.01 (4.02)*	0.004 (2.59)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.03 (-2.57)*	-0.02 (-0.78)	-0.02 (-3.38)*	-0.003 (-1.53)	-0.0008 (-0.15)	-0.006 (-2.63)*
<i>Consommation/PIB</i>	0.05 (1.19)	0.12 (1.08)	0.009 (0.29)	0.007 (0.71)	0.01 (1.07)	0.001 (0.10)
<i>Taux de chômage</i>	0.06 (0.69)	0.07 (0.33)	-0.0007 (-0.01)	0.05 (2.89)*	0.12 (3.46)*	0.004 (0.22)
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.0002 (0.04)	0.003 (0.23)	-0.005 (-1.27)	-0.0004 (-0.32)	-0.0006 (-0.27)	-0.0001 (-0.11)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.01 (1.00)	-0.02 (-0.50)	0.02 (3.11)*	0.007 (2.55)*	0.01 (1.93)**	0.004 (1.73)**
<i>C</i>	-2.51 (-0.53)	-10.33 (-0.87)	3.28 (1.10)	-0.97 (-1.02)	-3.13 (-1.63)	0.38 (0.38)
<b>R2 ajusté</b>	0.42	0.37	0.66	0.30	0.35	0.26
<b>Nombre d'observations</b>	216	93	123	200	90	110
<b>Nombre de Pays</b>	31	31	31	31	31	31

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Le premier constat que nous pouvons dresser des résultats du **tableau 9** est qu'ils diffèrent de ceux que nous avons trouvés lors de notre analyse globale et de sous-groupes (sous-section II.2, II.3 et II.4 du chapitre présent). Or, eu égard à l'échantillon européen retenu, on eût été en droit de s'attendre à ce que la logique de localisation des *greenfields* à l'intérieur du vieux continent rejoigne celle qui prévalait pour les 32 pays développés d'accueil de la couverture géographique globale (sous-section II.4.1 du chapitre présent). Cependant, la non significativité qui est accordée ici aux variables telles que le *taux de croissance retardé*, le *taux de chômage* ou encore la *part de la capitalisation boursière dans le PIB*, alors même que nous continuons d'utiliser les données du FDI Markets, laisse à penser que la destination européenne constitue un cas bien particulier.

Du point de vue de l'ajustement des deux spécifications de comparaison, les R carrés des « régressions Ernst & Young » sont inférieurs à ceux des « régressions Financial Times ». Ceci est notamment dû au fait que la variable à expliquer retardée manque de significativité au sein des premières alors même qu'elle constitue la variable la plus influente dans les secondes. Nous verrons par la suite ce qui sous-tend les différences de performances statistiques de ce déterminant selon la mesure de *greenfield* choisie. Par ailleurs, nous pouvons remarquer que l'écart d'ajustement économétrique entre les deux séries d'estimation se manifeste essentiellement en temps de crise ou du moins lors de la sous-période la plus récente 2007-2010. Ce phénomène trouve son explication dans deux raisons principales. *Primo*, il ne fait aucun doute qu'en période de difficulté économique les entreprises sont moins enclines à divulguer les détails de leurs opérations *greenfields* lorsqu'elles n'y sont pas tenues<sup>188</sup>. *Secundo*, selon les derniers rapports de la CNUCED (voir sous-section I.3 du chapitre 3), cette période s'accompagne d'un regain d'intérêt pour les investissements directs étrangers touchant aux matières premières. Or, ces deux aspects sont autant de différences méthodologiques qui nourrissent les écarts entre les montants de *greenfields* évalués par le FDI Markets et ceux comptabilisés par l'EIM.

En revanche, les résultats des régressions sur les *greenfields* européens obtenus à partir des deux bases de données en question sont relativement proches en termes de

---

<sup>188</sup> Cet argument est validé par les séries de l'EIM. Alors qu'en moyenne entre 2004 et 2006 les statistiques sur le montant de l'opération *greenfield* sont disponibles une fois tous les 3.54 projets, ce chiffre s'élève à une fois tous les 4.98 projets sur la période 2007-2010.

coefficient des variables. Les plus grands écarts se situent au niveau de la *variable à expliquer retardée* et du *taux de chômage*. Les *montants de greenfields entrants européens rapportés au PIB de l'année passée* se voient attribuer un coefficient élevé et largement significatif quand nos estimations utilisent les données *greenfields* du FDI Markets et non quand elles s'appuient sur celles de l'EIM<sup>189</sup>. Loin d'être anormal, cette différence découle simplement de la façon particulière qu'adoptent les deux bases de données pour comptabiliser un projet d'investissement qui ne détaille pas les montants engagés (voir sous-section III.1.3). Prenons par exemple le cas d'une firme multinationale qui décide d'installer chaque année une nouvelle activité productive dans le même pays étranger d'accueil où elle obtient des profits importants. Supposons maintenant que cette entreprise ne divulgue des informations sur les sommes consacrées à ses projets *greenfields* qu'une fois sur deux. En de telles circonstances, les chiffres récoltés par l'EIM ne pourront refléter la régularité annuelle de ces IDE particuliers. De fait, la variable à expliquer retardée n'apparaît pas comme étant significative au sein des régressions Ernst & Young du **tableau 9**. A l'inverse, les données issues du FDI Markets, en estimant les informations manquantes sur la base des flux de capitaux auparavant investis ne manqueront pas de prendre en compte, voire auront même tendance à surestimer, ce phénomène. A la lumière de ces précisions, les résultats de la variable à expliquer retardée auxquels nous parvenons ici semblent donc tout à fait logiques, surtout en temps de crise où le risque de manque d'information sur les projets est plus prononcé.

Le *taux de chômage*, quant à lui, n'exercerait une influence positive que sur les *greenfields* entrants européens issus de l'EIM et non sur ceux tirés du FDI Markets. Cette relation est à rapprocher du fait que ce sont les projets de création d'activité transnationale les plus importants qui sont les plus à même de faire l'objet d'annonce précise sur les montants engagés, et inversement. En conséquence, en n'estimant pas la valeur des projets manquant de renseignements, l'EIM comptabilise essentiellement les grosses opérations de *greenfields*<sup>190</sup> et donc les plus susceptibles de nécessiter une main d'œuvre disponible abondante. A l'inverse, la variable dépendante construite à partir des

---

<sup>189</sup> Dans ce dernier cas, la variable à expliquer retardée ne parvient qu'à une significativité au seuil des 10% seulement sur l'ensemble de la période 2004 - 2010.

<sup>190</sup> Entre 2004 et 2010, la moyenne des montants de capitaux engagés par projet *greenfield* comptabilisé par l'EIM était de 49,43 million d'euro.

données du FDI Markets, en évaluant les sommes des *greenfields* qui ne sont pas rendues publiques, s'avère insensible au taux de chômage des pays d'accueil.

Les caractéristiques distinctives des deux bases de données se traduisent aussi par quelques différences plus légères de réaction entre les régressions Ernst & Young et celles Financial Times, ces différences apparaissant au niveau de la *croissance de l'épargne*, du *taux d'ouverture* et du *taux de change réel*. Ainsi, les *greenfields* entrants européens répertoriés par l'EIM, davantage centrés sur l'industrie et certaines activités de services choisies, sont plus sensibles en termes de significativité à la *variation de l'épargne d'une économie*, reflétant le dynamisme futur et la santé du secteur financier du marché d'accueil, ainsi qu'au *taux d'ouverture*, permettant à la filiale d'échanger plus facilement à l'international. En revanche, les régressions Ernst & Young ne confèrent pas de pouvoir explicatif au coefficient du *taux de change réel* sur l'ensemble de la période 2004-2010 contrairement aux estimations Financial Times correspondantes. Sur ce point encore, les méthodes de comptabilisation de chacune des bases de données concernant les projets ne divulguant pas les sommes engagées semblent être à la source de cet écart, mais seulement pour l'intégralité de la période retenue. En effet, la différence de significativité du taux de change réel entre les régressions Ernst & Young et Financial Times disparaît dès lors que nous nous concentrons sur les résultats obtenus lors des analyses de sous-périodes.

Enfin, les deux spécifications présentées par le **tableau 9** accordent un impact similaire au *taux de croissance retardé*<sup>191</sup> ainsi qu'aux parts de consommation et de capitalisation boursière des entreprises cotées en bourse dans le PIB sur les *greenfields* entrants européens. La non significativité régulière de ces trois variables au sein de chacune des estimations, qu'elles soient Ernst & Young ou Financial Times, met en exergue deux informations primordiales pour la suite de notre travail. En premier lieu, elle souligne que, dans leur globalité, les résultats économétriques obtenus par le biais des deux bases de données – EIM et FDI Markets – ne sont pas si différents que cela. Mis à part le *taux de chômage* et surtout la *variable à expliquer retardée* dont le coefficient est fortement influencé par la nature des statistiques *greenfields* utilisées, les autres déterminants de notre équation de base obtiennent ici des signes très proches d'une

---

<sup>191</sup> Notons tout de même que le coefficient du taux de croissance retardé revêt une significativité au seuil de 10% à travers la régression Ernst & Young entre 2004 et 2010. Cependant, ce léger pouvoir explicatif n'est confirmé par aucune régression portant sur les sous-périodes 2004-2006 et 2007-2010.

spécification à l'autre. En second lieu, le manque de pouvoir explicatif du taux de croissance retardé, de la part de la consommation dans le PIB ainsi que de celle de la capitalisation boursière au sein de chaque régression de l'analyse présente prouve que l'Europe comme terre d'accueil est un cas particulier. En effet, la logique de localisation des *greenfields* à l'intérieur du vieux continent se révèle être très différente, notamment en ce qui concerne ces trois variables, de ce que nous avons pu trouver auparavant lors de l'étude portant sur les 32 pays développés ou sur la couverture géographique plus élargie (sous-sections II.2, II.3 et II.4 de ce chapitre). Plus précisément, en accordant moins d'importance à la taille, au dynamisme et à la concurrence du marché, les *greenfields* ne considérant que l'Europe au sens large n'apparaissent pas comme pouvant être mus par une motivation horizontale. Parallèlement, les significativités attribuées par les régressions de notre comparaison économétrique aux variables du *taux d'ouverture*, du *taux de change réel* et dans une moindre mesure du *taux de chômage* viennent confirmer qu'ils adopteraient une stratégie plutôt verticale ou « *export-platform* ». Le fait que ce soient les PECO qui attirent en moyenne le plus de *greenfields* par rapport à la taille de leur économie dans notre échantillon européen ne doit pas être étranger à cette conclusion<sup>192</sup>. Toujours est-il que l'ensemble de ces conclusions, aux côtés de la possibilité d'une analyse sectorielle menée sur une période élargie grâce aux données de l'EIM, sont autant d'intérêts pour étudier en profondeur le cas européen.

\*\*\*\*\*

Cette sous-section III.1 nous a permis de présenter une nouvelle base de données jusqu'ici ignorée de la littérature empirique sur les déterminants de localisation des IDE : l'European Investment Monitor d'Ernst & Young. Outre l'avantage de considérer une période plus longue, cette dernière classe les projets de *greenfields* entrants européens, et leurs montants, par secteur d'activité secondaire et tertiaire. Toutefois, comme nous avons pu le constater, elle comporte quelques différences méthodologiques fondamentales par rapport au FDI Markets du Financial Times. La principale étant que l'une (l'EIM) a pour vocation d'apporter une estimation restreinte mais certifiée des capitaux de *greenfields* engagés tandis que l'autre (le FDI Markets) privilégie l'exhaustivité en estimant la valeur supposée vraie de tous les projets entrepris. Au passage, les limites de chacune de ces deux sources statistiques démontrent qu'il n'existe

---

<sup>192</sup> Voir notre comparaison graphique des séries de données *greenfields*, sous-section III.1.2.

pas de données tout à fait fiables concernant les créations de nouvelles activités transnationales. Ainsi, même celles que nous détenons sont fragiles et ne permettent pas d'être absolument certains des résultats économétriques que nous en déduisons. Par conséquent, il faut garder en mémoire que ce que nous en tirerons restera sujet à caution. En dépit de cet avertissement, l'exercice de comparaison entre les régressions Ernst & Young et les estimations Financial Times que nous avons opéré sur l'échantillon européen entre 2004 et 2010 est pour le moins rassurant. En effet, à l'exception de deux déterminants (la variable à expliquer retardée et le taux de chômage), les coefficients des autres régresseurs de l'équation de référence font montre d'une robustesse manifeste au passage d'une variable dépendante à l'autre. De plus, les *greenfields* destinés à une implantation européenne y apparaissent comme ayant un comportement particulier par rapport à ceux considérant un choix de localisation géographique plus large. Tout ceci nous incite à poursuivre plus en profondeur notre exploitation de l'EIM pour profiter notamment de la couverture temporelle et du découpage sectoriel qu'il propose.

### **III.2 Application de la régression de référence sur période rallongée et analyse sectorielle du cas européen**

Maintenant que nous avons présenté l'European Investment Monitor, il nous est possible de mettre à profit les avantages qu'il nous propose par rapport au FDI Markets. Ces avantages sont au nombre de deux : une plus grande couverture temporelle et l'établissement d'un classement des projets *greenfields* par secteur d'activité économique. Ainsi, cela nous permettra d'étudier les résultats de l'application de notre régression de base sur l'échantillon européen pour une période rallongée allant de 1998 à 2010 (III.2.1). Nous verrons également si les créations d'activité industrielles transnationales en Europe se comportent différemment de celles ayant trait aux services, auquel cas nous déterminerons les causes de cet écart (III.2.2). Enfin, nous isolerons le groupe des pays développés européens d'accueil (III.2.3) et de la zone euro (III.2.4) pour déterminer le comportement des *greenfields* s'implantant plus particulièrement dans ces territoires et le comparer avec celui prévalant pour l'ensemble du vieux continent. Tout ceci, au-delà de nous donner des indications précieuses sur la particularité de la

localisation européenne, nous permettra de comprendre plus en profondeur la logique animant les investissements *greenfields*.

### *III.2.1 Etude du cas européen sur la période 1998-2010*

Il s'agit dans un premier temps d'appliquer notre régression Ersnt & Young à l'échantillon européen que nous avons constitué (**Tableau 8**, sous-section III.1.3) et ce, sur l'ensemble des années prises en compte par l'EIM. Pour mémoire, cette base de données couvre la période allant de 1997 à 2010. Néanmoins, la présence de variables retardées au sein de notre spécification nous contraint techniquement à ne considérer que l'étendue 1998-2010. Etant donné que nous avons déjà analysé la sous-période 2004-2010 lors de notre comparaison économétrique avec le FDI Markets (sous-section III.1.3), nous nous intéresserons également à celle qui la précède, à savoir les années allant de 1998 à 2003. Les résultats obtenus sont l'objet du **tableau 10** ci-dessous. Le nombre d'observations, toutes estimations confondues, est compris entre 158 et 358<sup>193</sup>. De fait, il est amplement suffisant pour garantir la précision de notre estimateur *pooling*.

---

<sup>193</sup> Ajoutons que deux pays ne sont pas considérés sur la première sous-période par manque de données : Malte et la Norvège.

**Tableau 10 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays européens sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1998-2010	Régression EY Période retenue 1998-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.27 (6.41)*	0.28 (4.84)*	0.12 (1.82)**
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.01 (0.93)	-0.01 (-0.46)	0.02 (1.66)**
<i>Taux d'ouverture</i>	0.007 (5.78)*	0.01 (5.10)*	0.006 (4.18)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.006 (-3.32)*	-0.005 (-1.80)**	-0.003 (-1.53)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.005 (-0.61)	-0.01 (-1.16)	0.007 (0.71)
<i>Taux de chômage</i>	0.01 (1.47)	0.007 (0.38)	0.05 (2.89)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.0004 (0.44)	-0.0001 (-0.10)	-0.0004 (-0.32)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.001 (0.44)	-0.006 (-1.53)	0.007 (2.55)*
C	0.35 (0.46)	0.97 (0.81)	-0.97 (-1.02)
<b>R2 ajusté</b>	0.36	0.47	0.30
<b>Nombre d'observations</b>	358	158	200
<b>Nombre de Pays</b>	31	29	31

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Comme nous pouvons le constater dans le **tableau 10**, le fait de mener notre régression Ernst & Young sur une période plus longue – de 1998 à 2010 – permet d’améliorer la qualité de son ajustement<sup>194</sup>. Sur ce point, il est intéressant de noter que, à l’image de ce que nous obtenions lors de la comparaison économétrique précédente (sous-section III.1.3 de ce chapitre), l’ajustement des estimations utilisant les données *greenfields* de l’EIM est meilleur lors des sous-périodes les plus anciennes. Ceci pourrait laisser entendre que notre spécification n’est plus d’actualité ou plutôt qu’elle est moins appropriée pour expliquer le comportement récent des *greenfields*. Cependant, le constat inverse qui prévalait dès lors que nous utilisions les chiffres du FDI Markets comme variable dépendante contredit cette hypothèse (voir **tableau 9**, sous-section III.1.3 de ce chapitre). En réalité, la dégradation progressive du R carré ajusté au sein des régressions Ernst & Young va de pair avec de moins en moins de déclaration sur les montants engagés par projets de *greenfields* avec le temps, et donc davantage de données manquantes au sein de l’EIM sur les dernières années prises en compte. En effet, entre 1998 et 2003, le rapport entre le nombre de projets *greenfields* dont la valeur était connue et le nombre de projets *greenfields* totaux pour notre échantillon était de 0,34<sup>195</sup>. Entre 2004 et 2010, ce même ratio passe à 0,23. Il va de soi que cette tendance a un impact direct sur la qualité d’ajustement de la spécification présente ainsi que sur la réaction de notre variable dépendante à certains régresseurs de notre équation de base.

L’exemple le plus marquant étant le coefficient qui est ici accordé aux *flux de greenfields sur PIB retardés*. Comme nous l’avons développé précédemment (sous-section III.1.3 de ce chapitre), la nature même de ce régresseur le rend particulièrement vulnérable au degré d’approximation d’année en année des données sur lesquelles sera basée la variable dépendante. Or, nous pouvons remarquer que la prise en considération d’années plus anciennes, pour lesquelles la base EIM est plus exhaustive, suffit à lui conférer un coefficient bien plus important (0.27) et surtout significatif au sein de notre estimation Ernst & Young concernant les *greenfields* entrants en Europe entre 1998 et 2010. Ce résultat va ainsi dans le sens de Campos et Kinoshita (2003) et d’Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006) dont les travaux aboutissent également à un impact positif de

---

<sup>194</sup> Le R carré de la régression Ernst & Young sur la période 1998-2010 s’élève à 0,36. Pour rappel le R carré ajusté de la même régression portant sur la période 2004-2010 s’établissait à 0,30 (sous-section III.1.3 de ce chapitre).

<sup>195</sup> Ce calcul a été mené sur la base de données EIM. Il a consisté à diviser le nombre de projet de *greenfields* entrants dans notre échantillon pour lesquels les montants étaient annoncés entre 2003 et 2010 par le nombre de projet total de *greenfields* entrepris.

la variable autorégressive sur les *IDE* entrants des pays en transition, la plupart de ces pays (voire la totalité) étant présents dans notre échantillon européen. Il en est de même pour les résultats de Barrell et Pain (1999) concernant les *IDE* manufacturiers d'origine américaine à destination, cette fois, de 6 pays développés de l'Union Européenne entre 1978 et 1994. Toutefois, le coefficient de la variable à expliquer retardée n'est pas le seul à être affecté par ce rallongement temporel, c'est également le cas de celui du taux de chômage, du taux de change réel et de la croissance de l'épargne.

Tout d'abord, les coefficients qui sont associés au *taux de chômage* à travers les régressions Ernst & Young suggèrent ici que cette variable n'aurait joué un rôle – qui au passage sera loin d'être négligeable – sur les *greenfields* entrants européens que sur la période 2004-2010<sup>196</sup>. Tout compte fait, ce résultat est conforme à ce que nous pouvions attendre, étant donné qu'une proportion moindre des projets *greenfields* a fait état des montants engagés lors de ces dernières années selon les données de l'EIM. Comme nous l'avons développé dans la sous-section précédente (sous-section III.1.3 de ce chapitre), ce manque d'information a alors tendance à surreprésenter les plus grosses opérations parmi l'ensemble des investissements transnationaux créateurs d'activité de cette base de données. Ceci vient du fait qu'il leur est plus difficile de taire leurs sommes investies, contrairement aux investissements de plus petite envergure. Or, ces gros projets de création d'activité transnationale sont justement les plus à même d'être sensibles à la disponibilité du travail et à la baisse de pouvoir de négociation salariale des employés d'un territoire d'accueil. De plus, nous verrons que l'effet attractif du taux de chômage touche particulièrement les *greenfields* à destination des pays développés européens d'accueil. A l'inverse, selon Rasciute et Pentecost (2010), les *IDE* allant s'implanter dans les pays en développement semblent y être indifférents. En effet, leur modèle de logit emboîté n'accorde aucune significativité à cette variable sur les *IDE* en direction de 13 PECO compris dans notre couverture géographique entre 1997 et 2007. Les auteurs expliquent ce manque de pouvoir explicatif par le fait que le taux de chômage envoie également un signe négatif aux multinationales s'agissant de la flexibilité du marché du travail et du niveau de la demande intérieure du marché d'accueil. Par ailleurs, il est à remarquer que leurs résultats concordent avec ceux que nous obtenions via les régressions Financial Times lors de la comparaison économétrique (sous-section III.1.3

---

<sup>196</sup> Plus précisément, cette influence positive du taux de chômage sur les *greenfields* entrants apparaîtrait entre 2004 et 2006, selon le découpage temporel de la comparaison économétrique conduite à la sous-section III.1.3 de ce chapitre.

de ce chapitre). Ceci explique pourquoi les *greenfields* entrants de l'Europe au sens large ne prennent pas en considération le taux de chômage sur la période 1998-2010.

Pour ce qui est du *taux de change réel*, nous avons conclu lors de notre comparaison économétrique (sous-section III.1.3 de ce chapitre) que la non significativité accordée à son coefficient par les régressions Ernst & Young sur l'échantillon européen entre 2004 et 2010 était probablement liée au caractère parcellaire des données *greenfields* de l'EIM. Les *t* de Student et les coefficients auxquels nous parvenons ici, en reproduisant la même estimation sur une plage temporelle élargie 1998-2010, semblent corroborer cette intuition. En effet, dès lors que des années plus anciennes sont prises en compte<sup>197</sup>, les flux de *greenfields* à destination de l'Europe apparaissent bien attirés par les territoires d'accueil caractérisés par des prix, et surtout des salaires, relatifs plus faibles (même si les coefficients obtenus sont relativement faibles ici compte tenu des caractéristiques des données EIM). En revanche, la littérature des déterminants des *IDE* en direction du vieux continent est beaucoup moins unanime sur l'importance des coûts de production comme critère de localisation. Ainsi, si les travaux de Barrell et Pain (1998, 1999) soutiennent l'idée d'un impact négatif des coûts unitaires relatifs du travail sur les *IDE* des principaux pays développés de l'UE, ceux de Culem (1988) s'appuyant sur une variable et un échantillon quasiment similaire, aboutiront, pour leur part, à un coefficient non significatif<sup>198</sup>. De la même manière, bien que les coûts de production influenceraient les *IDE* à destination des pays en transition selon Campos et Kinoshita (2003), Bevan et Estrin (2000) et Bevan, Estrin et Meyer (2004), cela ne serait pas le cas pour Rasciute et Pentecost (2010), Resmini (2000), Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006) et Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002).

Au même titre que le taux de chômage, la *croissance de l'épargne* des pays d'accueil ne commence ici à exercer une (légère) influence sur la localisation des *greenfields* à l'intérieur de l'Europe qu'à partir de la sous-période 2004-2010. C'est en tout cas ce que démontre le manque de pouvoir explicatif obtenu par son coefficient lors des régressions Ernst & Young 1998-2010 et 1998-2003. Cependant, contrairement au

---

<sup>197</sup> Au risque de nous répéter, rappelons que les données de l'EIM sont justement plus complètes lors des premières années de la période 1998-2010 que nous retenons ici.

<sup>198</sup> Notons tout de même que l'étude de Culem (1988) retient une période plus ancienne que celles de Barrell et Pain (1998, 1999). La première porte sur les années 1969 – 1982 tandis que les secondes considèrent les fourchettes temporelles 1980 – 1991 et 1978 - 1994.

commentaire que nous avons fait sur le taux de chômage, l'évolution de la significativité de la croissance de l'épargne au sein de nos estimations à travers le temps n'est pas due au caractère de plus en plus parcellaire des données *greenfields* tirées de l'EIM. Pour preuve, cette variable se voyait également attribuer un coefficient positif et statistiquement pertinent *lors de la régression Financial Times 2007-2010* au cours de notre comparaison économétrique (sous-section III.1.3 de ce chapitre). De fait, il s'agit plutôt d'un changement stratégique des firmes multinationales qui ne prennent que depuis récemment le taux de croissance de l'épargne comme critère de localisation de leurs nouvelles activités européennes. Malheureusement il n'existe pas, à notre connaissance, d'étude portant sur les IDE en Europe et intégrant cette variable pour appuyer davantage nos propos.

Parallèlement, les résultats de nos régressions Ersnt & Young concernant les autres variables de notre équation de base ne semblent pas touchés par le rallongement temporel opéré par l'analyse présente. Ainsi, le *taux d'ouverture*, demeure ici associé à un coefficient faiblement positif et significatif à travers chaque estimation dont la variable dépendante est issue de l'EIM. En conséquence, nous en déduisons que la libéralisation commerciale d'un territoire d'accueil est un déterminant primordial de localisation des *greenfields* à l'intérieur de l'Europe au sens large. Notons, de surcroît, que l'effet d'attractivité du taux d'ouverture prévaut tout autant sur les flux d'IDE entrants de 10 PECO entre 1990 et 1995 selon Resmini (2000).

En outre, à l'instar des résultats auxquels nous parvenions lors de notre comparaison économétrique (sous-section III.1.3 de ce chapitre), le *taux de croissance retardé* n'exerce pas d'influence positive sur les *greenfields* désirant s'implanter en Europe au sens large entre 1998 et 2010<sup>199</sup>. En effet, la très faible significativité positive au seuil des 10% que revêt son coefficient à travers la régression Ernst & Young entre 2004 et 2010 ne se voit confirmée par aucune autre estimation présentée dans les **tableaux 9 et 10**. Nous pouvons remarquer que l'étude empirique de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002)<sup>200</sup> sur les IDE en direction de 26 économies en transition entre 1990 et 1999 n'accordait pas non plus de pouvoir explicatif à cette variable.

---

<sup>199</sup> Nous verrons que ce constat diffère s'agissant des pays développés européens seuls.

<sup>200</sup> Notons que Culem (1988) ainsi que Barrell et Pain (1999) aboutiront à un effet positif du taux de croissance *non-retardé*, sur les IDE en direction de certains pays développés européens.

Enfin, fidèles aux résultats obtenus à travers toutes les régressions de la comparaison économétrique entre 2004 et 2010 (sous-section III.1.3 de ce chapitre), la *part de la consommation sur le PIB* et celle de la *capitalisation boursière* restent non significatives au sein des estimations Ernst & Young portant sur la période étendue retranscrites dans le **tableau 10**. En d'autres termes ni la taille du marché d'un pays, ni son degré de concentration de capital ne seraient pris en considération par les investisseurs *greenfields* désirant s'installer en Europe entre 1998 et 2010. Ce constat, doublé de celui analogue concernant le *taux de croissance*, confirme ainsi ce que nous avons signalé dans la sous-section III.1.3 de ce chapitre, à savoir que les investissements étrangers créateurs d'activité allant s'installer au cœur du vieux continent seraient plus de nature verticale ou « *export-platform* » qu'horizontale. Notons que ceci va quelque peu à l'encontre de la littérature spécialisée sur les IDE totaux. En effet, Matha (2000, 2002) démontre que les IDE suédois en direction de l'Union Européenne entre 1974 et 1994 sont liés à des motivations horizontales et verticales mais que les premières dominent à partir du moment où il utilise des données agrégées. De plus, selon Protsenko (2003), les IDE à destination de 13 PECO entre 1989 et 2000, bien qu'auparavant attirés par les faibles salaires, deviennent de plus en plus horizontaux avec l'augmentation du coût du travail. Nos résultats sont donc la preuve que les *greenfields* sont, sur ce point, des IDE particuliers.

\*\*\*\*\*

Au final, il est intéressant de remarquer que les estimations Ernst & Young portant sur l'échantillon européen pour la période 1998-2010 nous renvoient à des résultats quasiment identiques à ceux qui étaient produits par les régressions Financial Times entre 2004 et 2010 (sous-section III.1.3 de ce chapitre). Ceci est en grande partie dû au fait que la base de données EIM s'avère plus exhaustive, et donc plus proche de celle du Financial Times, sur les années les plus anciennes. Quoi qu'il en soit, l'étude économétrique que nous venons de mener ici n'en est pas pour autant dénuée d'enseignements. Au-delà de tester la robustesse de notre spécification, elle apporte la confirmation que l'Europe est bien une région d'accueil particulière. En effet, contrairement à ceux considérant un choix de localisation élargi (sous-sections II.2, II.3 et II.4 de ce chapitre), les *greenfields* à destination des pays européens s'avèrent être essentiellement verticaux. Au risque de nous répéter, cette motivation « *resource seeking* » est notamment à rapprocher du constat que les PECO sont les pays européens

qui reçoivent le plus d'investissements transnationaux créateurs d'activités par rapport à leur PIB quelle que soit la base de données – EIM ou FDI Markets – considérée. Par ailleurs, les régressions Ernst & Young sur plus longues périodes nous permettent d'apprécier l'évolution de l'influence qu'exercent des variables telles que le taux de chômage et la croissance de l'épargne brute sur les *greenfields* entrants européens au cours du temps. Notre découpage temporel nous apprend ainsi que ces déterminants ne commencent à jouer véritablement aux yeux des investisseurs que depuis peu. Ce résultat démontre que les facteurs de localisation des *greenfields* sont dépendants de la période retenue. Il s'agit maintenant d'analyser plus profondément leur nature, notamment à partir d'une approche sectorielle.

### III.2.2 Approche sectorielle du cas européen

Les investissements *greenfields* se comportent-ils de façon différente en fonction de leur caractéristique sectorielle ? Bien que ne prenant pas en compte le secteur primaire, les données de l'EIM nous permettent de répondre à cette question pour le cas européen en distinguant les créations d'activités transnationales industrielles et de service. Néanmoins, avant de procéder au travail économétrique, quelques précisions importantes sont à énoncer pour pouvoir interpréter avec rigueur les résultats que nous obtiendrons. Il faut déjà s'entendre sur la définition de ce qui est compris dans l'un ou l'autre des secteurs. Sur ce point il nous semble essentiel de rappeler dans un premier temps que les *greenfields* liés à la vente au détail, aux loisirs, à l'hôtellerie-restauration, à l'immobilier, aux services publics ainsi que les investissements de maintenance ou de remplacement sont initialement exclus de l'EIM. A partir de là, est considéré comme industriel par la base de donnée tout ce qui concerne les activités de logistique, de manufacture et de contrôle/réparation des produits vendus. Le secteur tertiaire, quant à lui, regroupe tous les *greenfields* ayant trait aux sièges sociaux, aux centres d'appel (« *contact center* »), à l'éducation et à la formation, aux centres de traitement des données, à la Recherche & Développement, à la vente, au marketing, au service d'assistance aux entreprises et aux centres de services partagés.

Ceci étant clarifié, il convient maintenant de savoir laquelle des deux catégories sectorielles est la plus représentée au sein des données agrégées de l'EIM. Après calculs,

force est de constater qu'il s'agit, et de loin, des *greenfields* industriels, les *montants* de ces derniers comptant pour 86.26% de ceux des *greenfields* agrégés entre 1998 et 2010 pour notre échantillon européen. En revanche, il est à noter que sur la même période et pour les mêmes pays d'accueil, le nombre de *projets* concernant le secteur tertiaire est plus important que celui lié au secteur secondaire (respectivement 20114 contre 15682). Loin d'être paradoxal, ce phénomène est le fruit de deux tendances majeures. *Primo*, les projets de *greenfields* industriels ont tendance à être plus conséquents que ceux des *greenfields* de services, tout du moins au sein de la base de données d'Ersnt & Young. En effet, toujours entre 1998 et 2010, les montants moyens engagés pour les premiers cités sont de 50.98 millions de dollars par projet alors qu'ils n'atteignent que 36.11 millions de dollars par projet pour les seconds. *Secundo*, les données du secteur secondaire sont plus exhaustives que celles du secteur tertiaire au sein de l'EIM. Autrement dit, les annonces de *greenfields* industriels sont plus souvent accompagnées d'information sur la somme de capital investi (environ une fois sur deux) que celles des *greenfields* de services (environ une fois sur dix). Bien entendu, la surreprésentation du secteur industriel et le caractère parcellaire des statistiques EIM sur le secteur tertiaire sont des indications précieuses en vue de l'interprétation des résultats à venir. Enfin, ajoutons que chacune des séries de données *greenfields* – industriels et de services – sera rapportée au PIB total de l'économie d'accueil considérée avant d'être estimée. Comme nous l'avons expliqué lors de la présentation de l'équation de base (sous-section I.1 de ce chapitre) cette normalisation nous permettra de tenir compte de « l'effet taille » des pays hôtes.

Le **tableau 11** présente les résultats que nous obtenons en appliquant notre estimation de base aux *greenfields* industriels (partie gauche en bleu) et aux *greenfields* de services entrants européens (partie droite en rouge). Ceux-ci sont déclinés sur les trois périodes 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010. Comme nous pouvions nous y attendre suite aux explications que nous venons d'apporter sur les données, le nombre d'observations des régressions portant sur les *greenfields* du secteur secondaire (régression « industrie ») est supérieur à celui des régressions « services ». Quoiqu'il en soit, sur toutes les estimations confondues, il est compris entre 80 et 351<sup>201</sup>. Il apparaît

---

<sup>201</sup> 3 pays, Malte, la Norvège et la Slovénie, ne sont pas considérés dans la régression industrie entre 1998 et 2003 par manque de données. Pour les mêmes raisons, 5, 12 puis 7 économies sont respectivement absentes des régressions « services » pour les périodes 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010. Il s'agit respectivement de l'Estonie, de la Finlande, de la Grèce, de Malte et de la Norvège ; puis ce même groupe augmenté de la Bulgarie, de la Croatie, de la Lettonie, de la Slovaquie, de la Slovénie, de la Turquie et de l'Ukraine ; et enfin du groupe initial augmenté cette fois du Danemark et des Pays-Bas. Notons que le fait qu'il y ait un tel écart de nombre de pays pris en compte entre les différentes estimations peut avoir sa part de responsabilité dans les différences de résultats.

donc comme étant suffisamment élevé pour assurer une bonne précision de l'estimateur *pooling* à travers notre économétrie de panel.

**Tableau 11 : Approche sectorielle du cas européen**

**Régressions déterminant la localisation des *greenfields* par secteur d'activité économique vers l'ensemble des pays européens sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* industriels ou tertiaires en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Secteur secondaire			Secteur tertiaire		
	Régression industrie 1998-2010	Régression industrie 1998-2003	Régression industrie 2004-2010	Régression services 1998-2010	Régression services 1998-2003	Régression services 2004-2010
Variable à expliquer retardée	0.24 (5.45)*	0.28 (4.67)*	0.04 (0.69)	0.03 (0.49)	-0.11 (-1.05)	0.14 (1.05)
Taux de croissance retardé	0.008 (0.73)	-0.01 (-0.52)	0.02 (1.57)	0.01 (2.93)*	0.01 (1.44)	0.01 (3.04)*
Taux d'ouverture	0.007 (5.71)*	0.01 (4.75)*	0.006 (4.34)*	0.001 (3.58)*	0.003 (3.21)*	0.0009 (2.16)*
Taux de change réel	-0.006 (-3.37)*	-0.004 (-1.58)	-0.004 (-1.92)**	-0.0002 (-0.41)	-0.0002 (-0.22)	0.001 (1.66)**
Consommation/PIB	-0.005 (-0.66)	-0.01 (-1.28)	0.006 (0.69)	0.0008 (0.27)	0.004 (0.70)	0.001 (0.58)
Taux de chômage	0.01 (1.42)	0.007 (0.43)	0.05 (2.77)*	0.003 (0.92)	0.004 (0.49)	0.01 (2.17)*
Capitalisation boursière/PIB	0.0003 (0.37)	-0.0002 (-0.16)	-0.0003 (-0.27)	-0.00005 (-0.18)	-0.0001 (-0.22)	-0.0004 (-1.22)
Croissance de l'épargne	0.002 (0.94)	-0.003 (-0.95)	0.007 (2.73)*	-0.0005 (-0.65)	-0.002 (-1.19)	0.0004 (0.62)
C	0.40 (0.54)	1.10 (0.92)	-0.85 (-0.91)	-0.16 (-0.60)	-0.58 (-0.93)	-0.34 (-1.31)
R2 ajusté	0.33	0.44	0.28	0.11	0.18	0.10
Nombre d'observations	351	152	199	193	80	113
Nombre de Pays	31	28	31	26	19	24

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Nous pouvons remarquer au sein du **tableau 11** que l'ajustement de notre spécification est de meilleure qualité pour les régressions industries que pour les régressions services. Somme toute, ce résultat est logique dès lors que nous considérons les écarts de nombre d'observations pour chaque estimation. Une telle comparaison nous permet aussi d'expliquer pourquoi les R carrés ajustés obtenus ici s'élèvent à des valeurs moindres que ceux associés à la totalité des *greenfields* de l'EIM. Quoi qu'il en soit, leur relative faiblesse générale suggère que d'autres facteurs de localisation seraient à prendre en considération pour mieux expliquer le comportement des investissements transnationaux durables secondaires et tertiaires entrants en Europe. Par ailleurs, il est à noter que ces R carrés ajustés ont toujours tendance à s'éroder avec le temps. Comme mis en avant précédemment (sous-section III.2.1 de ce chapitre), nous attribuons moins cette baisse à une dégradation de l'adéquation de notre spécification qu'au caractère progressivement parcellaire des données de l'EIM sur les montants de *greenfields* investis.

Les résultats des régressions basées sur les *greenfields* industriels entrants européens obtenus ici s'avèrent quasiment identiques à ceux auxquels nous parvenons lors de notre analyse de localisation des *greenfields* agrégés de l'EIM entre 1998 et 2010 (sous-section III.2.1 de ce chapitre). En effet, seules deux légères différences les singularisent. La première est que les *variables retardées* de notre équation de base – *variable autorégressive et taux de croissance* – ne se voient pas accorder de coefficients significatifs lors de l'estimation *industrie* du **tableau 11** portant sur la sous-période 2004-2010. Néanmoins, l'influence que semblaient exercer ces régresseurs sur les *greenfields agrégés* entrants européens sur les mêmes années<sup>202</sup> n'était pas non plus appuyée par l'analyse en découpage temporel du **tableau 9**. De fait, les non significativités auxquelles nous parvenons ici pour la variable à expliquer et le taux de croissance retardés sont loin d'être incohérentes.

L'autre écart de réaction concerne le *taux de change réel*. La sous-période 2004-2010 lors de laquelle cette variable influence négativement les *greenfields* du secteur secondaire n'est plus la même que celle, entre 1998 et 2003, pour laquelle elle jouait ce rôle sur les *greenfields* agrégés. Autrement dit, si les coûts de production, ou l'effet

---

<sup>202</sup> Les coefficients de la variable à expliquer retardé et du taux de croissance retardé étaient significatifs au seuil de 10% entre 2004 et 2010 lors des régressions Ernst & Young (sous-sections III.1.3 et III.2.1 du chapitre présent).

richesse, ne revêtaient d'importance que pour les premières années de notre analyse concernant la localisation des *greenfields* agrégés à l'intérieur de l'Europe, ils ne s'avèrent déterminants que depuis peu s'agissant des créations d'activité transnationale du secteur secondaire. Il serait alors intéressant de voir si ce phénomène est uniquement dû à la crise financière actuelle, et aux économies que doivent faire les entreprises industrielles pour y survivre, ou s'il s'agit simplement d'une tendance récente. Dans tous les cas, notons que le taux de change réel est un facteur important de localisation des *greenfields*, qu'ils soient agrégés ou seulement industriels, à l'intérieur de l'Europe sur la période 1998-2010.

A l'exception de ces deux modifications, le reste des résultats concernant les *greenfields* industriels est similaire à ceux auxquels nous aboutissions en analysant les *greenfields* agrégés. Par conséquent, les mêmes conclusions s'y dégagent : Les *greenfields* industriels s'implantant à l'intérieur de l'Europe sont principalement verticaux et/ou « *export-platform* » et leurs déterminants de localisation se modifient à moyen terme. Ajoutons, de surcroît, qu'une telle ressemblance de comportement entre les investissements transnationaux durables agrégés et du secteur secondaire témoigne de la surreprésentation des seconds au sein des premiers, comme nous l'avons démontré en introduction de cette sous-section III.2.2.

En revanche, les résultats de notre régression de base appliquée aux *greenfields* entrants européens du *secteur tertiaire* entre 1998 et 2010 sont très éloignés de ceux associés aux *greenfields* du secteur secondaire, et donc, par ricochet, de ceux liés aux *greenfields* agrégés. Tout d'abord, le coefficient de la *variable à expliquer retardée* n'y apparaît jamais comme significatif. Sur ce point particulier, la raison se trouve dans le caractère davantage parcellaire des données de l'EIM s'agissant des montants de capitaux engagés dans les *greenfields* de services. En effet, au début de cette sous-section III.2.2, nous avons montré que ces dernières étaient tout particulièrement touchées par le manque d'information sur la valeur des projets d'investissement. Or, pour des raisons évidentes, que nous avons alors évoquées, la variable des *greenfields* sur PIB de l'année passée est, de par nature, très sensible à cette non exhaustivité des données EIM. Ceci explique pourquoi son coefficient échoue à obtenir de la significativité via les régressions « services ». Les résultats de Ramasamy et Yeung (2010), bien que concernant les *IDE*

tertiaires, semblent confirmer l'hypothèse que le problème proviendrait des données *greenfields* retenues. Le travail économétrique en GMM de ces auteurs accorde bel et bien une influence positive des IDE tertiaires de l'année passée sur les IDE tertiaires présents en direction des pays de l'OCDE entre 1980 et 2003.

Toutefois, la singularité la plus remarquable des résultats des régressions services portant sur l'échantillon européen se situe au niveau du *taux de change réel*. Non seulement ce dernier n'a aucun pouvoir explicatif sur les *greenfields* du secteur tertiaire entrants en Europe lors de la grande période allant de 1998 à 2010, mais en plus, son coefficient acquiert ici un signe très légèrement *positif* et significatif au seuil des 10% au cours de la sous-période 2004-2010. Autrement dit, les projets de créations d'activités transnationales à l'intérieur de l'Europe se dirigent dernièrement vers les pays proposant des coûts salariaux plus élevés, et pour lesquels les firmes multinationales ont un effet richesse défavorable. L'explication de cette relation passe par la recherche d'une main d'œuvre plus qualifiée et donc plus onéreuse. En effet, selon Walsh et Yu (2010) mais également Rasciute et Pentecost (2010), si les IDE manufacturiers sont davantage attirés par des coûts du travail moindres, les IDE de services, généralement plus avancés technologiquement, désirent avant tout disposer d'une force de travail qualifiée, quitte à la payer plus chère. C'est la raison pour laquelle les résultats de l'ensemble du **tableau 11** sur le taux de change réel sont en accord avec la majorité des analyses sectorielles de localisation des IDE. Resmini (2000) et Rasciute et Pentecost (2010) trouvent ainsi que les faibles coûts du travail sont beaucoup plus pertinents pour expliquer les flux d'IDE des secteurs « traditionnels » (textile, habillement, cuir et chaussure, meuble, céramique et les produits métalliques les plus simples) que les autres. Dans leur sillage, Walsh et Yu (2010) parviennent à un coefficient négatif et significatif de leur taux de change effectif réel s'agissant des IDE manufacturiers et positif et significatif quand ils utilisent les IDE de services. Seule l'étude empirique de Ramasamy et Yeung (2010) confère au coût du travail unitaire une influence négative pour les deux catégories sectorielles d'IDE. De fait, les coefficients des prix relatifs qui sont obtenus par notre analyse économétrique sectorielle sur l'échantillon européen entre 1998 et 2010 sont tout à fait cohérents.

Une autre différence notable entre le fruit des régressions industrielles et des régressions services à partir de l'échantillon européen concerne le *taux de croissance retardé*. Alors que cette variable manquait de significativité pour expliquer les

*greenfields* totaux et du secteur secondaire<sup>203</sup>, elle joue ici un rôle positif primordial dans l'attraction des *greenfields* de services entre 1998 et 2010 et entre 2004 et 2010 (en témoigne le niveau de son coefficient, celui-ci étant l'un des plus élevés obtenus à travers les régressions services). En d'autres termes, les créations d'activités transnationales de services à l'intérieur de l'Europe se dirigeraient plus volontiers vers les pays caractérisés par un marché en pleine progression sur ces périodes. Ce résultat, combiné avec celui que nous venons d'interpréter sur le *taux de change réel*, confirme l'idée selon laquelle les « IDE tertiaires sont susceptibles d'être de nature horizontale » (Walsh et Yu (2010, p.10)). Ceci provient du fait que, par essence, les services sont en grande partie *non échangeables* sur le plan mondial. Par conséquent, ils font moins l'objet d'investissements verticaux ou « *export-platform* » puisque ces derniers impliquent par définition un commerce international de la production. C'est la raison pour laquelle les résultats sur le taux de croissance retardé présentés dans tout le **tableau 11** sont très proches de ceux affichés par la littérature des IDE. Bien qu'utilisant le taux de croissance *coontemporain*, Walsh et Yu (2010) et Ramasamy et Yeung (2010) aboutissent à un coefficient positif et significatif de cette variable au seuil de 5% pour expliquer les IDE tertiaires et seulement au seuil de 10% pour expliquer les IDE secondaires. Notons cependant que l'estimation de Kolstad et Killanger (2008) concernant les flux entrants d'IDE de services pour 57 pays développés et en développement entre 1989 et 2000 statue, quant à elle, à une non significativité d'un tel régresseur.

Enfin, les résultats liés aux *greenfields* de services entrants européens se distinguent également de ceux associés aux *greenfields* industriels et agrégés par le manque de pouvoir explicatif qu'accorde la régression services à la *croissance de l'épargne brute* entre 2004 et 2010. Ici encore, ce coefficient non significatif est à relier à la nature intrinsèquement plus horizontale des IDE tertiaires. En effet, si la croissance de l'épargne reflète, en partie, le potentiel dynamique futur d'une économie d'accueil ainsi que la profondeur de son secteur financier, il signale avant tout que ses habitants mettent davantage leur revenu de côté. Or, tous ces placements sont autant de sommes qui ne sont

---

<sup>203</sup> Le coefficient du taux de croissance retardé n'atteignait que difficilement le seuil de significativité à 10% dans l'estimation des *greenfields* totaux entrants en Europe entre 2004 et 2010. En outre, cette significativité n'est pas appuyée par les résultats des estimations portant sur les sous-périodes 2004-2006 et 2007-2010. (Voir sous-section III.2 du chapitre présent).

pas destinées à la consommation. De fait, leur augmentation n'incite pas les *greenfields* de services essentiellement « *market seeking* » à s'établir dans les pays concernés.

En définitive, les différences majeures distinguant les résultats des régressions services portant sur l'échantillon européen entre 1998 et 2010 proviennent, à côté d'un souci d'ordre technique de récolte des données de la variable dépendante, de deux caractéristiques propres aux *greenfields* du secteur tertiaire. D'une part ils font appel à une main d'œuvre plus qualifiée et d'autre part ils sont plus horizontaux que leurs homologues industriels. Sur ce dernier point, il convient tout de même de remarquer que certaines des variables de notre équation de base censées refléter la stratégie « *market seeking* » des IDE ne semblent pas exercer d'influence sur les *greenfields* du secteur tertiaire dans l'étude présente.

C'est par exemple le cas de la *part de la consommation totale* et de *de celle de la capitalisation boursière des entreprises cotées sur le PIB* qui ne se voient accorder de coefficient significatif à travers aucune des estimations présentées dans le **tableau 11**. Pour ce qui est de la seconde citée, ce manque de pouvoir explicatif peut provenir du fait que la *concentration du capital* d'une économie peut avoir deux effets contraires sur les IDE. Si elle est susceptible de les démotiver, via le signal de forte concurrence qu'elle envoie, elle peut tout aussi bien rendre un pays attractif aux yeux des firmes multinationales cherchant des territoires d'accueil disposant de réserves de liquidité locales importantes<sup>204</sup>. Il semblerait donc que ces deux impacts se compensent dans le cas des *greenfields* tertiaires à destination de l'Europe entre 1998 et 2010.

S'agissant de la *part du PIB consommé*, la raison de la non significativité récurrente de son coefficient à travers les régressions services portant sur l'échantillon européen proviendrait plutôt de sa moins bonne adéquation pour appréhender la taille des marchés pris en compte. En effet, la littérature portant sur les déterminants des flux d'IDE a tendance à capter la motivation horizontale qui anime les investisseurs en incluant le PIB dans leur équation économétrique. Ce faisant, Ramasamy et Yeung (2010) ainsi que Kolstad et Killanger (2008) concluent bel et bien à une influence positive de la taille du marché sur la localisation des IDE du secteur tertiaire.

---

<sup>204</sup> Sur ce point, voir Petroulas (2007).

Malheureusement, nous ne pouvons pas utiliser le PIB comme variable explicative en raison de notre spécification<sup>205</sup>.

Par ailleurs, le coefficient de *l'ouverture aux échanges* apparaît ici comme faiblement positif et significatif à travers chacune de nos régressions services. Autrement dit, à l'inverse du phénomène « *tariff jumping* » typiquement horizontal, ces investissements seraient plutôt à la recherche d'une économie ne dressant pas de barrières commerciales à ses frontières. Comme le signale Walsh et Yu (2010), ce résultat peut sembler contradictoire pour des IDE concernant des services majoritairement non échangeables. Toutefois, ils ajoutent qu'« il est possible que l'ouverture aux échanges soit corrélée avec le type de libéralisation économique qui génère également un environnement sain pour le secteur tertiaire » (Walsh et Yu (2010, p.10)). C'est la raison pour laquelle ces auteurs obtiennent, au même titre que Ramasamy et Yeung (2010), un coefficient positif et significatif de leur variable de taux d'ouverture en tant que déterminant des IDE de services. Notons en revanche que les travaux sur le même sujet de Kolstad et Killanger (2008) ne conféreront pas de significativité à cette même variable.

Ainsi, aucun des résultats correspondant aux régressions services appliquées à l'échantillon européen entre 1998 et 2010 n'infirme vraiment la thèse soutenant la motivation horizontale des *greenfields* du secteur tertiaire. Par conséquent, nous rejoignons tout à fait la conclusion de Geishecker et Görg (2005). Pour mémoire, rappelons que, à partir d'une régression tiré du modèle « *knowledge-capital* » portant sur les stocks d'IDE bilatéraux d'un échantillon de 60 économies comprenant nos 31 pays européens entre 1994 et 2001, ces auteurs démontrent que les IDE manufacturiers sont essentiellement de nature verticale tandis que leurs homologues de services sont principalement horizontaux (sous-section I.2.1 du chapitre 1).

\*\*\*\*\*

L'analyse de localisation des *greenfields* par secteur d'activité que nous venons de mener sur l'échantillon européen est indispensable pour bien comprendre le comportement général des *greenfields* agrégés entre 1998 et 2010. Tout compte fait, ces derniers sont mus par deux forces opposées. D'un côté, nous avons leur pendant

---

<sup>205</sup> En effet, le PIB est déjà présent dans notre variable à expliquer. Sur ce sujet voir la sous-section I.1 de ce chapitre.

industriel qui est plutôt de nature verticale ou « *export-platform* ». De l'autre, nous avons leur partie tertiaire qui s'associe davantage à une motivation horizontale tout en recherchant une main d'œuvre plus qualifiée. Il va de soi que ces deux composantes réagissent très différemment à notre spécification de référence, notamment à ses variables du taux de change réel et du taux de croissance du PIB retardé. Toutefois, cette dualité a tendance à disparaître dès que nous considérons les créations d'activités transnationales agrégées de l'EIM. La faute en revient à la surreprésentation de leur composante industrielle, et ce notamment à cause du caractère asymétriquement parcellaire des données. C'est la raison pour laquelle nos résultats économétriques expliquant la logique de localisation des *greenfields* agrégés en Europe sont si proches de ceux que nous obtenons à partir des *greenfields* du secteur secondaire. Néanmoins, en sera-t-il de même si nous restreignons notre échantillon aux groupes des pays développés européens ? Et la zone euro en constitue-t-elle un cas particulier ? Les sous-sections qui suivent ont pour objectif de nous éclairer sur ces questions.

### III.2.3 Analyse des pays développés européens

Nous avons pour idée initiale de répéter l'approche sectorielle précédente (sous-section III.2.1 de ce chapitre) sur les deux groupes de pays classés par niveau de développement de notre échantillon européen (voir **tableau 8**, sous-section III.1.3). Malheureusement, en raison d'un nombre d'observations beaucoup trop faible renvoyé par les régressions portant sur les pays en développement et émergents<sup>206</sup>, nous sommes dans l'obligation de limiter notre analyse aux seuls pays développés d'accueil présents dans l'EIM. Il s'agira donc de déterminer si les *greenfields* industriels et tertiaires à destination de ces derniers réagissent de la même manière que ceux choisissant de s'établir à l'intérieur de l'Europe au sens large (III.2.3.2). Pour ce faire, il nous faudra auparavant comparer les résultats que nous obtenons en appliquant notre régression de référence aux *greenfields* agrégés à partir de ces deux couvertures géographiques entre 1998 et 2010 (III.2.3.1).

---

<sup>206</sup> Par exemple, le nombre d'observations de la régression « services » associée au pays en développement et émergent entre 1998 et 2003 s'établit seulement à 16.

### III.2.3.1 Analyse de localisation des *greenfields* agrégés entrants des pays développés européens sur la période 1998-2010

Le **tableau 12** répertorie les résultats obtenus en appliquant notre spécification de référence aux *greenfields* agrégés entrants des 21 pays développés européens<sup>207</sup> pour les périodes 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010. Bien entendu, le nombre d'observations utilisées par les régressions en question, compris entre 98 et 229, est en deçà de celui sur lesquels s'appuyaient les régressions Ernst & Young portant sur la totalité de l'échantillon européen pour les mêmes années (voir sous-section III.2.1 de ce chapitre). Malgré cela, avec un R carré allant de 0,40 à 0,50, la qualité de l'ajustement des premières est très proche de celle des secondes, voire même légèrement supérieure. Autrement dit, notre équation de base est plus appropriée pour expliquer la localisation des *greenfields* à l'intérieur des pays développés européens que celle des *greenfields* à destination de tout le vieux continent. D'où un plus grand nombre de variables apparaissant comme significatives dans le **tableau 12** par rapport au **tableau 9**. Notons, au passage, que la quantité de points d'observations reste suffisamment élevée pour garantir un estimateur de *pooling* assez précis<sup>208</sup>.

---

<sup>207</sup> Il s'agit de l'Allemagne, de l'Autriche, de la Belgique, du Danemark, de l'Espagne, de l'Estonie, de la Finlande, de la France, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, de Malte, de la Norvège, des Pays-Bas, du Portugal, de la République Tchèque, du Royaume-Uni, de la Slovaquie, de la Slovénie, de la Suède et de la Suisse.

<sup>208</sup> Ajoutons que deux pays ne sont pas pris ici en compte par la régression sur la première sous-période 1998-2003 par manque de données : Malte et la Norvège.

**Tableau 12 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays développés européens sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1998-2010	Régression EY Période retenue 1998-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.20 (3.43)*	0.23 (2.58)*	0.004 (0.05)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.03 (1.85)**	-0.03 (-0.85)	0.06 (3.55)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.005 (3.10)*	0.01 (2.93)*	0.005 (2.67)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-3.36)*	-0.01 (-2.38)*	-0.001 (-0.48)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.01 (-1.03)	-0.007 (-0.27)	-0.002 (-0.15)
<i>Taux de chômage</i>	0.04 (2.27)*	0.01 (0.55)	0.10 (4.37)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.0001 (0.16)	0.0007 (0.44)	-0.0007 (-0.59)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.003 (0.87)	0.002 (0.32)	0.007 (1.77)**
<i>C</i>	1.41 (1.10)	1.16 (0.42)	-0.70 (-0.48)
<b>R2 ajusté</b>	0.40	0.50	0.34
<b>Nombre d'observations</b>	229	98	131
<b>Nombre de Pays</b>	21	19	21

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Comme nous pouvions nous y attendre, compte tenu du poids important des pays développés au sein de notre échantillon européen (**tableau 8** sous-section III.1.3 de ce chapitre), les résultats présentés ici ressemblent fort à ceux du **tableau 10**. Les différences les plus marquées se situent au niveau du *taux de chômage* et du *taux de croissance retardé*, les coefficients de ces deux variables apparaissant comme plus souvent significatifs le cas présent. Or, ceci est parfaitement en accord non seulement avec les résultats auxquels nous avons aboutis lors de l'analyse globale en sous-groupes à partir des données du FDI Market (sous-section II.3 de ce chapitre) mais également avec ceux issus de la littérature sur les déterminants de localisation des IDE. En effet, s'agissant tout d'abord du *taux de chômage*, alors que Billington (1999) statue à une influence positive de cette variable sur les flux d'IDE entrants de 7 pays développés entre 1986 et 1993, Rasciute et Pentecost (2010) ne lui accordent pas de significativité dans leur étude portant sur 13 PECO entre 1997 et 2007. Il n'est donc pas étonnant de voir que ce facteur joue dans notre examen un rôle plus important sur les *greenfields* en direction des économies avancées du vieux continent que sur ceux à destination de l'ensemble de l'échantillon européen. Malheureusement, cette différence de réaction des firmes multinationales vis-à-vis du taux de chômage en fonction du niveau de développement des pays d'accueil retenus n'a jusqu'ici ni été relevée, ni été éclairée par les spécialistes. Nous l'expliquons par le fait que, les coûts de production étant généralement plus élevés dans les économies avancées, les investisseurs d'IDE désirant s'y implanter accordent logiquement plus d'importance au pouvoir de négociation salarial qu'ils y détiendront, et donc au taux de chômage qu'ils y trouveront. Pour ce qui est du *taux de croissance retardé*, Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2002) aboutiront le plus souvent à une non significativité de ce régresseur dans leur travail portant sur les déterminants des flux d'IDE entrants de 26 économies en transition entre 1990 et 1999. A l'inverse, Culem (1988), Barrell et Pain (1999) ainsi que Billington (1999), bien qu'utilisant le taux de croissance *contemporain*, lui conféreront un coefficient positif et significatif pour expliquer les IDE à destination de 6 à 7 pays développés essentiellement européens<sup>209</sup>. Ces derniers résultats, au-delà de confirmer ceux que nous trouvons ici, témoignent ainsi

---

<sup>209</sup> L'étude de Barrell et Pain concerne la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne et le Royaume-Uni entre 1978 et 1994 ; celle de Billington se concentre sur les Etats-Unis, le Japon, la France, l'Allemagne, l'Australie, le Canada et le Royaume-Uni entre 1986 et 1993 tandis que celle de Culem prend en compte les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Belgique entre 1969 et 1982.

de la motivation légèrement plus horizontale qui anime les IDE en direction des pays développés européens.

Par ailleurs, les résultats de notre régression appliquée aux *greenfields* agrégés entrants des pays développés européens comportent des écarts de significativité très légers par rapport à ceux qui prenaient pour échantillon l'ensemble du vieux continent concernant les coefficients de la *variable à expliquer retardée*, du *taux de change réel* et de la *croissance de l'épargne brute*. Pour ce qui est de la première citée, la perte de pouvoir explicatif qu'elle connaît ici entre 2004 et 2010 est une nouvelle fois due au caractère progressivement parcellaire des données de l'EIM. En effet, les séries correspondantes indiquent clairement que les statistiques sur les montants de *greenfields* entrants des économies avancées sont moins complètes que celles de tous des pays de l'échantillon européen sur cette période<sup>210</sup>. Or nous savons maintenant à quel point ce détail compte pour juger de l'influence de la variable à expliquer retardée à travers notre estimation de base (voir sous-section III.2.1 de ce chapitre).

En ce qui concerne les deux autres déterminants, le *taux de change réel* et la *croissance de l'épargne brute*, les coefficients obtenus ici sont cohérents avec ceux que nous obtenions quand nous avons mené l'analyse des pays développés de la couverture géographique globale à partir des données du FDI Markets (sous-section II.3 de ce chapitre). De la même manière, l'*évolution de l'épargne brute* est légèrement moins appropriée pour expliquer la localisation des flux de *greenfields* parmi les économies avancées que le comportement des investissements transnationaux créateurs d'activités s'installant dans un échantillon plus large. Comme nous l'avons expliqué alors, ce résultat reflète notamment le fait que l'indicateur que nous utilisons (la croissance de l'épargne) est moins adapté pour appréhender la qualité du secteur financier des marchés d'accueil disposant d'institutions financières déjà très sophistiquées. De plus, la croissance future qu'il est également censé augurer est moins évidente pour les pays avancés que pour des pays en développement en phase de rattrapage.

Le *taux de change réel*, quant à lui, même s'il n'apparaît pas comme exerçant d'influence sur les *greenfields* agrégés entrants des pays développés entre 2004 et

---

<sup>210</sup> Le rapport entre nombre de projet total de *greenfields* et nombre de projets *greenfields* dont le montant est connu est en moyenne de 4,36 pour l'ensemble des pays de l'échantillon européen et de 5,35 pour les pays développés seuls. En d'autres termes, la base de données de l'EIM est moins complète concernant le montant des projets *greenfields* entrants des pays développés européens.

2010<sup>211</sup>, arbore un coefficient significatif et négatif non négligeable à travers les autres régressions du **tableau 12**. En outre, le pouvoir explicatif qui lui est accordé ici entre 1998 et 2003, supérieur à celui qu'il revêtait pour l'étude portant sur l'ensemble de l'échantillon européen (sous-section III.2.1 de ce chapitre), va de pair avec l'éclatement de la bulle internet ayant sévi au cours de cette période. Or, l'analyse de sous-groupes que nous avons menée sur les données FDI Market lors de la sous-section II.3 de ce chapitre avait justement mis en exergue que les *greenfields* cherchant à s'implanter dans un pays développé réagissent davantage aux prix relatifs en temps de crise économique que les *greenfields* destinés aux pays en développement. Signalons, de surcroît, que la littérature sur les IDE, qu'elle soit tournée vers l'un ou l'autre des groupes d'économie par niveau de développement, obtient des résultats mitigés sur l'impact du taux de change réel et/ou des coûts salariaux dans la localisation des investissements transnationaux durables (voir sous-sections I.2.2, III.1.3 et III.1.4 du chapitre 1).

\*\*\*\*\*

En résumé, le retranchement des pays en développement et émergents de notre échantillon européen ne modifie pas fondamentalement la donne s'agissant du comportement de localisation des *greenfields* agrégés allant s'y implanter entre 1998 et 2010. Ces derniers semblent toujours mus par une motivation verticale importante qui se perçoit à travers leur réaction économétrique à notre équation de référence. Ainsi ils y apparaissent comme étant négativement sensibles au taux de change réel, positivement sensibles au taux de chômage et au taux d'ouverture mais aussi insensibles à la part de la consommation et à celle de la capitalisation boursière dans le PIB. Toutefois, les résultats obtenus sur le taux de croissance retardé viennent quelque peu nuancer la thèse d'une stratégie uniquement « *resource seeking* ». En effet, ils laissent entendre que *les greenfields cherchant à s'implanter dans un pays développé seraient tout de même un peu plus horizontaux que ceux allant s'installer dans l'Europe au sens large*. Tout ceci nous laisse à penser que les *greenfields* entrants des pays développés européens seraient plutôt de type « *export-platform* ». L'approche sectorielle nous permettra alors de déterminer l'origine de cette motivation.

---

<sup>211</sup> Notons sur ce point que la non significativité du taux de change réel à travers les régressions s'appuyant sur les séries *greenfields* issues de la base de données EIM entre 2004 et 2010 est probablement due au caractère parcellaire des statistiques utilisées (cf. sous-sections III.1.3 et III.2.1 de ce chapitre).

### III.2.3.2 Approche sectorielle sur les pays développés européens entre 1998 et 2010

Le **tableau 13** présente les résultats auxquels nous parvenons en utilisant notre estimation de base pour expliquer les *greenfields* industriels et de services entrants des pays développés européens. Comme nous en avons pris l'habitude, trois étendues temporelles sont testées pour chacune de ces spécifications sectorielles, il s'agit de 1998-2010, de 1998-2003 et de 2004-2010<sup>212</sup>. Il est important de souligner que les nombres d'observations sur lesquels s'appuient les régressions services portant sur les sous-périodes 1998-2003 et 2004-2010, à savoir respectivement 64 et 76, demeurent suffisants bien que plus faibles qu'auparavant.

---

<sup>212</sup> Ici encore, Malte, la Norvège et la Slovénie ne sont pas considérées par la régression industrie entre 1998 et 2003. En outre 5 puis 7 pays sont respectivement absents des estimations concernant les services sur la période totale et sur les sous-périodes. Il s'agit de l'Estonie, de la Finlande, de la Grèce, de Malte et de la Norvège entre 1998 et 2010 ; de ce même groupe augmenté de la Slovaquie et de la Slovénie entre 1998 et 2003 puis du groupe initial accompagné du Danemark et des Pays-Bas entre 2004 et 2010.

**Tableau 13 : Approche sectorielle du cas des pays développés européens**

**Régressions déterminant la localisation des *greenfields* par secteur économique vers les pays développés européens sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'PEIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* industriels ou tertiaires en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Secteur secondaire			Secteur tertiaire		
	Régression industrie 1998-2010	Régression industrie 1998-2003	Régression industrie 2004-2010	Régression services 1998-2010	Régression services 1998-2003	Régression services 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.15 (2.42)*	0.22 (2.35)*	-0.10 (-1.29)	-0.0005 (-0.005)	-0.11 (-0.84)	0.16 (0.70)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.03 (1.84)**	-0.03 (-0.90)	0.06 (3.65)*	0.02 (3.63)*	0.02 (1.47)	0.02 (3.05)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.005 (3.17)*	0.01 (2.94)*	0.005 (2.76)*	0.002 (3.23)*	0.003 (1.93)**	0.001 (2.49)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-3.55)*	-0.01 (-2.21)*	-0.003 (-0.85)	-0.001 (-1.17)	-0.0005 (-0.30)	0.0005 (0.44)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.01 (-0.81)	0.002 (0.07)	-0.002 (-0.17)	0.003 (0.72)	0.004 (0.42)	0.006 (1.33)
<i>Taux de chômage</i>	0.04 (2.26)*	0.01 (0.64)	0.09 (4.39)*	0.01 (2.29)*	0.01 (1.29)	0.01 (2.89)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.0001 (0.09)	0.0006 (0.38)	-0.0007 (-0.61)	0.00001 (0.04)	-0.00006 (-0.12)	-0.0003 (-0.79)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.004 (1.18)	0.003 (0.51)	0.008 (2.07)*	-0.001 (-1.47)	-0.003 (-1.50)	-0.00002 (-0.01)
C	1.26 (0.98)	0.31 (0.11)	-0.53 (-0.37)	-0.37 (-0.89)	-0.59 (-0.60)	-0.81 (-1.67)**
R2 ajusté	0.37	0.49	0.32	0.20	0.20	0.18
Nombre d'observations	222	92	130	140	64	76
Nombre de Pays	21	18	21	16	14	14

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

*Source* : calculs de l'auteur.

Les résultats auxquels nous parvenons en appliquant notre équation de référence aux *greenfields* sectoriels s'implantant dans les pays développés sont intéressants à plus d'un titre. Non seulement ils confirment le caractère plus horizontal de ces investissements par rapport à ceux s'implantant à l'intérieur de l'Europe au sens large<sup>213</sup>, mais en plus ils nous permettent de percevoir quelles sont les origines d'une telle particularité<sup>214</sup>. Sur ce dernier point, deux explications complémentaires émergent. La première a notamment trait à la qualité d'ajustement des régressions du **tableau 13**. On peut remarquer que cette dernière est meilleure que celle que nous obtenions au cours de l'analyse correspondante sur la totalité de l'échantillon européen, et ce pour toutes les équations estimées (voir la sous-section III.2.2 de ce chapitre, **tableau 11**). Cependant, cette amélioration s'avère bien plus prononcée s'agissant des *régressions services* pour lesquelles les R carrés ajustés passent presque du simple au double sur les périodes 1998-2010 et 2004-2010. Ce constat n'est pas anodin quand on le relie au fait que *la part des greenfields tertiaires entrants au sein des greenfields agrégés entrants des pays développés est plus importante que celle concernant l'ensemble de l'échantillon européen*. En effet, à partir des statistiques de l'EIM cette part serait de 14.64% contre 11.64% dès que la couverture géographique est élargie à l'Europe au sens large. Il ne fait alors aucun doute que ce phénomène est à la base de l'augmentation des R carrés ajustés de la série d'estimations services présentée ici. Or, nous avons vu lors de notre première approche sectorielle européenne (sous-section III.2.2 de ce chapitre) que les *greenfields* tertiaires sont davantage de nature horizontale que leurs homologues industriels. Ceci nous éclaire ainsi un peu plus sur l'origine du comportement de localisation des créations d'activités transnationales agrégées au sein des pays développés européens.

Le deuxième élément d'explication du caractère plus horizontal des *greenfields* choisissant de s'implanter dans les économies avancées de l'échantillon européen passe par l'étude détaillée des différents coefficients obtenus ici à travers les régressions sectorielles. Ce faisant, la première chose qui nous saute aux yeux est que *les résultats des régressions industries se rapprochent de ceux des régressions services dans le cas des pays développés d'Europe comme région d'accueil*. L'évidence la plus saisissante se situe au niveau du *taux de croissance retardé*. Alors même que cette variable n'exerçait

---

<sup>213</sup> Cf. sous-section III.2.3.1 de ce chapitre.

<sup>214</sup> Sans oublier qu'ils constituent aussi une preuve de la robustesse de notre spécification.

aucune influence sur les *greenfields secondaires* entrants de l'Europe au sens large (sous-section III.2.2 de ce chapitre), elle devient ici significative avec un coefficient relativement important lors des estimations industries, comme lors des estimations services, pour les périodes 1998-2010 et 2004-2010. Il est à noter que ce résultat concorde avec celui de Barrell et Pain (1999) qui étudiait les déterminants de localisation des IDE *manufacturiers* d'origine américaine à destination de 6 pays développés européens. La seule différence est que ces auteurs utilisaient dans leur équation économétrique un taux de croissance *non retardé*<sup>215</sup>. Toujours est-il que l'apparition de ce pouvoir attractif de la dynamique des marchés au sein de l'analyse présente suggère que les *greenfields*, et dans une plus large mesure les IDE, du secteur secondaire cherchant à s'implanter dans une économie avancée ne sont pas mus par les mêmes critères de localisation que ceux se dirigeant vers les pays en développement et/ou en transition. En l'occurrence, les premiers seraient animés par une motivation légèrement plus horizontale que les seconds. Ceci est la deuxième raison éclaircissant le caractère davantage « *market seeking* » que nous prêtons aux *greenfields* agrégés entrants du groupe des pays développés de l'échantillon européen. Notons qu'elle est complémentaire avec la première explication basée sur la proportion des créations d'activité transnationales tertiaires au sein de celles qui sont agrégées.

Par ailleurs, la ressemblance des résultats entre les deux types de régressions sectorielles présentés dans le **tableau 13** ne s'arrête pas là. Le *taux de chômage* se voit également conférer un impact fortement positif et significatif à travers les estimations du secteur secondaire, et à travers celles du secteur tertiaire entre 1998 et 2010. Comme nous l'avons mis en avant dans la sous-section III.2.3 précédente, ce résultat vient du fait que les coûts de production relativement élevés des pays développés rendent attractive toute possibilité alternative de les limiter tel que le pouvoir de négociation salariale. Ainsi, cette deuxième différence, qui singularisait le comportement des *greenfields* agrégés à destination des pays développés seuls de l'échantillon européen, apparaît-elle aussi au sein de chaque secteur étudié.

Enfin, la *part de la consommation* et celle de la *capitalisation boursière* dans le *PIB* ne revêtent toujours pas de significativité lorsque nous retenons l'échantillon des

---

<sup>215</sup> Nous verrons par la suite que le taux de croissance non retardé est plus approprié pour expliquer les IDE (sous-section II.2 du chapitre 3).

pays développés européens d'accueil, et ce quelle que soit l'estimation sectorielle considérée. Ce résultat nous rappelle que, bien que plus horizontaux par rapport aux *greenfields* à destination de l'Europe au sens large, les flux de *greenfields* en direction des pays développés n'en sont pas non plus majoritairement « *market seeking* » sur le plan national, notamment en ce qui concerne le secteur industriel. Il se pourrait donc que la stratégie sous-tendant ces investissements soit plutôt de type « export-platform ».

De fait, il ne subsiste plus que deux réelles différences de réaction à notre spécification de base distinguant les *greenfields* industriels des *greenfields* de services entrants des pays développés. Nous n'y inclurons pas les écarts de résultats affectant la *variable à expliquer retardée* qui ne sont dus qu'à la caractéristique malheureusement parcellaire des données de l'EIM utilisées pour le terme dépendant (voir sous-section III.2.2 de ce chapitre). La première différence concerne donc *le taux de change réel*. Plusieurs remarques sont à faire concernant ce déterminant. Tout d'abord, les coefficients qui lui sont associés ici diffèrent quelque peu de ceux qu'il recevait lors de notre analyse sectorielle portant sur l'ensemble de l'échantillon européen (voir sous-section III.2.2 de ce chapitre). Bien que toujours négatifs sur l'intégralité de la période 1998-2010 pour les régressions *industrie*, l'apparition de leur significativité est inversé *en ce qui concerne les sous-périodes*. Par conséquent, les coûts de production, et/ou l'effet richesse, n'apparaissent plus comme dissuadant les *greenfields industriels* allant s'implanter à l'intérieur des pays développés européens qu'au cours de la sous-période 1998-2003. Comme nous l'avons analysé pour le cas des *greenfields agrégés* (sous-section III.2.3.1 de ce chapitre), cette permutation est à mettre en relation avec le caractère de moins en moins exhaustif des statistiques de l'EIM mais aussi avec l'éclatement de la bulle internet. En outre, le taux de change réel perd ici l'impact positif au seuil des 10% qu'il exerçait sur les *greenfields tertiaires* entrants de l'Europe au sens large entre 2004 et 2010 (voir sous-section III.2.2 de ce chapitre). La raison est que, les salaires étant déjà relativement élevés entre les pays développés, et les niveaux d'éducation et de formation y étant plus homogènes, un taux de change réel supérieur y traduit moins l'existence d'une main d'œuvre qualifiée que dans le cas de l'ensemble de l'échantillon européen.

Cependant, en dépit des différences de coefficients accordés au taux de change réel à travers les analyses sectorielles portant sur l'échantillon européen ou simplement sur les pays développés qui le compose, nous aboutissons toujours à la même conclusion. En effet, dans les deux cas, *les greenfields du secteur secondaire apparaissent comme*

*plus verticaux que ceux du secteur tertiaire*. Ce constat se retrouve également ici dans l'écart de résultats obtenus par la régression industrie et par celle des services sur la sous-période 2004-2010 s'agissant de la *croissance de l'épargne brute*. Comme nous pouvons le voir dans le **tableau 13**, cette variable se voit accorder un coefficient légèrement positif et significatif au sein de la première citée mais non au sein de la seconde. Or, à l'instar de ce que nous avons expliqué en présence d'un même cas de figure lors de notre analyse sur l'Europe au sens large (sous-section III.2.2 de ce chapitre), un tel résultat témoigne de la nature plus horizontale des *greenfields* de services. Si d'un côté les créations d'activité transnationales *industrielles* peuvent être attirées par les performances du secteur financier et les perspectives de croissance future d'un marché d'accueil<sup>216</sup>, d'un autre, celles de *services* à vocation plus « *market seeking* » seront démotivées par le fait que toute une partie des revenus des agents économiques ne soit pas consommée. Il est donc intéressant de souligner que les deux véritables différences de résultats entre les régressions industries et services portant sur l'échantillon des pays développés européens insistent sur le fait que les *greenfields du tertiaire* demeurent plus horizontaux, ou moins verticaux, que les *greenfields du secondaire*.

\*\*\*\*\*

Au final, cette analyse nous a permis de voir et de comprendre en quoi les *greenfields* allant s'installer à l'intérieur des *pays développés* européens répondent à une logique de localisation différente de ceux cherchant à s'implanter au sein de l'Europe au sens large. Ainsi, compte tenu des coûts du travail plus importants caractérisant les économies avancées, ces IDE particuliers s'avèrent attirés par l'avantage de négociation salariale que procure le taux de chômage élevé d'un territoire. C'est en tous cas ce qu'indiquent les résultats de nos régressions appliquées aux *greenfields* entrants des pays développés européens entre 1998 et 2010. Mais aussi, et surtout, bien qu'apparaissant toujours animés par une stratégie « *resource seeking* », ils se révèlent tout de même être de nature plus horizontale, voire davantage « *export-platform* » que leurs homologues portant sur l'ensemble de l'échantillon européen. Les causes de ce dernier phénomène nous sont apportées par les résultats obtenus en menant une approche sectorielle. Elles sont au nombre de deux. Il apparaît premièrement que les *greenfields* en direction des

---

<sup>216</sup> Notons toutefois que pour ce qui est des pays développés d'accueil, nous avons vu que la croissance de l'épargne était moins appropriée pour capter la qualité du secteur financier ainsi que le potentiel de dynamisme futur des économies (cf. sous-section II.4.1 du chapitre présent).

pays développés européens sont davantage composés de *greenfields* tertiaires, plus susceptibles d'être « *market seeking* », que ceux entrants dans l'Europe au sens large. Notons que cette affirmation est confirmée par les données mêmes de l'EIM. Deuxièmement, il s'avère que les motivations des *greenfields* industriels à destination des économies avancées, bien que toujours majoritairement verticales, se rapprochent de celles davantage horizontales caractérisant les *greenfields* de services. Nous en déduisons donc plus généralement que les écarts de nature entre ces deux IDE sectoriels, quoique toujours présents, se modifient suivant le groupe de pays d'accueil étudié. Malheureusement, nous ne pouvons soumettre à validation cette conclusion pour les pays en développement européen faute de statistiques suffisantes sur la variable dépendante. Cependant il nous reste à tester un cas bien particulier qui est celui de la zone euro.

#### III.2.4 Analyse des pays membres de la zone euro

Le but de cette sous-section III.2.4 est de déterminer si la logique de localisation des *greenfields* entrants des pays développés européens se retrouve si nous limitons l'échantillon de notre étude à la zone euro. En d'autres termes, il s'agit d'analyser si les déterminants des IDE créateurs d'activités sont les mêmes dès lors qu'une firme multinationale prend la décision de s'implanter parmi les pays partageant la monnaie unique. Par échantillon « zone euro », nous entendons tous les Etats compris dans nos précédentes couvertures géographiques<sup>217</sup> ayant rejoint l'Union Economique et Monétaire (UEM) européenne avant la fin de la période que nous considérons, soit 2010. De fait, nous ne prenons pas en compte l'Estonie qui n'y est entrée que depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011. Cependant, la Grèce, la Slovaquie, Malte et la Slovaquie dont les années d'adhésion sont respectivement 2001, 2007, 2008 et 2009 y sont présentes. Il convient de rappeler que de toute façon ces économies participaient auparavant au Mécanisme de Taux de Change Européen (MCEII)<sup>218</sup> qui prévoit la mise en place d'une parité des changes vis-à-vis de l'euro. Plus précisément, selon le site officiel de l'Union Européenne, le MCEII détermine « un cours pivot par rapport à l'euro pour la monnaie de

---

<sup>217</sup> Par conséquent Chypre et le Luxembourg en sont exclus (voir **tableau 2** sous-section II.1 et **tableau 8** sous-section III.1.3 de ce chapitre).

<sup>218</sup> La participation de la Slovaquie, de Malte et de la Slovaquie au MCEII remonte respectivement aux années 2004, 2005 et 2005.

chacun des Etats membres participants n'appartenant pas à la zone euro. Il existe une marge de fluctuation standard de 15 % de part et d'autre des cours pivots ».

Au final, notre échantillon zone euro est donc composé de 14 pays, à savoir l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Notons que la majorité d'entre eux ont participé à la monnaie unique dès sa création. Ainsi, afin d'évaluer plus scrupuleusement l'impact de l'avènement de l'euro sur le comportement des *greenfields* entrants dans la zone, nous analyserons, parallèlement à celles que nous avons pris l'habitude d'étudier jusqu'ici, les mêmes périodes mais débutant en 1999. Notons que nous avons entrepris la même opération pour les régressions portant sur l'ensemble de l'échantillon européen ainsi que sur les pays développés seuls mais qu'aucunes différences notables avec les périodes commençant en 1998 ne sont alors apparues (voir **annexe 8**).

#### III.2.4.1 .Analyse des flux de greenfields agrégés entrants en zone euro sur la période 1998-2010

Le **tableau 14** présente les résultats que nous obtenons en régressant les *greenfields* agrégés entrants de nos 14 économies membres de la zone euro à partir de l'équation de base, et ce sur les trois étendues temporelles habituelles. Les nombres d'observations sur lesquels s'appuient les estimations 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010 sont respectivement de 151, 62 et 89. Par conséquent, ils restent assez élevés pour garantir la précision de l'estimateur *pooling*. En outre la qualité d'ajustement de la spécification présente est proche de celle que nous trouvions lors de notre étude portant sur les pays développés européens (sous-section III.2.3 de ce chapitre)<sup>219</sup>.

---

<sup>219</sup> Notons, de surcroît, que Malte n'est pas prise en compte entre 1998 et 2003.

**Tableau 14 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays membres de la zone euro sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1998-2010	Régression EY Période retenue 1998-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.04 (0.66)	0.09 (0.88)	-0.14 (-1.36)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.07 (3.11)*	0.10 (2.31)*	0.07 (2.78)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.006 (3.41)*	0.007 (2.25)*	0.004 (1.80)**
<i>Taux de change réel</i>	-0.006 (-1.46)	0.002 (0.34)	-0.01 (-1.75)**
<i>Consommation/PIB</i>	-0.02 (-1.38)	-0.01 (-0.42)	-0.03 (-1.49)
<i>Taux de chômage</i>	0.06 (3.50)*	0.02 (1.35)	0.12 (4.34)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.003 (-2.20)*	-0.003 (-2.08)*	-0.007 (-2.36)*
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.005 (1.42)	-0.002 (-0.36)	0.01 (1.71)**
C	1.48 (0.96)	0.004 (0.001)	3.07 (1.28)
<b>R2 ajusté</b>	0.38	0.55	0.40
<b>Nombre d'observations</b>	151	62	89
<b>Nombre de Pays</b>	14	13	14

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Bien que similaires sur certains points à ceux obtenus à travers les régressions portant sur les *greenfields* agrégés des pays développés européens (*consommation/PIB*, *taux de chômage*, *croissance de l'épargne*), les résultats économétriques correspondant à l'échantillon de la zone euro se démarquent par quelques modifications parlantes. Ici encore, nous laisserons de côté l'interprétation de la *variable explicative retardée* qui n'a que peu de pertinence compte tenu des spécificités des données EIM utilisées comme terme dépendant de notre équation de base<sup>220</sup>. Ce faisant, les différences en question ne se concentrent plus que sur quatre variables, soit le *taux de croissance retardée*, *la part de la capitalisation boursière dans le PIB*, *le taux d'ouverture* et *le taux de change réel*. La plus grande significativité, voire la significativité tout court, que revêtent les deux premières citées au sein des estimations du **tableau 14** laisse entendre que les *greenfields* à destination des pays de la zone euro sont de nature plus horizontale que ceux se dirigeant vers l'Europe au sens large ou vers les pays développés du vieux continent.

En effet, le *taux de croissance retardé* se voit ici accorder un pouvoir explicatif à travers la régression 1998 et 2003 qui vient renforcer celui qu'il reçoit sur la période 1998-2010, contrairement à ce que nous obtenions lors de notre étude portant sur les économies européennes avancées d'accueil (sous-section III.2.3.1 de ce chapitre). Ceci, parallèlement au fait que son coefficient se retrouve également plus élevé, signifie que la dynamique du marché est, et a toujours été depuis 1998, un des déterminants les plus importants de localisation des *greenfields* à l'intérieur de la zone euro.

Pour ce qui est de la *capitalisation boursière rapportées au PIB*, il est intéressant de constater que ce régresseur n'avait jamais atteint ne serait-ce qu'un semblant de significativité depuis que nous avons commencé à utiliser la variable dépendante tirée de l'EIM dans nos spécifications européennes. Or, dans le cas présent, son coefficient apparaît comme légèrement négatif et significatif au seuil des 5%, et ce pour chacune des estimations considérées. Ce résultat suggère que les investisseurs de *greenfields* en zone euro se détournent des pays où le degré de concentration du capital, et donc où la concurrence des grands groupes déjà présents sur le territoire, est élevé. Il va de soi qu'un tel comportement est plus susceptible d'être adopté par des *greenfields* horizontaux que verticaux.

---

<sup>220</sup> Sur ce point voir les sous-sections III.2.2 et III.2.3 de ce chapitre.

De surcroît, la moindre significativité qu'arborent ici les coefficients du *taux de change réel* et du *taux d'ouverture* traduit d'une motivation moins « *resource seeking* » des investissements étrangers créateurs d'activités allant s'implanter en zone euro par rapport à ceux destinés à l'ensemble de l'échantillon européen et ses pays développés. Tout compte fait, il n'est pas surprenant de voir que les prix relatifs ont moins d'influence sur le choix de localisation des *greenfields* parmi les Etats membres de l'Union Monétaire Européenne. Cela reflète simplement le fait que ces pays partagent le même taux de change nominal et que leurs prix et salaires ont eu tendance à converger notamment entre les années 1990 et 1999<sup>221</sup>. En conséquence, les écarts entre leur taux de change réel s'en trouvent beaucoup moins prononcé. C'est à la lumière de ces précisions qu'il faut prendre note de la perte de significativité et de la baisse du coefficient de ce facteur à travers les estimations 1998-2010 et 1998-2003 présentées dans le **tableau 14**. Inversement, l'arrêt brutal du processus de convergence, voire même les légères divergences des prix relatifs des Etats membres qui ont commencé à se déclarer dans les années 1999-2000<sup>222</sup> sont à la base du gain de significativité du coefficient négatif du *taux de change réel* au seuil des 10% via la régression 2004 et 2010. Toujours est-il que, dans leur globalité, les économies de coût de production et d'acquisition sont moins recherchées par les investisseurs de *greenfields* désirant s'implanter à l'intérieur de la zone euro que par ceux qui considèrent une couverture géographique élargie.

Par ailleurs, le pouvoir explicatif qui est accordé au *taux d'ouverture* à travers la régression 2004-2010 n'est statistiquement soutenu plus qu'au seuil des 10% lorsque nous limitons notre échantillon de pays d'accueil à la zone euro, contrairement aux résultats qui prévalaient quand nous retenions l'ensemble de l'Europe et les pays développés européens (sous-sections III.2.1 et III.2.3 de ce chapitre). Ceci peut être dû à trois phénomènes principaux pouvant aller de pair. Premièrement, cela peut provenir du fait qu'un pourcentage non négligeable des *greenfields* entrants des Etats membres sont eux-mêmes originaires de la zone euro (42.30% en moyenne entre 1998 et 2010 selon les données de l'EIM) voire de l'Union Européenne (51.18%). Or, l'instauration du marché unique en 1993 a aboli les barrières commerciales au sein de l'Union Européenne (UE)

---

<sup>221</sup> Au sujet de la convergence des prix, il est intéressant de constater qu'il n'y a pas vraiment eu d'effet plus significatif en zone euro que pour l'ensemble de l'Union Européenne selon Rogers, Hufbauer et Wada (2001) et Thévenot (2006). Cependant ces deux études ainsi que celle de Sturm et al. (2009) s'accordent pour dire qu'entre 1990 et 1999 les niveaux des prix européens ont bien convergés.

<sup>222</sup> Sur ce point, voir notamment Engel et Rogers (2004), Banque de France (2003), European Commission (2009).

tout en imposant le tarif douanier commun pour les importations extérieures. Par conséquent, le taux d'ouverture ne peut plus être considéré comme un critère de localisation d'IDE valable entre deux pays y appartenant. Il est à noter que cet argument ne s'appliquait pas aux régressions précédentes portant sur les échantillons de l'Europe au sens large et des pays développés en ce qu'ils comportaient des Etats hors-UE. Deuxièmement, la légère perte de significativité que connaît ici le coefficient du taux d'ouverture à travers la régression 2004-2010 peut tout simplement refléter le fait que les *greenfields* de services *non échangeables* représentent une plus grande partie des *greenfields* agrégés entrants dans les Etats membres. Malheureusement, les données dont nous disposons ne sont pas assez détaillées pour nous permettre de vérifier cette éventualité. Enfin, troisièmement, la moindre influence qu'exerce la libéralisation commerciale sur les *greenfields* agrégés entrants de la zone euro peut également être le symptôme de leur motivation moins verticale ou plus horizontale par rapport à ceux considérant également les autres pays du continent européen. Par exemple, un investisseur qui chercherait avant tout à *accéder au marché de l'UE*, et/ou à la zone euro pour éviter les risques de change, ne prendrait sûrement pas en compte le taux d'ouverture d'un pays parmi ses critères de localisation du moment que ce pays appartienne à l'Union Economique et Monétaire.

\*\*\*\*\*

Bien que comptant pour deux tiers de notre échantillon des pays développés européens, le groupe de la zone euro est donc associé à des résultats économétriques distincts dès qu'on le retient pour appliquer notre spécification de base. En effet, les *greenfields* agrégés se dirigeant vers les Etats membres s'y révèlent être de nature encore plus « *market seeking* » et encore moins « *resource seeking* » que ceux s'implantant dans les économies avancées européennes. Avant d'analyser plus en détail leur caractéristique propre à travers une approche sectorielle, il convient de déterminer si le fait d'exclure l'année précédant la création de la monnaie unique de notre étude a des répercussions importantes sur leur comportement.

### III.2.4.2 Analyse des flux de greenfields agrégés entrants en zone euro sur la période 1999-2010

Il s'agit ici de reproduire l'exercice économétrique de la sous-section précédente III.2.4.1 sur les seules années ayant accompagnées l'existence de la monnaie unique. De fait, l'année 1998 ne sera pas prise en compte dans l'étude présente. Le **tableau 15** retrace les résultats auxquels nous parvenons en appliquant à nouveau l'équation de base aux *greenfields* agrégés entrants de la zone euro mais, cette fois, sur la période 1999-2010. De fait, la colonne correspondant à l'estimation 2004-2010 ne subit aucune modification. Logiquement, les nombres d'observations des deux premières régressions diminuent, s'établissant désormais à 140 et 51. Notons, que la faiblesse de celui associé à la première sous-période 1999-2003 est susceptible de dégrader quelque peu la performance de l'estimateur *pooling* et nous incite à interpréter les résultats de la régression en question avec prudence<sup>223</sup>. Les R carrés ajustés, quant à eux, restent dans les mêmes ordres de grandeur que ceux que nous obtenions dans le **tableau 14**.

---

<sup>223</sup> Notons que le faible nombre d'observations de la régression 1999-2003 est notamment dû à l'absence de deux pays lors de cette régression, à savoir Malte et la Slovaquie.

**Tableau 15 : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays membres de la zone euro sur la période 1999-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1999-2010	Régression EY Période retenue 1999-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	-0.06 (-0.75)	-0.19 (-1.47)	-0.14 (-1.36)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.07 (3.17)*	0.12 (2.39)*	0.07 (2.78)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.006 (3.48)*	0.01 (3.09)*	0.004 (1.80)**
<i>Taux de change réel</i>	-0.008 (-1.92)**	0.001 (0.17)	-0.01 (-1.75)**
<i>Consommation/PIB</i>	-0.02 (-1.78)**	-0.02 (-0.83)	-0.03 (-1.49)
<i>Taux de chômage</i>	0.07 (3.94)*	0.05 (2.11)*	0.12 (4.34)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.004 (-2.67)*	-0.004 (-2.79)*	-0.007 (-2.36)*
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.001 (0.18)	0.001 (0.18)	0.01 (1.71)**
<i>C</i>	0.65 (0.22)	0.65 (0.22)	3.07 (1.28)
<b>R2 ajusté</b>	0.38	0.54	0.40
<b>Nombre d'observations</b>	140	51	89
<b>Nombre de Pays</b>	14	12	14

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Il est intéressant de remarquer que le simple fait de tronquer la période étudiée de l'année 1998 induit de légères modifications dans les résultats obtenus à travers notre spécification portant sur les *greenfields* agrégés entrants de la zone euro, contrairement à ceux correspondant à l'échantillon européen et ses pays développés (voir **annexe 8**). Ceci est d'autant plus saisissant que l'un de ces changements frappe justement la variable du *taux de change réel*. Alors que celle-ci ne se voyait pas accorder de significativité à travers la régression portant sur la période 1998-2010, son coefficient arbore ici un léger pouvoir explicatif au seuil des 10% via l'estimation 1999-2010. Curieusement, comme nous l'avons déjà mentionné, la mise en place de la monnaie unique s'est accompagnée de la fin du processus de convergence, voire même de l'apparition d'un léger mouvement de divergence, des prix relatifs des pays l'ayant adoptée (voir sous-section III.2.4.1). Un peu comme si, selon Creel et Le Cacheux (2006), la perte du taux de change nominal comme outil de compétitivité avait déclenché entre eux une course de désinflation compétitive. C'est à n'en pas douter ce phénomène qui est à l'origine de l'apparition de la légère influence négative du taux de change réel sur les *greenfields* entrants de la zone euro, influence qui ne pouvait s'exprimer lorsque les prix relatifs des Etats membres convergeaient.

En revanche, le signe négatif que le coefficient de la *part de la consommation dans le PIB* se voit conférer ici par la régression 1999-2010, même s'il n'est statistiquement pertinent qu'au seuil des 10%, est contraire à ce que nous pouvions attendre. Alors que les *greenfields* désirant s'implanter à l'intérieur de la zone euro nous semblaient plus « *market seeking* », ce résultat suggère qu'ils se détourneraient des pays membres pour lesquels la consommation et les dépenses publiques représentent une part importante du revenu. L'explication d'un tel paradoxe peut se trouver dans le fait que, avec l'instauration de la monnaie unique, la majorité des investisseurs ne cherchent pas à accéder seulement au marché national de l'économie d'accueil mais plutôt à entrer sur le marché européen et, surtout, sur celui de la zone euro pour éviter les risques de change. Par conséquent, les *greenfields* agrégés entrants de l'UEM s'avèrent majoritairement de nature « *export-platform* » ou horizontal à l'échelle européenne. Ainsi la consommation nationale des localisations potentielles importerait peu aux yeux des firmes multinationales voire même aurait tendance à limiter un autre poste important de dépense du PIB : l'investissement domestique. Notons toutefois, que ce résultat s'appuie sur un *t* de student faible et qu'il n'est pas appuyé par ceux des estimations de sous-périodes. En

l'occurrence, une imprécision de l'estimateur *pooling*, due à la faiblesse des nombres d'observations entre 1999 et 2003, peut en être la cause.

Le dernier changement de résultat de notre spécification associée à l'échantillon zone euro provoqué par la prise en compte des seules années ayant connu la monnaie unique concerne le *taux de chômage*. Celui-ci aurait exercé une influence positive et significative importante sur les *greenfields* entrants au sein de l'UEM, et ce même lors de la première sous-période 1999-2003. Ici encore, la prudence d'interprétation est de mise compte tenu du peu d'observations considérées par la régression en question. Néanmoins le résultat décrit fait sens. En effet, nous avons vu précédemment que le taux de chômage était davantage pertinent pour expliquer les *greenfields* s'installant parmi les pays développés quelle que soit la base de données utilisée pour appréhender la variable dépendante (sous-section II.4.1 et III.2.3 de ce chapitre). L'idée sous-jacente étant que les coûts de production en vigueur sont susceptibles d'y être plus élevés et homogènes que pour l'analyse d'un échantillon élargi ou de pays en développement. De fait, les firmes multinationales accorderaient plus d'importance au pouvoir de négociation salariale qu'elles pourraient y trouver. Or, le lancement de la monnaie unique a justement eu pour effet notable et immédiat un rattrapage économique (trop) rapide des Etats membres les moins avancés tels que la Grèce, l'Irlande et l'Espagne<sup>224</sup>. En outre, les deux premières années 1999 et 2000 furent accompagnées d'une croissance du PIB importante de l'ensemble de la zone euro au cours de laquelle la disponibilité de la main d'œuvre devait être une ressource précieuse<sup>225</sup>. Tout ceci nous aide à comprendre la relation entre la création de l'euro et l'apparition de significativité de la variable du taux de chômage à travers la régression de la première sous-période 1999-2003 du **tableau 15**.

Tout compte fait, il est à souligner que s'ils sont toujours majoritairement mus par des motivations horizontales, les *greenfields* s'implantant au sein de la zone euro se comportent de façon légèrement plus verticale ou « *export-platform* » depuis la création de la monnaie unique. Tout d'abord, à partir de 1999, ils apparaissent comme étant un peu plus attirés par la baisse des coûts de production, que ce soit à travers les effets du *taux de change réel* ou ceux du *taux de chômage*. Ensuite, en privilégiant l'accès au

---

<sup>224</sup> Selon les données du World Economic Outlook Database du FMI, le taux de croissance moyen du PIB réel entre 1999 et 2003 de ces trois pays est respectivement de 4,29%, 6,80% et 3,85% alors que celui de la zone euro s'élève à 2,04%.

<sup>225</sup> Toujours selon la base de données du FMI, le taux de croissance moyen du PIB réel de la zone euro entre 1999 et 2000 est de 3,30% contre 2,76% en 2008.

marché européen et de l'UEM plutôt que celui au marché national, ils commencent à se détourner des pays membres caractérisés par une grande *part de leur revenu consommé* sur la période 1999-2010. De fait, ces résultats abondent dans le sens des travaux de Petroulas (2007, p. 1483) portant entre autres sur 11 pays d'accueil de la zone euro entre 1992 et 2001 et selon lesquels « les IDE verticaux ont augmenté en importance avec l'introduction de l'euro ». En outre, rappelons que cet auteur ainsi que Brouwer, Paap et Viaene (2008) et De Sousa et Lochard (2009) aboutissent à une influence positive de leur variable « entrée dans l'Union Economique et Monétaire » sur les flux d'IDE entrants des pays européens (voir chapitre 1, sous-section II.2.2). Malheureusement, les résultats auxquels nous parvenons ici ne nous permettent pas de statuer sur cette question.

\*\*\*\*\*

Même s'ils peuvent être empreints d'une légère fragilité statistique, les résultats de la spécification zone euro associée à la période 1999-2010 nous font passer un message clair : la mise en place de la monnaie unique a bel et bien eu une influence sur le comportement des *greenfields* agrégés cherchant à s'implanter parmi les Etats membres. Outre le fait d'être légèrement plus sensibles au taux de change réel et au taux de chômage, ces derniers ne seraient plus à la recherche d'un simple marché national mais auraient pour motivation d'accéder et de desservir l'intégralité du marché européen et, en particulier, celui de l'Union Economique et Monétaire. A ces petites exceptions près, les résultats obtenus à travers nos régressions portant sur l'échantillon zone euro depuis la création de la monnaie unique concordent étroitement avec ceux que nous trouvons pour les années 1998-2010. De fait, les mêmes conclusions s'agissant du caractère plus horizontal et moins vertical des *greenfields* cherchant à s'installer dans l'Union Economique et Monétaire s'y appliquent. L'approche sectorielle qui suit a ainsi pour but de nous éclairer sur les origines de ce comportement singulier.

#### III.2.4.3 Approche sectorielle sur la zone euro entre 1998 et 2010

Les résultats correspondant à l'application de notre équation économétrique de base aux données de *greenfields sectoriels* entrants dans la zone euro entre 1998 et 2010 sont répertoriés dans le **tableau 16**. Ce dernier est scindé en une partie gauche et une partie droite consacrées respectivement aux estimations industries et aux estimations de

services. Chaque partie est composée des régressions sur les trois fourchettes temporelles habituelles : 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010<sup>226</sup>. Les nombres d'observations sont compris entre 42 et 149. Malheureusement, la faiblesse de ces derniers lors des estimations de sous-périodes ne nous permet pas d'être assurés d'une précision infaillible de notre estimateur *pooling* et nous recommande la plus grande précaution quant à l'interprétation des résultats en question.

---

<sup>226</sup> Ajoutons que, s'agissant du secteur industriel, deux pays sont absents de la régression sur la première sous-période : Malte et la Slovaquie. Pour ce qui est du secteur tertiaire, respectivement 3, 5 puis 4 économies ne sont pas prises en compte par les trois régressions par ordre d'apparition. Il s'agit de la Finlande, de la Grèce et de Malte, puis de ce groupe augmenté de la Slovaquie et de la Slovaquie, et enfin du groupe initial accompagné des Pays-Bas.

**Tableau 16 : Approche sectorielle du cas zone euro**  
**Régressions déterminant la localisation des *greenfields* par secteur économique vers**  
**les pays membres de la zone euro sur la période 1998-2010, données *greenfields* de**  
**l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* industriels ou tertiaires en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Secteur secondaire			Secteur tertiaire		
	Régression industrie 1998-2010	Régression industrie 1998-2003	Régression industrie 2004-2010	Régression services 1998-2010	Régression services 1998-2003	Régression services 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	-0.07 (-1.01)	0.07 (0.68)	-0.09 (-1.27)	-0.05 (-0.55)	-0.10 (-1.30)	0.09 (1.06)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.07 (3.16)*	0.06 (1.71)**	0.07 (2.88)*	0.03 (4.62)*	0.10 (3.91)*	0.03 (3.80)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.006 (3.69)*	0.007 (2.24)*	0.004 (1.85)**	0.002 (3.89)*	0.002 (1.29)	0.001 (1.91)**
<i>Taux de change réel</i>	-0.007 (-1.92)**	-0.0008 (-0.13)	-0.01 (-2.05)*	-0.0009 (-0.67)	0.006 (1.79)**	-0.001 (-0.86)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.02 (-1.43)	-0.01 (-0.58)	-0.03 (-1.51)	0.006 (1.07)	0.01 (1.22)	0.002 (0.35)
<i>Taux de chômage</i>	0.06 (3.79)*	0.02 (1.36)	0.12 (4.43)*	0.01 (3.29)*	0.01 (1.44)	0.02 (3.32)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.003 (-2.59)*	-0.003 (-2.18)*	-0.007 (-2.49)*	-0.001 (-2.29)*	-0.001 (-1.54)	-0.002 (-2.77)*
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.007 (1.95)**	0.0001 (0.02)	0.01 (1.95)**	-0.001 (-0.72)	-0.002 (-0.94)	0.002 (1.18)
C	1.64 (1.11)	0.70 (0.27)	3.20 (1.39)	-0.68 (-1.24)	-2.52 (-1.71)**	-0.17 (-0.27)
R2 ajusté	0.36	0.54	0.39	0.32	0.41	0.38
Nombre d'observations	149	60	89	98	42	56
Nombre de Pays	14	12	14	11	9	10

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

*Source* : calculs de l'auteur.

A l'image des coefficients de la *variable à expliquer retardée*, manquants de significativité en raison des caractéristiques particulières des données EIM<sup>227</sup>, les R carrés affichés par le **tableau 16** nous semblent trompeurs, notamment en ce qui concerne les régressions de sous-périodes. En effet, comme lors de notre étude précédente sur les *greenfields* agrégés entrants de la zone euro (sous-sections III.2.4.1 et III.2.4.2), la qualité d'ajustement des estimations sectorielles portant sur l'intégralité de la période 1998-2010 ne se retrouve pas ici comprise entre celles des estimations de sous-périodes. En l'occurrence, des R carrés ajustés trop élevés se déclarent lors des équations portant sur les étendues temporelles 1998-2003 et 2004-2010. Il va de soi que cette inconstance statistique est liée au faible nombre d'observations sur lesquelles s'appuient ces estimations. C'est la raison pour laquelle nous nous concentrerons principalement sur l'interprétation des résultats obtenus à travers les régressions sectorielles 1998-2010 qui, en s'appuyant sur une quantité suffisante de points, s'avèrent plus sûrs. Par ailleurs, il est intéressant de noter que la part des *greenfields* tertiaires au sein des *greenfields* agrégés entrants de la zone euro (14,30% en moyenne sur la période 1998-2010) est plus faible que celle correspondante aux pays développés européens (14,64%)<sup>228</sup>. Or, pour mémoire, rappelons que les *greenfields* de services ont davantage tendance à être mus par des motivations « *market seeking* » que leurs homologues industriels (sous-sections III.2.2 et III.2.3.2 de ce chapitre). Par conséquent, nous pouvons d'ores et déjà en déduire que les stratégies plutôt horizontales qui animent les créations d'activités transnationales agrégées s'implantant dans l'UEM (voir sous-sections III.2.4.1 et III.2.4.2 de ce chapitre) ne sont pas dues à leur composition sectorielle.

Plus que de composition, il s'agit donc d'une différence d'objectif qui distingue les *greenfields* s'implantant en zone euro de ceux entrants dans les pays développés et/ou dans l'ensemble de l'échantillon européen. Ce constat prévaut tout particulièrement s'agissant des *greenfields* du secteur secondaire. En effet, sur la seule période 1998-2010, les résultats obtenus à partir de la régression industrie du **tableau 16** comportent pas moins de quatre changements de significativité, cinq en comptant la variable à expliquer retardée, par rapport à ceux qui prévalaient lorsque la couverture géographique étudiée correspondait aux économies européennes avancées (**tableau 13**). Le plus marquant

---

<sup>227</sup> Cf. sous-sections III.2.2 et III.2.3 de ce chapitre.

<sup>228</sup> Ces calculs s'appuient sur les données de l'EIM.

d'entre eux concerne sans doute l'apparition d'un coefficient négativement significatif à 5% de la *part de la capitalisation boursière des entreprises cotées dans le PIB*. Ce léger effet dissuasif que confère ici la régression industrie 1998-2010 à la concentration du capital, combiné avec les significativités respectivement plus et moins accrues qu'y revêtent les coefficients du *taux de croissance retardé* et du *taux de change réel*, sont autant de preuves d'un comportement moins vertical et plus horizontal des *greenfields* industriels à destination de la zone euro.

Sans oublier que le coefficient du *taux d'ouverture* perd également une partie de son pouvoir explicatif lors de la régression industrie 2004-2010 en n'y recevant plus qu'une significativité au seuil des 10%<sup>229</sup>. Il nous semble intéressant à ce stade de l'analyse de dresser un parallèle avec l'exercice économétrique qui portait sur les *greenfields* agrégés entrants de la zone euro tout au long duquel nous trouvions ces résultats (sous-section III.2.4.1 de ce chapitre). Par conséquent, nous en déduisons que le caractère plus horizontal que revêtent ces d'IDE particuliers provient essentiellement des propriétés stratégiques singulières de leur pendant industriel.

Toutefois, nous pouvons tout de même remarquer un léger démarquage de résultat entre les régressions industries présentées ici et leurs homologues portant sur les *greenfields* agrégés entrants de la zone euro (sous-section III.2.4.1 de ce chapitre), et ce au niveau de la *croissance de l'épargne*. Contrairement à ce que nous obtenions au sein du **tableau 14**, le coefficient de cette variable arbore dans le cas présent un signe légèrement positif et significatif au seuil des 10% à travers l'estimation industrie 1998-2010. Il est à noter que c'est la première fois depuis que nous régressons les données de l'EIM (section III de ce chapitre) que la croissance de l'épargne se voit accorder une quelconque significativité au cours de cette période précise. Nous sommes donc là face à une véritable singularité caractérisant les *greenfields* du secteur secondaire s'installant à l'intérieur de la zone euro. Ces derniers sont susceptibles d'être attirés par l'évolution de l'épargne d'un Etat membre quand bien même celle-ci est moins à même de refléter le potentiel de croissance future ou la profondeur financière des pays développés. En conséquence, ces créations d'activités transnationales auraient tendance à se diriger vers les pays de l'UEM au sein desquels les agents mettent de côté une partie importante de

---

<sup>229</sup> La régression industrie 2004-2010 est la seule régression de sous-période du **tableau 16** qui s'appuie sur un nombre d'observations suffisant (89) pour que nous puissions être assuré de la précision de l'estimateur *pooling* utilisé.

leur revenu qui aurait autrement pu être utilisé à des fins de consommation. Sur ce point, un tel résultat fait écho aux coefficients de la *part de la consommation sur le PIB* auxquels nous aboutissions lors de notre étude du comportement des *greenfields* agrégés entrants de l'euro au cours des seules années ayant connues l'euro, soit 1999-2010 (sous-section III.2.4.2 de ce chapitre). De la même manière, il signifie que les firmes multinationales en question ne chercheraient pas à accéder *au marché national* mais au marché européen et/ou de la zone euro. Par conséquent, au-delà d'être résolument moins verticaux que ceux à destination des pays développés européens ou de l'ensemble du vieux continent, *les greenfields industriels entrants de l'Union Economique et Monétaire apparaissent surtout comme étant « export-platform » sur le plan européen.*

En revanche, la facette non échangeable de nombre de services oblige les *greenfields* entrants de la zone euro qui les produisent à rester *horizontaux seulement au niveau national*, comme en témoigne la non significativité de la *croissance de l'épargne brute* à travers chaque régression services du **tableau 16**. Notons que les coefficients qu'accordent ces dernières aux autres variables explicatives, mis à part ceux concernant *la consommation totale rapportée au PIB*<sup>230</sup>, vont également dans le sens d'une stratégie « *market seeking* » des *greenfields* en question.

En effet, le *taux de croissance retardé* apparaît comme positivement significatif, avec un coefficient relativement important, sur chacune des régressions services présentées ici alors que le *taux d'ouverture* perd respectivement tout et partie de son pouvoir explicatif sur la première puis sur la seconde sous-période<sup>231</sup>. En outre, à l'exception des années 1998-2003, la *concentration du capital* d'une économie membre semble bien dissuader les *greenfields* tertiaires de s'y implanter entre 1998 et 2010<sup>232</sup>. Le déterminant du *taux de chômage*, quant à lui, en traduisant l'effet d'une plus grande disponibilité de la force de travail et de pouvoir de négociation des employeurs auprès d'elle, aurait l'effet inverse entre 1998 et 2010 et entre 2004 et 2010.

---

<sup>230</sup> Néanmoins, comme nous l'avons développé lors de la sous-section III.2.2 de ce chapitre, cette variable ne semble pas être la plus appropriée ici pour bien refléter la taille du marché et donc la stratégie « *market seeking* » des *greenfields*.

<sup>231</sup> Gardons toutefois en mémoire que les résultats associés aux régressions de sous-périodes sont sujet à caution compte tenu du peu de nombre d'observations sur lesquelles elles s'appuient.

<sup>232</sup> Pour une interprétation plus approfondie sur les signes de ces déterminants, voir l'analyse des flux de *greenfields* agrégés entrants en zone euro sur la période 1998-2010 que nous avons menée au début de la sous-section III.2.4 de ce chapitre (sous-section III.2.4.1).

Enfin, à l'image de ce que nous obtenions lors de notre analyse sectorielle portant sur l'ensemble de l'échantillon européen (sous-section III.2.2 de ce chapitre), quoique pour une sous-période différente<sup>233</sup>, le *taux de change réel* se voit même accorder ici un coefficient légèrement *positif* et significatif au seuil des 10% à travers la régression service 1998-2003<sup>234</sup>. Comme nous l'avions alors expliqué, ce signe n'est pas incohérent en ceci qu'il souligne que les *greenfields* tertiaires, contrairement à leurs homologues industriels, sont davantage attirés par une dotation en travail qualifié plutôt qu'en main d'œuvre à moindre coût. De fait, ils se dirigeront plus volontiers vers des Etats membres de la zone euro susceptibles d'être caractérisés par des prix et des salaires relatifs élevés. Ceci plaide en faveur d'une motivation plus horizontale des *greenfields* de services par rapport à celle des *greenfields* industriels. Somme toute, cette différence stratégique peut s'expliquer par le fait que ces deux types d'IDE sectoriels recherchent l'accès à des marchés de taille différente. D'un côté nous avons ainsi les *greenfields tertiaires* qui sont en grande partie purement « *market seeking* » d'un point de vue national, de l'autre apparaît les *greenfields industriels* qui apparaissent plus comme étant « *export-platform* » au niveau européen ou de la zone euro.

\*\*\*\*\*

En résumé, le comportement des *greenfields* agrégés s'installant à l'intérieur de la zone euro est dû moins à leur composition sectorielle qu'à la stratégie animant leurs pendants tertiaires et surtout secondaires. Sur ce dernier point, il est à noter une différence de motivation fondamentale. En effet, alors que les *greenfields* de services entrants de l'UEM s'inscrivent dans une stratégie « *market seeking* » essentiellement nationale, ceux du secteur industriel agissent davantage d'une façon « *export-platform* » à l'échelle européenne ou de la zone euro (pour éviter les risques de change). Ainsi les créations d'activités industrielles transnationales au sein de la zone euro s'avèrent de nature très éloignée de celle, plus verticale, de leurs homologues s'implantant dans l'ensemble des pays développés et/ou dans l'ensemble de l'échantillon européen. Cependant, il ne faut pas oublier que le faible nombre d'observations sur lesquels

---

<sup>233</sup> Pour mémoire, le taux de change réel se voyait accorder un coefficient positif et significatif lors de la régression services 2004-2010 expliquant les *greenfields* tertiaires entrants des pays européens (cf. **tableau 11**, sous-section III.2.2 de ce chapitre).

<sup>234</sup> Notons, ici encore, que ce résultat est à recueillir avec précaution étant donné qu'il concerne une régression services de sous-période s'appuyant sur un nombre d'observations bien faible pour être assuré d'un estimateur *pooling* précis.

s'appuient les régressions de sous-périodes présentées dans le **tableau 16** peuvent rendre nos résultats fragiles. La reproduction de cet exercice économétrique sectoriel sur les années 1999-2010 nous permettra ainsi, en plus d'affiner notre étude aux seules années ayant connu l'euro, de tester la robustesse de notre spécification.

#### III.2.4.4 Approche sectorielle sur la zone euro entre 1999 et 2010

Le **tableau 17** dresse un bilan des résultats obtenus en appliquant notre équation de base aux *greenfields* sectoriels entrants des pays de la zone euro à compter de la création de la monnaie unique. Les mêmes remarques introductives que pour l'étude similaire portant sur la couverture temporelle 1998-2010 (sous-section III.2.4.3 de ce chapitre) s'y appliquent à l'exception, bien entendu, des nombres d'observations sur lesquelles s'appuient les différentes estimations. En effet, en raison de l'ablation de l'année 1998 à la période retenue, ces derniers ne sont plus compris qu'entre 35 et 139. Cette diminution nous incite donc à interpréter les résultats produits par les estimations 1999-2003 avec d'autant plus de prudence. Par ailleurs, il va de soi que les coefficients affichés par la colonne associée à la sous-période 2004-2010 ne connaissent aucune modification par rapport à ceux du **tableau 16**.

**Tableau 17 : Approche sectorielle du cas zone euro**

**Régressions déterminant la localisation des *greenfields* par secteur économique vers les pays membres de la zone euro sur la période 1999-2010, données *greenfields* de**

**l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* industriels ou tertiaires en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Secteur secondaire			Secteur tertiaire		
	Régression industrie 1999-2010	Régression industrie 1999-2003	Régression industrie 2004-2010	Régression services 1999-2010	Régression services 1999-2003	Régression services 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	-0.09 (-0.73)	-0.05 (-0.44)	-0.10 (-1.25)	-0.24 (-1.07)	-0.49 (-1.34)	0.30 (1.06)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.07 (3.04)*	0.05 (1.09)	0.07 (2.88)*	0.03 (4.45)*	0.08 (2.98)*	0.03 (3.80)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.006 (3.62)*	0.008 (2.36)*	0.004 (1.85)**	0.002 (3.82)*	0.003 (1.30)	0.001 (1.91)**
<i>Taux de change réel</i>	-0.009 (-2.17)*	-0.002 (-0.36)	-0.01 (-2.05)*	-0.001 (-0.98)	0.004 (1.09)	-0.001 (-0.86)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.02 (-1.67)**	-0.02 (-0.88)	-0.03 (-1.51)	0.003 (0.63)	0.01 (0.62)	0.002 (0.35)
<i>Taux de chômage</i>	0.07 (4.14)*	0.03 (1.56)	0.12 (4.43)*	0.02 (3.36)*	0.02 (1.56)	0.02 (3.32)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.004 (-2.80)*	-0.003 (-2.12)*	-0.007 (-2.49)*	-0.001 (-2.27)*	-0.001 (-1.12)	-0.002 (-2.77)*
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.008 (2.08)*	0.001 (0.26)	0.01 (1.95)**	-0.001 (-1.07)	-0.004 (-1.26)	0.002 (1.18)
C	2.04 (1.35)	1.58 (0.53)	3.20 (1.39)	-0.44 (-0.80)	-1.71 (-1.05)	-0.17 (-0.27)
<b>R2 ajusté</b>	0.36	0.48	0.39	0.30	0.37	0.38
<b>Nombre d'observations</b>	139	50	89	91	35	56
<b>Nombre de Pays</b>	14	12	14	11	9	10

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

*Source* : calculs de l'auteur.

Nous pouvons remarquer que le problème statistique lié au faible nombre d'observations pris en compte par les régressions de sous-périodes se manifeste à nouveau via les R carrés ajustés affichés par le **tableau 17**. A l'instar de ce à quoi nous parvenions lors de l'étude similaire portant sur la période 1998-2010 (sous-section III.2.4.3 de ce chapitre), ces derniers apparaissent comme artificiellement élevés, notamment à travers les estimations 1999-2003. En conséquence, une inadéquation des qualités d'ajustement apparaît entre les spécifications sectorielles portant sur l'intégralité de la couverture temporelle retenue ici et celles correspondant aux sous-périodes. C'est pourquoi nous nous fierons avant tout aux résultats associés aux régressions 1999-2010, et que nous manierons les autres avec la plus grande réserve. Ajoutons que l'analyse des coefficients de la *variable à expliquer retardée* sera également mise de côté du fait des caractéristiques des données EIM utilisées comme terme dépendant<sup>235</sup>.

Pour mémoire, nous avons conclu, à partir d'une étude similaire sur le comportement des *greenfields agrégés* entrants de la zone euro (sous-section III.2.4.2 de ce chapitre), que l'introduction de la monnaie unique avait eu pour effet principal d'encourager les firmes multinationales à considérer non plus les marchés nationaux mais plutôt le marché européen et/ou de la zone euro. Or, force est de constater que ce changement de stratégie s'est produit essentiellement à travers les créations d'activité transnationales du *secteur secondaire*. En effet, selon les résultats présentés par le **tableau 17**, la mise en place de l'Union Economique et Monétaire semble avoir entraîné un comportement *encore plus* « *export-platform* » au niveau européen des *greenfields* industriels à destination des Etats membres<sup>236</sup>. Cette observation s'appuie notamment sur les coefficients qu'accordent les régressions industries à quatre variables : le *taux de change réel*, la *part de la consommation dans le PIB*, la *croissance de l'épargne* et le *taux de croissance retardé*.

Similairement aux résultats qui prévalaient lorsque les *greenfields agrégés* étaient notre sujet d'analyse (sous-section III.2.4.2 de ce chapitre), la prise en compte des seules années ayant accompagné l'euro s'accompagne d'une significativité accrue des coefficients négatifs associés au *taux de change réel* et à la *part de la consommation totale dans le PIB* à travers l'*estimation industrie 1999-2010*. Pour ce qui est de la

---

<sup>235</sup> Sur ce sujet, voir les sous-sections III.2.2 et III.2.3 de ce chapitre.

<sup>236</sup> Notons que ceux-ci démontraient déjà un tel comportement lors de la période 1998-2010.

première variable citée, bien que la majorité des Etats membres partagent le même taux de change nominal depuis 1999, leurs prix relatifs ont paradoxalement eu tendance à ne plus converger, voire à diverger légèrement, à partir de cette date (voir sous-section III.2.4.1 de ce chapitre). En effet, ils se sont alors livrés à une course déflationniste en vue de proposer le meilleur rapport qualité/coût de leur localisation aux firmes multinationales. L'analyse sectorielle présente, en accordant un coefficient légèrement plus élevé et significatif au seuil de 5% à ce déterminant pour la régression industrie 1999-2010, démontre ainsi que ce sont les *greenfields* du secteur secondaire qui en ont été les plus sensibles.

Au passage, la motivation de recherche de faibles coûts qui est sous-jacente à ce résultat prouve, s'il en faut, que les *greenfields* du secteur secondaire ne poursuivent pas une stratégie horizontale pure, contrairement à ceux de services. En effet, elle s'inscrirait plutôt dans une logique « *export-platform* » au niveau européen, voire de la zone euro, et ce d'autant plus depuis le passage à la monnaie unique. C'est en tout cas ce qu'atteste l'apparition du coefficient *négatif* et significatif à 10% de la *part de la consommation totale dans le PIB* à travers cette même estimation industrie 1999-2010. Au risque de nous répéter, un tel résultat suggère que les *greenfields* industriels entrants de l'Union Economique et Monétaire ne sont pas intéressés par la taille du marché national mais par la taille du marché de l'Union Européenne, ou – s'ils ont une aversion au risque de change – de la zone euro. Néanmoins, notons que cette relation est à manier avec précaution compte tenu du fait qu'elle n'est pas confirmée par les estimations de sous-périodes.

Les coefficients de la *croissance de l'épargne* et, dans une moindre mesure, du *taux de croissance retardé* affichés par le **tableau 17** témoignent, eux aussi, d'un comportement davantage « *export-platform* » des *greenfields* du secteur secondaire entrants en zone euro depuis 1999. En passant de la régression industrie portant sur la période 1998-2010 à celle ne considérant que les années ayant connues l'euro, le coefficient positif de la *croissance de l'épargne* gagne en significativité. Or, comme nous l'avions expliqué lors de la sous-section III.2.4.3 qui précède, ce facteur est susceptible de contenir les mêmes informations que celui de la consommation totale rapportée au PIB. En l'occurrence, si les investisseurs de *greenfields* industriels se détournent des pays membres dépensiers, c'est tout simplement parce qu'en désirant accéder *au marché européen*, ils n'accordent pas ou peu d'importance à *la consommation nationale*. Pire,

cette dernière, en monopolisant une partie des ressources, peut nuire à d'autres critères d'attractivité des IDE créateurs d'activités du secteur secondaire<sup>237</sup>.

Le coefficient du *taux de croissance retardé*, quant à lui, contrairement à la même étude portant sur la couverture temporelle débutant en 1998, manque ici de significativité à travers la régression industrie de la première sous-période. Même si ce résultat est à accueillir avec précaution, vu le faible nombre d'observations sur lesquelles s'appuie l'estimation en question, il va lui aussi de pair avec l'idée selon laquelle les variables de taille et de dynamisme du *marché européen* seraient préférées par les investisseurs industriels à celles correspondant aux *marchés nationaux*.

Ainsi, deux enseignements principaux nous sont apportés par les régressions industries portant sur l'échantillon zone euro entre 1999 et 2010. Le premier est que le passage à la monnaie unique a rendu les *greenfields* du secteur secondaire à destination de l'Union Economique et Monétaire encore plus « *export-platform* » qu'ils ne l'étaient déjà auparavant. Le second est que cette évolution stratégique s'est répercutée, quoique d'une ampleur moindre, sur le comportement des *greenfields* agrégés. A ce sujet, une dernière remarque s'impose. Bien qu'il était statistiquement significatif au seuil des 5% à travers l'estimation 1999-2003 pour les *greenfields* agrégés, le coefficient du *taux de chômage* échoue ici à obtenir un pouvoir explicatif, et au sein de l'estimation industrielle, et au sein de l'estimation de services correspondante. Cette instabilité statistique nous rappelle que le faible nombre d'observations des estimations de sous-périodes peut nous induire en erreur en faussant certains de leurs résultats.

S'agissant cette fois des régressions services portant sur les *greenfields* entrants de la zone euro, la prise en compte des seules années ayant accompagnées la monnaie unique n'apporte presque aucune modification aux coefficients que nous obtenions précédemment en considérant la période 1998-2010 (sous-section III.2.4.3 de ce chapitre). La seule légère différence concerne ici la perte de significativité totale du *taux de change réel* à travers l'estimation 1999-2003. Or, nous savons désormais à quel point le faible nombre d'observations associé à cette sous-période peut générer des résultats

---

<sup>237</sup> Par exemple, les firmes multinationales peuvent privilégier les localisations dont les taux d'épargne garantissent la possibilité de recourir au financement local. Or, il va de soi qu'une part importante du PIB consommé ne peut aller de pair avec un fort taux d'épargne.

trompeurs. Quoi qu'il en soit, ce changement signifierait que les *greenfields* de services s'implantant à l'intérieur de la zone euro ne seraient plus, ou seraient moins, à la recherche de travail qualifié depuis l'instauration de la monnaie unique. Deux causes pourraient être à l'origine d'un tel revirement de stratégie. Soit, l'appréciation soudaine de l'euro à partir de 2003, en rendant les salaires des Etats membres relativement trop élevés par rapport au reste du monde, aurait incité les investisseurs de *greenfields* services à revoir leurs ambitions en termes de niveau de qualification à l'intérieur de la zone. Soit, le lancement de la monnaie unique se serait accompagné d'une homogénéisation du capital humain au sein de l'UEM. Sur ce dernier point, les données de la productivité issues d'Eurostat démontrent, que si un tel phénomène a bien eu lieu, il existait déjà bien avant 1999<sup>238</sup>. Par conséquent, sous réserve qu'elle soit robuste statistiquement, la perte de significativité du coefficient du taux de change réel via la régression services 1999-2003 affiché par le **tableau 17** serait plutôt due à l'augmentation des coûts de production de la zone depuis la création de l'euro. Toujours est-il que cette légère modification ne remet aucunement en question le caractère globalement « *market seeking* » à l'échelle nationale qui anime les *greenfields* tertiaires entrants de la zone euro depuis 1998.

Finalement, selon l'analyse économétrique que nous avons menée au cours de cette sous-section III.2.4.4, l'instauration de la monnaie unique semble avoir surtout eu un impact sur le comportement des *greenfields industriels* s'implantant à l'intérieur de la zone euro. Ces derniers s'y seraient adaptés en devenant davantage « *export-platform* » au niveau européen qu'ils ne l'étaient auparavant. C'est cette modification stratégique qui serait à l'origine de celle, plus modérée, que nous avons également détectée chez les *greenfields* agrégés entrants des Etats membres (sous-section III.2.4.3 de ce chapitre). Rappelons cependant que la légitimité de ces conclusions repose sur l'hypothèse de la stabilité de nos résultats, notamment ceux de nos régressions en sous-périodes.

\*\*\*\*\*

---

<sup>238</sup> L'écart type de la productivité du travail (en pourcentage de l'UE 15) pour nos 14 pays membres passe de 21,11 en 1999 à 16,37 en 2010. Cependant ce dernier était de 23,55 en 1995. Par conséquent, l'homogénéisation de la qualité du travail avait déjà commencé depuis lors.

En conclusion de cette sous-section III.2.4 et de la sous-section III.2, nous pouvons dire que les flux de *greenfields* s'implantant parmi les pays de la zone euro sont bel et bien mus par des motivations particulières. En effet, leur réaction à notre spécification de base entre 1998 et 2010 dénote d'une stratégie davantage tournée vers l'accès à de nouveaux marchés que ne le démontraient les créations d'activités transnationales à destination de l'ensemble de l'échantillon et des pays développés européens. Si de tels agissements caractérisent habituellement les *greenfields* de services entrants du vieux continent, la manière distincte dont ils se manifestent pour les *greenfields* industriels s'installant en zone euro n'a jusqu'ici jamais été rencontrée au sein de notre analyse. Contrairement aux firmes multinationales du secteur tertiaire qui souhaitent avant tout accéder au marché national des Etats membres, ceux du secteur secondaire seraient, quant à eux, intéressés par le marché européen, ou par celui de la zone euro suivant leur aversion au risque de change. En outre, la restriction de notre étude aux seules années ayant accompagnées la monnaie unique renforce l'ampleur de cette nature « *export-platform* » des *greenfields* industriels à destination de la zone euro. A tel point qu'on voit même apparaître les prémices d'un tel comportement au sein des *greenfields* agrégés entre 1999 et 2010. Notons toutefois, au risque de nous répéter, que le faible nombre d'observations obtenu lors de certaines régressions nous invite à rester très prudents quant à la teneur de ces résultats.

Ainsi, l'application de notre exercice économétrique au cas européen révèle une véritable déclinaison des motivations de *greenfields* selon la couverture géographique visée. Alors qu'aucune stratégie particulière ne s'imposait lors de l'étude globale sur 64 pays (section II de ce chapitre), les *greenfields* à destination de l'Europe au sens large et, dans une moindre mesure de ses pays développés, s'avèrent davantage verticaux tandis que la zone euro en reçoit principalement des « *market seeking* » voire des « *export-platform* ». De plus, nous avons pu remarquer que ces motivations dépendaient grandement des compositions et des réactions sectorielles des IDE concernés. Si les créations d'activités transnationales tertiaires privilégient des lieux d'implantation répondant à des critères « *market seeking* », leurs homologues industriels se montrent plus sensibles aux facteurs « *resource seeking* » et/ou « *export-platform* ». Ceci découle en grande partie de la spécificité des biens produits et notamment du caractère non échangeable de certains services.

## IV CONCLUSION DU CHAPITRE 2

Ce chapitre apporte sa pierre à l'édifice de la littérature portant sur les déterminants de localisation des investissements directs étrangers en s'intéressant tout particulièrement aux *greenfields*. Deux bases de données distinctes, et jusqu'à présent sous-exploitées, vouées tout particulièrement à comptabiliser le montant de ces derniers, ont été utilisées dans ce but. Il s'agit du FDI Markets du Financial Times et de l'European Investment Monitor d'Ernst & Young. La première a été conçue dans l'optique d'estimer la valeur supposée vraie de tous les *greenfields* entrepris et couvre une large étendue géographique. La seconde, quant à elle, collecte de la manière la plus certifiée possible, ainsi que sur une période élargie, les capitaux engagés par les investissements étrangers créateurs d'activité du secteur secondaire et tertiaire s'installant en Europe. Les caractéristiques propres de chacune de ces sources statistiques ont ainsi fait l'objet d'analyses ciblées. Pour ce faire, une spécification économétrique autorégressive de panel en *pooling* a été utilisée à partir d'une équation de référence inspirée de notre *survey* empirique du chapitre 1. Celle-ci comporte pour variable exogène la variable à expliquer retardée, le taux de croissance retardé, le taux d'ouverture, le taux de change réel, la part de la consommation sur le PIB, le taux de chômage, la capitalisation boursière des entreprises cotées rapportée au PIB et la croissance de l'épargne brute. Cette spécification appliquée respectivement aux données de *greenfields* du FDI Markets et de l'EIM rapportées au PIB nous a permis de mener tour à tour une étude empirique globale, ainsi qu'une autre plus approfondie sur le cas européen, dont nous avons tiré nombre d'enseignements.

1. L'étude globale s'est appuyée sur les données *greenfields* du FDI Markets et a analysé leurs réactions à travers notre équation de base appliquée à un échantillon de 64 pays développés et en développement entre 2004 et 2010. Il en ressort que chacun des déterminants estimés est associé à un coefficient significatif arborant le signe attendu. Plus précisément, les *greenfields* agrégés font preuve d'une grande sensibilité vis-à-vis de leurs prédécesseurs de l'année passée, du taux de croissance retardé et du taux de chômage des territoires d'accueil. De plus, ils apparaissent comme étant significativement dissuadés par un taux de change réel élevé. En revanche, la prise en compte de variables supplémentaires telles que le taux d'inflation, la part de fioul dans les

exportations totales de marchandise, le taux d'endettement public, la stabilité politico-sociale et le degré de liberté d'entreprendre n'apporte aucune amélioration à notre spécification. Notons que chacun des résultats trouvés est comparé, dès que faire se peut, aux résultats correspondants issus de la littérature économique consacrée aux critères de localisation des IDE.

Par ailleurs, parallèlement à l'étendue temporelle que nous considérons, comprenant une phase de crises internationales prononcées, nous avons décidé d'opérer un découpage de notre analyse en sous-périodes pour tenter d'en mesurer l'impact sur les résultats obtenus. Cette démarche confirme effectivement un biais en accordant un meilleur ajustement à la spécification considérant les années allant de 2007 à 2010. En outre, elle met en avant les facteurs qui n'exercent une influence sur les *greenfields* agrégés qu'en temps normal (la part de la consommation et de la capitalisation boursière sur le PIB), qu'en temps de difficulté économique (le taux de croissance retardé, le taux de chômage et la croissance de l'épargne brute) et/ou en toutes circonstances (la variable à expliquer retardée, le taux d'ouverture et, dans une moindre mesure, le taux de change réel).

Enfin, compte tenu du fait que notre échantillon global est composé d'économies plus ou moins avancées, nous avons également entrepris une analyse par sous-groupes de pays d'accueil en fonction de leur niveau de développement. Il s'en est dégagé trois conclusions importantes. Premièrement, les résultats obtenus par l'étude globale, considérant l'ensemble de l'échantillon, proviennent essentiellement du poids qu'y occupent les pays développés. En conséquence, le choix de la couverture géographique est un élément déterminant dans l'étude empirique de la logique de localisation des *greenfields*. Deuxièmement, Bien que non négligeable dans les deux cas, l'influence du taux de change réel semble plus importante sur les créations d'activités transnationales à l'intérieur des pays en développement que sur celles s'implantant dans les économies avancées. Alors qu'une hausse de 10% du taux de change réel réduirait les *greenfields* entrants d'un pays développé de 3.5% entre 2004 et 2010, une hausse similaire du taux de change réel diminuerait les *greenfields* entrants d'un pays en développement de 11% sur la même période. Notons toutefois que l'écart de cet effet sur les deux groupes d'économie est à nuancer quelque peu compte tenu de la corrélation des prix relatifs et du niveau de développement des pays. Troisièmement, certaines variables apparaissent comme pertinentes seulement à travers les régressions

des *greenfields* entrants des pays développés (le taux de croissance retardé, le taux de chômage et la capitalisation boursière sur le PIB) ou uniquement via les estimations des *greenfields* allant s'installer dans les pays en développement (la consommation rapportée au PIB et la croissance de l'épargne). Autrement dit, les créations transnationales d'activités à destination de l'une ou de l'autre de ces catégories de pays sont de nature distincte. Malheureusement, la base de données du FDI Markets ne nous permet pas d'analyser plus en détail ces différences.

2. C'est pourquoi nous avons mené une étude plus approfondie sur le cas des pays d'accueil européens à partir des statistiques de l'European Investment Monitor. En plus de remonter à des années plus anciennes, l'EIM a l'avantage de proposer un découpage de données entre les *greenfields* industriels et les *greenfields* de services. Cependant, il ne prend pas en compte les investissements du secteur primaire, des services de la vente au détail, de l'hôtellerie-restauration, de l'immobilier, des services publics ainsi que des investissements de maintenance ou de remplacement. En outre, contrairement au FDI Markets, il a la particularité de ne pas tenter d'estimer la valeur des projets *greenfields* n'annonçant pas les montants engagés. Bien entendu, ces différences méthodologiques se reflètent dans les niveaux et les formes des séries graphiques de *greenfields*/PIB générées par les deux bases de données. Toutefois, la comparaison économétrique que nous avons opérée en appliquant l'équation de référence sur les variables dépendantes EIM et FDI Markets de 31 pays « européens » entre 2004 et 2010 nous rassure quant à leur compatibilité. La seule grande différence qui en ressort concerne les résultats associés à la variable à expliquer retardée qui, fort logiquement, se retrouvent très altérés par le caractère parcellaire des récoltes de données d'Ernst & Young. En conséquence, cette concordance générale nous autorise à poursuivre notre étude empirique en utilisant les statistiques de l'EIM et leurs attributs.

Nous avons donc non seulement pu tester notre spécification sur une période rallongée, allant de 1998 à 2010, mais aussi pu approfondir nos interprétations au travers d'analyses sectorielles sur le cas européen. Une telle étude nous a permis de tirer quatre enseignements qui nous semblent très intéressants.

Premièrement, les résultats que nous obtenons à travers notre analyse sectorielle soulignent que les *greenfields industriels* entrants en Europe se comportent différemment des *greenfields de services*. Alors que les premiers semblent mus par des considérations

davantage verticales, les seconds seraient principalement attirés par des variables horizontales. Cette différence stratégique se perçoit notamment au niveau de la sensibilité de ces créations d'activités transnationales désagrégées par secteur économique vis-à-vis du taux de change réel (et donc des coûts de production). En effet, si les prix relatifs exercent une influence négative sur les *greenfields* du secteur secondaire, ils n'auraient en revanche pas d'impact – voire un impact positif en appréhendant la qualification de la main d'œuvre – sur les *greenfields* du secteur tertiaire.

Deuxièmement, il apparaît que les créations d'activités transnationales allant s'installer en Europe répondent à d'autres critères de localisation que celles s'implantant dans l'ensemble (où les seuls pays développés) de l'échantillon global. En l'occurrence, elles s'avèrent moins sensibles aux variables horizontales de notre spécification (taux de croissance, consommation/PIB, part de la capitalisation boursière dans le PIB). Nous pensons que ce résultat provient, entre autres, du fait que les pays d'Europe centrale et orientale, qui représentent une part conséquente de notre couverture géographique européenne, reçoivent d'importants flux de *greenfields verticaux* comparés à leur PIB.

A cela s'ajoute, et ce sera notre troisièmement, un comportement tendant vers une stratégie « *export-platform* » des *greenfields* s'implantant dans les seuls pays développés européens et/ou en zone euro pour accéder au marché de l'UE et/ou de l'UEM.

Enfin, quatrièmement, les investissements transnationaux créateurs d'activités entrants des seuls Etats membres de la monnaie unique sont, comme nous pouvons nous y attendre, moins sensibles à la variable du taux de change réel que ceux considérant plusieurs zones monétaires comme lieu d'implantation. Toutefois, il est à noter que, en dépit d'un taux de change nominal commun, les prix relatifs des pays de l'UEM semblent tout de même avoir un impact sur la localisation des *greenfields*, et ce notamment à compter de l'instauration de l'euro. Ceci s'explique par le fait que depuis l'année 1999, les prix relatifs intra-zones ont brusquement interrompus leur processus de convergence, voire ont même commencé à diverger légèrement.

Si nous avons désormais une meilleure perception des logiques animant le comportement de localisation des *greenfields*, il nous reste à savoir en quoi leurs réactions diffèrent de celles des IDE. Le chapitre suivant a pour objectif de répondre à cette interrogation en proposant une étude des déterminants de localisation des IDE.

# **Chapitre 3 Les déterminants des IDE totaux et des *investissements productifs* : un examen empirique détaillé**

---

Les investissements directs étrangers sont composés de deux éléments bien distincts. D'un côté nous avons les *greenfields* qui représentent leur fraction créatrice d'activités nouvelles et dont nous venons d'étudier le comportement. De l'autre, se trouve les fusions-acquisitions transnationales qui consistent en la recombinaison de la nationalité de l'actionnariat d'une entreprise locale.

Or, rien ne nous certifie que chacune de ces composantes soient mues par des critères de localisation similaires. Au contraire, les rapprochements que nous avons régulièrement fait tout au long de l'approche économétrique du chapitre 2 (section II et III du chapitre 2), entre les résultats que nous obtenions pour les *greenfields* et ceux auxquels parvient la littérature économique spécialisée sur les déterminants des flux d'IDE totaux, ont permis de constater des différences de réactions certaines. Cependant, bien que révélatrices, de telles comparaisons manquent de précisions. En effet, elles n'établissent un parallèle qu'entre des travaux retenant des échantillons, des méthodes et des périodes différentes.

Le chapitre présent entend combler cette lacune en analysant en profondeur les facteurs de localisation des investissements directs étrangers totaux à partir d'une spécification et d'un champ d'application comparables à ceux que nous utilisons lors de notre étude sur les *greenfields* (section II).

De fait, ce travail nous permettra d'approfondir un peu plus les connaissances que nous avons sur les mouvements des IDE en distinguant notamment les influences qui s'exercent exclusivement sur leur partie *greenfield* de celles qui concernent uniquement leur partie fusion-acquisition. Toutefois, nous ne pouvons raisonnablement prétendre atteindre ce but sans dresser au préalable une synthèse de l'évolution historique des flux, de la composition, de la forme et de la géographie de ces investissements (section I).

Au cours de cette analyse empirique de détermination de localisation des IDE, une attention toute particulière sera portée sur le rôle que joue le *taux de change réel* dans l'attractivité d'un pays. Outre la comparaison de son impact sur les *greenfields* et sur les fusions-acquisitions, il s'agira d'examiner s'il exerce ou non une influence sur les *investissements productifs* d'un territoire. La section III sera entièrement consacrée à cette

question en établissant et en testant une spécification appropriée pour expliquer les créations d'activités productives d'origine domestique et étrangère (section III).

## **I EVOLUTION HISTORIQUE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS**

Avant de nous lancer dans une étude économétrique ayant pour but d'expliquer les flux de localisation des investissements directs étrangers, il convient d'en apprendre un peu plus sur ces derniers. Cette section propose donc un voyage à travers le temps afin de retracer leur évolution historique de 1900 à nos jours. Montant, composition sectorielle, direction et forme, chacune de ces caractéristiques sera suivie attentivement, dès que faire se pourra, de manière à apprécier la progression des IDE mondiaux sous un maximum d'angles possibles. Il s'agira alors d'en dégager les tendances lourdes qui pourront nous être utiles lors de l'interprétation des résultats à venir. A l'exception de quelques ouvrages portant sur la question pour les premières décennies, ce travail s'appuie essentiellement sur les World Investment Report annuel de la CNUCED. Il distingue trois grandes phases d'investissement qui correspondront à trois de nos sous-sections, à savoir celle allant de l'apparition des IDE jusqu'à la fin des accords de Bretton Woods (sous-section I.1), celle correspondant à la naissance des nouvelles stratégies de production internationales entre 1983 et 1997 (sous-section I.2) et celle connaissant de fortes instabilités de 1997 à nos jours (sous-section I.3). A cela s'ajoute les projections de la CNUCED (sous-section I.4).

### **I.1 De l'apparition des IDE à la fin des accords Bretton Woods**

La conception d'investissement direct étranger apparaît avec les toutes premières civilisations. Selon Wilkins (1970, 1989), les marchands sumériens (2500 av. J.C) l'avaient d'ores et déjà assimilée en postant quelques-uns de leurs homologues à l'étranger dans le but de recevoir, stocker et vendre plus facilement leur marchandise. Notons donc que ces IDE originels étaient de nature exclusivement commerciale. Wilkins

(1970, 1989) retrouvera la trace d'un tel comportement de l'empire romain jusqu'aux colonies anglaises d'Amérique, qualifiant même la Virginia Company (datant de 1606) de premier investissement direct aux Etats-Unis.

Toutefois, ce n'est qu'à l'aube de la seconde révolution industrielle (1870) que ces derniers ont véritablement commencé à prendre une certaine ampleur et ce jusqu'à la première guerre mondiale. En effet, les réglementations complaisantes de l'époque<sup>239</sup> ont eu pour conséquence de stimuler l'ensemble des flux de capitaux de long terme, au sein desquels les investissements directs étrangers<sup>240</sup>. Ainsi, « En 1914, le stock d'IDE estimé, atteignait 14 milliards de dollars (courants), soit un tiers des investissements étrangers mondiaux. Le Royaume-Uni en était le principal pays source, représentant à peu près 45 pour cent du total, tandis que les Etats-Unis seraient à l'origine de 20 autres pour cent »<sup>241</sup>. Pour ce qui est des pays hôtes, la part du lion revenait aux Etats-Unis mais il est intéressant de remarquer qu'une partie substantielle des *flux* et la majorité des *stocks* d'IDE (62,8% des stocks d'IDE mondiaux en 1914 selon Dunning (1983, p.88)) étaient alors destinés aux pays en développement (Amérique latine, Chine et régions les moins industrialisées d'Europe). Ce phénomène s'explique par le fait que la recherche de matière première, facilitée par le contexte colonial de la période considérée, constituait la motivation principale des IDE internationaux entre 1870 et 1914<sup>242</sup>. D'où l'importance du secteur primaire (55% du stock total d'IDE) loin devant le secteur des transports, du commerce et de la distribution (30% du stock total) et le secteur manufacturier (10% du stock total) dans la distribution de ces investissements. Le **tableau 18** ci-dessous, tiré de

---

<sup>239</sup> Les mouvements de capitaux de court et de long terme étaient laissés sans surveillance, les transferts de profits ne rencontraient aucun obstacle, les risques de change étaient éliminés par le système d'étalon-or dans la majorité des pays industrialisés, la citoyenneté était accordée gratuitement aux immigrants et les institutions domestiques n'exerçaient qu'une influence minimale sur l'allocation directe des ressources. (UNCTAD, 1994 pp. 120-122).

<sup>240</sup> Il est à noter que l'effet sur les IDE seuls sont difficiles à estimer en ceci qu'ils n'étaient pas clairement distingués lors de la comptabilisation. Pour des auteurs tels que Bloomfield (1968), Dunning (1970) ou encore Rosenstein-Rodan (1967), les flux de capitaux en 1914 étaient pour leur grande majorité sous la forme d'investissement de portefeuille (à hauteur de 90% pour Dunning ; entre deux-tiers et trois quarts des investissements étrangers vers les pays en développement pour Rosenstein-Rodan). Cependant Svedberg (1978) et Wilkins (1989) considéreront que les chiffres avancés sous-estiment la véritable part des investissements directs étrangers de cette époque (qui représenteraient entre 44 et 60% du total des investissements étrangers vers les pays en développement pour Svedberg).

<sup>241</sup> UNCTAD (1994, p.121) d'après Dunning (1983, pp.85-86).

<sup>242</sup> La nature des IDE a donc profondément évolué par rapport à celle de leurs précurseurs qui était purement commerciale.

Lewis (1938) puis commenté par Wilkins (1970, p.110), nous permet d'illustrer cette répartition au travers de l'exemple américain<sup>243</sup> pour les années 1897, 1908 et 1914.

**Tableau 18 : Estimations des investissements directs étrangers d'origine américaine pour les années 1897, 1908 et 1914 (en millions de dollars US)**

Country or Region	(1) Total <sup>a</sup>			(2) Railroads			(3) Utilities			(4) Petroleum <sup>b</sup>			(5) Mining <sup>c</sup>			(6) Agriculture			(7) Manufacturing			(8) Sales Organizations <sup>d</sup>		
	1897	1908	1914	1897	1908	1914	1897	1908	1914	1897	1908	1914	1897	1908	1914	1897	1908	1914	1897	1908	1914	1897	1908	1914
Mexico	200	416	587	111	57	110	6	22	33	1	50	85	68	234	302	12	40	37	—	10	10	2	2	4
Canada and Newfoundland	160	405	618	13	51	69	2	5	8	6	15	25	55	136	159	18	25	101	55	155	221	10	15	27
Cuba and other W. Indies	49	196	281	2	43	24	—	24	58	2	5	6	3	6	15	34	92	144	3	18	20	4	5	9
Central America	21	38	90	16	9	38	—	1	3	—	—	—	2	10	11	4	18	37	—	—	—	—	1	1
South America	38	104	323	2	1	4	4	5	4	5	15	42	6	53	221	9	11	25	—	2	7	10	16	20
Europe	131	369	573	—	—	—	10	13	11	55	99	138	—	3	5	—	—	—	35	100	200	25	30	85
Asia	23	75	120	—	—	10	—	15	16	14	36	40	—	1	3	—	—	12	—	5	10	6	12	15
Africa	1	5	13	—	—	—	—	—	—	1	2	5	—	2	4	—	—	—	—	—	—	—	1	4
Oceania	2	10	17	—	—	—	—	—	—	1	2	2	—	—	—	—	—	—	1	6	10	—	2	5
Banking	10	20	30	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>TOTAL</b>	<b>635</b>	<b>1638</b>	<b>2652</b>	<b>144</b>	<b>161</b>	<b>255</b>	<b>22</b>	<b>85</b>	<b>133</b>	<b>85</b>	<b>224</b>	<b>343</b>	<b>134</b>	<b>445</b>	<b>720</b>	<b>77</b>	<b>186</b>	<b>356</b>	<b>94</b>	<b>296</b>	<b>478</b>	<b>57</b>	<b>84</b>	<b>170</b>

Source: Cleona Lewis, *America's Stake in International Investment*, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1938, 578ff. Many of these figures are questionable, but they do present the general pattern. The Mexican figures, for example, may be too low for 1908 and too high for 1914. The railroad investment in Central America (1897) is too high since Miss Lewis erroneously included the Panama Railroad. The European 1908 and 1914 totals are substantially larger than the sum of columns 2 through 8. On the other hand, Miss Lewis does not itemize the direct investments of the U.S. insurance companies, which may make up a large part of the difference. The investment in Canadian utilities is probably

low. The oil investment in Asia in 1914 excludes Jersey Standard's investment in the Dutch East Indies.

<sup>a</sup> Total includes sum of columns 2 through 8 plus miscellaneous investments.

<sup>b</sup> Petroleum includes exploration, production, refining, and distribution; the bulk of this is in distribution.

<sup>c</sup> Mining and smelting.

<sup>d</sup> Excludes petroleum distribution; includes trading companies and sales branches and subsidiaries of large corporations.

Source : Wilkins (1970, p. 110)

Les trois décennies suivantes, marquées par deux guerres mondiales et par la grande dépression des années 30, portèrent un sérieux coup d'arrêt aux mouvements des capitaux internationaux *dans leur ensemble*. « Les contrôles de guerre ont persisté après 1918 et, bien que la croissance économique s'accéléra dans les années 20, le système financier international fut marqué par une instabilité accrue. Les flux sortants de capitaux

<sup>243</sup> Il convient de préciser que le cas des Etats-Unis est quelque peu singulier en ceci que plus de 90% de ses investissements sortants étaient entrepris sous la forme d'IDE en 1897. Cette part n'atteignant « plus que » 75% en 1914 (Lewis, 1938).

de long terme des économies industrielles ralentirent drastiquement et le commerce mondial n'arrivait pas à atteindre son niveau d'avant-guerre » (CNUCED (1994, p.122)). Les comportements protectionnistes qui ont fait écho au Krach boursier de 1929 et le second conflit planétaire qu'ils ont contribué à provoquer n'ont fait qu'aggraver cette tendance. Néanmoins, les investissements directs étrangers s'en révélèrent beaucoup moins sensibles que les autres activités internationales lors de la période mouvementée d'entre-deux-guerres. « Entre 1914 et 1938, le stock d'IDE sortants a quasiment doublé atteignant 26 milliards de dollars (courants) » (CNUCED (1994 p.130)). En outre, les études de Lewis (1938) et Lipsey (1999b, 2001)<sup>244</sup> s'intéressant à la composition des investissements en provenance des Etats-Unis mettent également en exergue cette moindre exposition des IDE à la crise de 1929. Mais, si le montant de leur flux fut empreint d'une certaine régularité, il n'en fut pas de même s'agissant de leur origine géographique. En effet, comme le montre le **tableau 19**, entre 1914 et 1938, la suprématie du Royaume-Uni en tant que pays source d'IDE s'étiola (le stock d'IDE sortants britanniques passant de 45% à moins de 40% du stock sortant total) contrastant avec la percée des Etats-Unis en la matière (le stock d'IDE sortants américains passant de moins de 20% à 28% du stock total). Concernant les IDE entrants, les pays en développement confortent leur position de principaux destinataires sur la période en accueillant pas moins de 65,7% des stocks mondiaux en 1938.

---

<sup>244</sup> Selon ces dernières, les prêts américains lors de la première guerre mondiale ainsi que l'emballement financier des années 20 ont dynamisé le poids des investissements de portefeuille au détriment de celui des IDE dans les flux de capitaux sortants des Etats-Unis (En 1929, la part des investissements directs étrangers dans les investissements sortants est inférieure à 50% alors qu'elle s'élevait à 75% en 1914). Mais la grande dépression, et les défauts de paiement qui s'en suivirent, inverseront le rapport de force jusqu'à la fin des années 1970.

**Tableau 19 : Stock estimé d'investissement direct étranger par pays d'origine 1914-1938**

	1914		1938	
	millions de dollars	%	millions de dollars	%
<b>Amérique du nord</b>				
USA	2652	18,5	7300	27,7
Canada	150	1	700	2,7
<b>Europe occidentale</b>				
Royaume-Uni	6500	45,5	10500	39,8
Allemagne	1500	10,5	350	1,3
France	1750	12,2	2500	9,5
Autres	1250	8,7	3500	13,3
<b>Autres pays développés</b>				
Russie	300	2,1	450	1,7
Japon	20	0,1	750	2,8
Autres	180	1,3	300	1,1
<b>Total</b>	<b>14302</b>	<b>100</b>	<b>26350</b>	<b>100</b>

Source : Dunning (1983, p.87)

L'augmentation régulière des flux d'IDE mondiaux va perdurer lors des premières années de l'application des accords de Bretton Woods. Au départ, le cadre mis en place au cours de ce nouveau système monétaire international concourra au bon développement des IDE, et ce d'une manière contrôlée. En effet, la volonté d'acquiescer une stabilité économique internationale par le biais d'une parité fixe des changes par rapport au dollar tout en gardant l'autonomie de la politique monétaire des gouvernements impliquait inévitablement, selon le triangle d'incompatibilité de Mundell, une régulation stricte des mouvements de capitaux à l'international. En conséquence les accords de Bretton Woods, permettaient, voire encourageaient, les pays à instaurer des mesures de contrôle des investissements étrangers. « Les Etats membres peuvent exercer autant de contrôles que nécessaires afin de réguler les mouvements de capitaux internationaux » (Article VI, Section 3 du statut du Fonds Monétaire International de 1944). Fait assez rare pour être souligné, et Keynes et White partageaient la même idée sur le sujet. C'est pourquoi ils

proposèrent aux pays de coopérer efficacement ainsi que d'ériger des systèmes de contrôle des changes dans cette optique. Toutefois ils s'accordèrent également pour dire que, à l'inverse, les capitaux *productifs* devaient être promus. White avancera ainsi qu'il est important d'« encourager les flux de capitaux productifs qui se dirigent vers les zones où ils pourraient être employés de la manière la plus profitable » (Horsefield 1969). Quant à Keynes il les légitime à partir du moment où ils consistent en de « véritables nouveaux investissements permettant de développer les ressources mondiales » (Horsefield 1969). Néanmoins l'accord multilatéral sur les principes généraux d'investissements qui devait leur proposer un environnement harmonisé et favorable fut rejeté de la Charte de la Havane en 1947. Dès lors, quelle a été l'évolution des IDE au cours de cette période ?

Au final, jusqu'à la fin des années 50, les politiques de restriction des flux de capitaux mondiaux ont quelque peu limité l'effet bénéfique de la promotion des échanges et de la stabilité économique mondiale. Les stocks d'investissements directs étrangers totaux croissent mais dans des proportions encore contenues, ceux-ci s'élevant à 67,7 milliards de dollars en 1960 (contre 26 milliards en 1938)<sup>245</sup>. Mais, par la suite, le desserrement progressif des contrôles de change, leur perte d'efficacité face aux innovations financières (marché des eurodollars) ainsi que l'émergence de traités bilatéraux d'investissements (BIT) vont être à l'origine d'une première accélération remarquable des IDE. Leurs stocks vont plus que quadrupler en 15 ans, atteignant 282 milliards de dollars en 1975<sup>246</sup>. Bien entendu, les Etats-Unis (les stocks d'IDE sortants américains représentant 47,1 % des stocks d'IDE sortants mondiaux en 1960, ce pourcentage passant à 44% en 1975), de par l'avancée technologique et opérationnelle de leurs firmes, surpasseront largement le Royaume-Uni<sup>247</sup> en tant que principal investisseur direct étranger, activité qui sera l'apanage quasiment exclusive des pays développés<sup>248</sup>. L'Europe occidentale (dont les stocks d'IDE entrants comptent pour 40,8% des stocks d'IDE entrants mondiaux en 1975) apparaîtra comme la destination favorite de ces IDE

---

<sup>245</sup> Source : UNCTC (1988).

<sup>246</sup> Source : UNCTC (1988).

<sup>247</sup> Les stocks d'IDE sortants britanniques représentaient 18,3% des stocks d'IDE sortants mondiaux en 1960, ce pourcentage passant à 13,1% en 1975. Source : UNCTC (1988).

<sup>248</sup> Les stocks d'IDE sortants des pays développés tels que comptabilisés par la CNUCED représentaient 99% des stocks d'IDE sortants mondiaux en 1960, ce pourcentage passant à 97,7% en 1975. Source : UNCTC (1988).

alors que les pays en développement commenceront à devenir des territoires d'accueil moins prisés suite au processus de décolonisation (cette catégorie d'économies n'attirant plus que 25% des stocks d'IDE entrants mondiaux en 1975). Les **tableaux 20 et 21** qui suivent, tirés de l'UNCTC (1988), nous offrent une vision plus détaillée de ces répartitions géographiques pour les années 1960 et 1975<sup>249</sup>. Par ailleurs, d'un point de vue sectoriel, un changement de nature s'opère au cours de cette période en faveur du secteur manufacturier. « Au début des années 70, plus d'un quart des IDE des économies développées étaient entrepris dans le secteur extractif, un quart dans le secteur des services et un peu moins de la moitié dans le secteur manufacturier ». (UNCTC (1983 p.23)). En effet, les américains tentent d'exporter leur modèle de croissance industrielle notamment par le biais d'investissements massifs mondiaux, directs ou non. En ce sens, le plan Marshall, même s'il ne peut être considéré tel quel comme un IDE, contribuera à l'industrialisation de l'Europe et, de fait, à la montée en puissance des IDE manufacturiers. Le 8 janvier 1976, les accords de Jamaïque sonnent *officiellement* le glas du système de Bretton Woods.

---

<sup>249</sup> Notons que le stock entrant total d'IDE ne correspond pas tout à fait au stock sortant total au sein de ces tableaux. Cet écart provient des erreurs de comptabilité dans un sens comme dans l'autre. Il en sera de même s'agissant des flux.

**Tableau 20 : Stocks sortants d'investissement direct étranger 1960, 1975****(En milliards de dollars US)**

Pays / régions	1960			1975		
	Valeur	Pourcentage du		Valeur	Pourcentage du	
		Total	PIB		Total	PIB
<b>Economies développées</b>	<b>67</b>	<b>99</b>	<b>6,7</b>	<b>275,4</b>	<b>97,7</b>	<b>6,7</b>
Etats-Unis	31,9	47,1	6,2	124,2	44	8,1
Royaume-Uni	12,4	18,3	17,4	37	13,1	15,8
Japon	0,5	0,7	1,1	15,9	5,7	3,2
Allemagne, République fédérale	0,8	1,2	1,1	18,4	6,5	4,4
Suisse	2,3	3,4	26,9	22,4	8	41,3
Pays-Bas	7	10,3	60,6	19,9	7,1	22,9
Canada	2,5	3,7	6,3	10,4	3,7	6,3
France	4,1	6,1	7	10,6	3,8	3,1
Italie	1,1	1,6	2,9	3,3	1,2	1,7
Suède	0,4	0,6	2,9	4,7	1,7	6,4
Autre	4	5,9	3,1	8,5	3	1,7
<b>Pays en développement</b>	<b>0,7</b>	<b>1</b>	...	<b>6,6</b>	<b>2,3</b>	...
<b>Total</b>	<b>67,7</b>	<b>100</b>	...	<b>282</b>	<b>100</b>	...

**Tableaux 21 : Stocks entrants d'investissement direct étranger 1960, 1975****(En milliards de dollars US)**

Pays / régions / Zones	1960			1975		
	Valeur	Pourcentage du		Valeur	Pourcentage du	
		Total	PIB		Total	PIB
<b>Economies développées</b>	<b>36,7</b>	<b>67,3</b>	...	<b>185,3</b>	<b>75,1</b>	<b>4,5</b>
Europe occidentale	12,5	22,9	...	100,6	40,8	5,8
Etats-Unis	7,6	13,9	...	27,7	11,2	1,8
Autre	...	...	...	57	23,1	7
Japon	0,1	0,2	...	1,5	0,6	0,3
<b>Pays en développement</b>	<b>17,6</b>	<b>32,3</b>	...	<b>61,5</b>	<b>24,9</b>	<b>6,4</b>
Afrique	3	5,5	...	16,5	6,7	15,7
Asie	4,1	7,5	...	13	5,3	3,2
Amérique Latine et Caraïbes	8,5	15,6	...	29,7	12	8,9
Autre	...	...	...	2,3	0,9	2,1
<b>Total</b>	<b>54,5</b>	<b>100</b>	...	<b>246,8</b>	<b>100</b>	<b>4,9</b>

Source : UNCTC (1988, p. 24, 25) ; Dunning (1983, p.88).

A l'exception d'une très légère baisse de leurs flux mondiaux lors du passage au change flottant (de 28,6 milliards de dollars en 1975 à 28,4 milliards de dollars en 1976), la bonne tenue des IDE continue jusqu'en 1980 et ce en dépit d'un contexte de croissance et d'échange international en berne. Leurs stocks internationaux sortants s'élèvent ainsi à 551 milliards de dollars en 1980. La raison de ces performances se cache dans l'émergence des nouvelles technologies de l'information et de communication, dans une libéralisation rapide des marchés financiers des pays développés ainsi que dans la construction d'un environnement favorable aux capitaux productifs. A ce sujet, la « Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises » est adoptée par l'OCDE en 1976. En outre, la montée du protectionnisme mondial, qui répond à l'instabilité et aux difficultés économiques de l'époque, pousse les entreprises s'inscrivant dans une logique de plus en plus mondialisée à substituer les IDE aux exportations. Néanmoins, les trois premières années de la décennie 1980 seront tout de même marquées par un recul des flux d'investissements transnationaux durables (les flux d'IDE sortants mondiaux baissant de 18% entre 1979 et 1980, de 0,1% entre 1980 et 1981 et de 47% entre 1981 et 1982) consécutif à la vague de politiques économiques très restrictives initiées par Tchatcher et Reagan. Toujours est-il que deux tendances commencent à émerger à partir de cette période. D'une part, le poids des flux d'IDE *sortants* américains (environ deux-tiers des flux d'IDE sortants mondiaux avant 1970 contre moins de la moitié fin 1970) se voit sérieusement remis en question par ses homologues allemands, japonais et canadiens, contrairement à celui des flux d'IDE *entrants* américains qui ne cesse de croître (10% des flux d'IDE entrants totaux avant 1970 contre 30% fin 1970). D'autre part, même si le secteur manufacturier reste le plus concerné par ces investissements, un changement est en train de s'opérer en faveur des services avec en fer de lance les activités bancaires et d'assurances.

## **I.2 1983-1997 : Naissance de nouvelles stratégies de production des firmes davantage portées sur l'international**

La forte reprise économique qui accompagna les années 80, affichant un taux de croissance mondial annuel moyen de 3,75% entre 1983 et 1990, doublée de la formidable accélération du processus de mondialisation, marquent le point de départ d'une augmentation sans précédent des flux d'IDE. Ces derniers progressent alors à un rythme annuel de + 33% jusqu'à atteindre un montant de 234 milliards de dollars en 1989, pour un stock s'élevant à 1500 milliards de dollars. Nul doute que ces résultats sont à rapprocher de l'explosion des nouvelles technologies de l'information et de communication, de l'évolution des coûts et de la rapidité des transports ainsi que du mouvement global de libéralisation, de dérégulation et de privatisation encourageant la libre circulation des capitaux. En effet, les opportunités organisationnelles mais également la pression concurrentielle qui découlent de ces manifestations ont incité les firmes multinationales à opérer de profondes mutations stratégiques au sein desquelles les IDE jouent un rôle nouveau. Alors qu'au cours de la première mondialisation – entre 1870 et 1914 – « les filiales étrangères suivaient une *stand-alone strategy*, répliquant à peu près fidèlement l'intégralité de la chaîne de valeur de la firme mère », on assiste désormais à des intégrations complexes nécessitant un « éclatement de la chaîne de valeur en plusieurs cellules distinctes – assemblage, acquisition, finance, recherche et développement... – ainsi que leur localisation à l'endroit où elles seraient le plus efficaces compte tenu des besoins de l'entreprise dans sa globalité » (CNUCED (1994, p.139)). Dès lors, selon Dunning (1981), à partir du moment où la firme a intérêt à internaliser sa production, on risque fort d'assister à un développement plus important de ses IDE. Ceci permet notamment d'avancer un premier élément d'explication quant à la progression du secteur des services qui hérite de la part la plus importante des investissements directs étrangers à la fin des années 1980 (environ 50% du stock total et entre 55 et 60% des flux totaux)<sup>250</sup>. En conséquence, les pays développés ayant une économie plus tertiarisée confortent leur mainmise en tant que principaux protagonistes de ces mouvements de capitaux. Alors qu'ils n'attiraient « que 65% » des flux d'IDE entrants en 1983, cette part s'élève à 80% en 1990 tirée principalement par les pays de la

---

<sup>250</sup> Bien évidemment, un certain nombre de facteurs alternatifs sont à rapprocher de cette tertiarisation des IDE. On citera entre autres la tertiarisation de l'économie mondiale, le développement des NTIC, le caractère non échangeable des services ainsi que l'ouverture des pays dans ce domaine (UNCTAD (1991, pp. 18-22)). Sans oublier que les IDE des autres secteurs vont très souvent de pair avec un IDE commercial afin de les promouvoir.

triade. En ce qui concerne les flux sortants d'IDE, seulement 5% proviennent des pays en développement en 1990 dans un classement dominé par le Japon (21% des flux d'IDE mondiaux), la France (15%), les Etats-Unis (12,8%), l'Allemagne (10%) et le Royaume-Uni (7,4%).

Si les flux d'IDE mondiaux vont continuer à s'accroître sur ce même rythme entre 1993 et 1997, ils seront néanmoins victimes d'un ralentissement annonciateur de profonds changements géographiques au cours des années 1990 à 1992 (ceux-ci s'amenuisant de 38,7 milliards de dollars en trois ans). La faute repose sur les mauvaises performances de croissance qui toucheront particulièrement les pays développés et notamment les pays européens. En effet, la réunification allemande s'accompagnera de sévères politiques restrictives qui seront imitées par les Etats voisins contraints par le système monétaire européen (SME) alors en vigueur. Selon les chiffres du FMI, la croissance de l'Union Européenne est ainsi passée de +2,4% en 1990 à -0,26% en 1993. Dès lors, ces nations traditionnellement pourvoyeuses d'investissements directs étrangers vont voir leurs flux sortants décliner considérablement, ceux de la France, de l'Allemagne et des Pays-Bas combinés diminuant d'un montant de 12,4 milliards de dollars au cours de cette période. Il en va de même pour le Japon qui, suite à l'éclatement de sa bulle spéculative en 1990, va s'engager bien malgré lui dans une décennie perdue fortement préjudiciable pour ses flux d'IDE sortants (les flux d'IDE sortants japonais connaîtront une diminution de 37,7% entre 1990 et 1991, de 45,3% entre 1991 et 1992 puis de 19,6% entre 1992 et 1993). A l'inverse, les pays en développement seront moins touchés par cette baisse d'activité économique internationale et afficheront même une meilleure croissance du PIB que le monde occidental entre 1993 et 1997. Ceci, parallèlement à l'amélioration de leur réglementation et de leur environnement vis-à-vis des IDE, va entraîner une augmentation substantielle de leur part au sein de ces flux de capitaux totaux. Cette dernière va passer de 6,8 % en 1990 à 15,5% en 1997 pour les flux d'IDE sortants et de 16,9% à 39,2% pour les flux d'IDE entrants. La Chine parvenant même à la seconde place des territoires les plus attractifs après les Etats-Unis à partir de 1993. Cependant les régions en développement profiteront inégalement de cette embellie, l'Asie (qui représente 64,54% des flux entrants des PED en moyenne sur la période 1990-1997) s'adjugeant à elle seule près des deux-tiers des flux entrants des économies en développement. Suivent ensuite l'Amérique latine (28,45%), puis l'Afrique (6,48%). Le poids correspondant des pays en transition, quant à lui, même s'il connaît une très forte

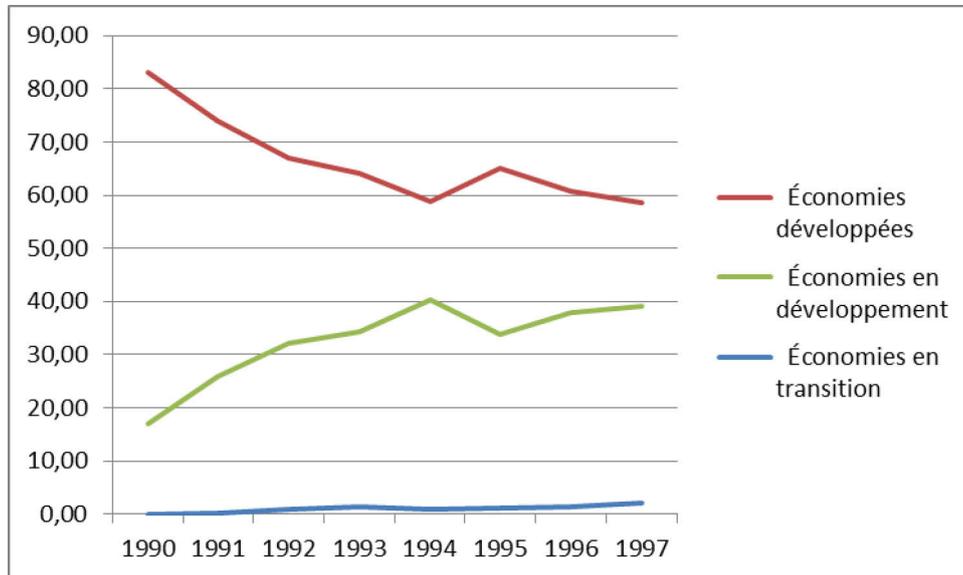
progression suite à l'effondrement de l'URSS reste marginal, représentant 2,84% des flux entrants des pays en développement entre 1990 et 1997.

Les flux d'IDE vont reprendre leur ascension entre 1993 et 1997 (jusqu'à atteindre 476 milliards de dollars en 1997 contre 242,6 en 1993) sous l'impulsion de la reprise économique mondiale mais aussi de la mise en place de politique stimulatrice. Au niveau multilatéral les accords « TRIM » mis en place par le GATT lors de l'Uruguay Round engagent les pays à instituer un cadre favorable aux investissements étrangers. Parallèlement, les traités bilatéraux d'investissement (1513 BIT fin 1997) et les traités de non double imposition (1700 DTT fin 1997), évitant à une firme multinationale d'être soumise à deux fiscalités différentes pour la même opération, prolifèrent. Sans parler des politiques nationales de plus en plus portées sur la libéralisation et la privatisation. Tout ceci contribue à installer un environnement international propice aux IDE parmi lesquels les fusions-acquisitions (F&A) transfrontalières acquièrent une place prépondérante. On en dénombre pour un montant de 243 milliards de dollars en 1997, soit plus de la moitié des flux d'investissements directs étrangers<sup>251</sup>, et la plus grande part atteinte depuis le début des années 90. Notons que cette activité est presque exclusivement réservée aux pays développés, ces derniers étant engagés dans près de 80% des ventes et 90% des achats de F&A. Du point de vue de l'origine et de la destination des IDE totaux, les économies avancées et notamment celles de la triade restent sur le devant de la scène. Toutefois, la percée fulgurante de la Chine et dans son sillage de l'Asie du sud-est dans les flux d'IDE entrants change quelque peu la distribution classique. Par ailleurs, l'Europe occidentale et surtout le Japon subissent un fort recul de la part de leurs IDE sortants par rapport à celles des Etats-Unis et du Royaume-Uni, tandis que les pays en développement progressent également dans ce domaine. Les **graphiques 1 et 2** nous permettent de mieux appréhender l'évolution de la distribution géographique des IDE entrants et sortants mondiaux entre 1990 et 1997.

---

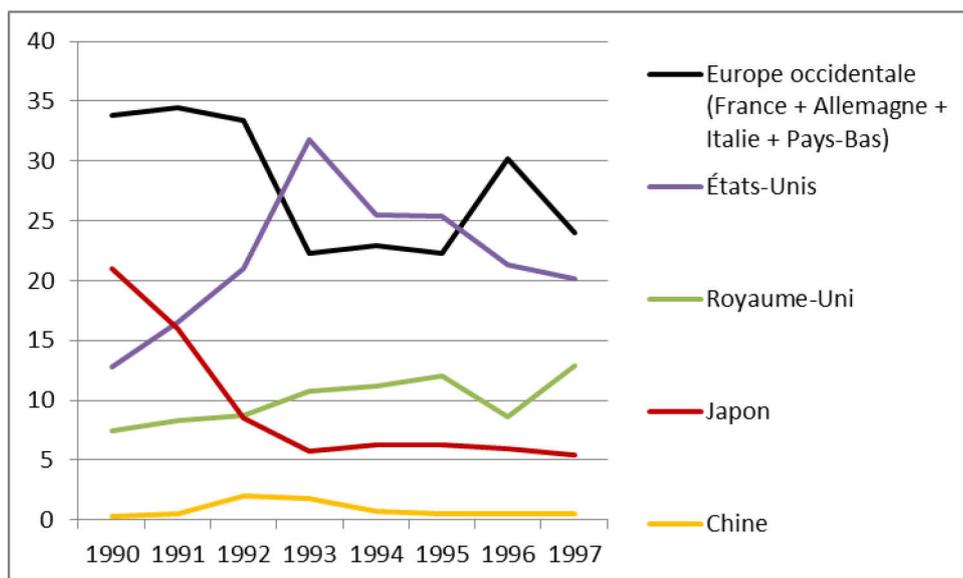
<sup>251</sup> La CNUCED (UNCTAD (2000, pp. 10-14)), nous met toutefois en garde quant à la mise en relation des chiffres d'IDE et de F&A transfrontalières. Selon eux, les F&A comptabilisées « peuvent être financées localement ou directement par le marché des capitaux internationaux contrairement aux données relatives aux IDE. Par ailleurs, les règlements des F&A peuvent être étalés sur plusieurs années ». En conséquence le montant des F&A peut se retrouver supérieur à celui des IDE sur certaines années. Voir aussi note 295.

**Graphique 1 : Part des différentes régions dans les flux d'IDE entrants mondiaux entre 1990 et 1997 (en %)**



Source : UNCTADSTAT.

**Graphique 2 : Part des pays dans les flux d'IDE sortants mondiaux entre 1990 et 1997 (en %)**



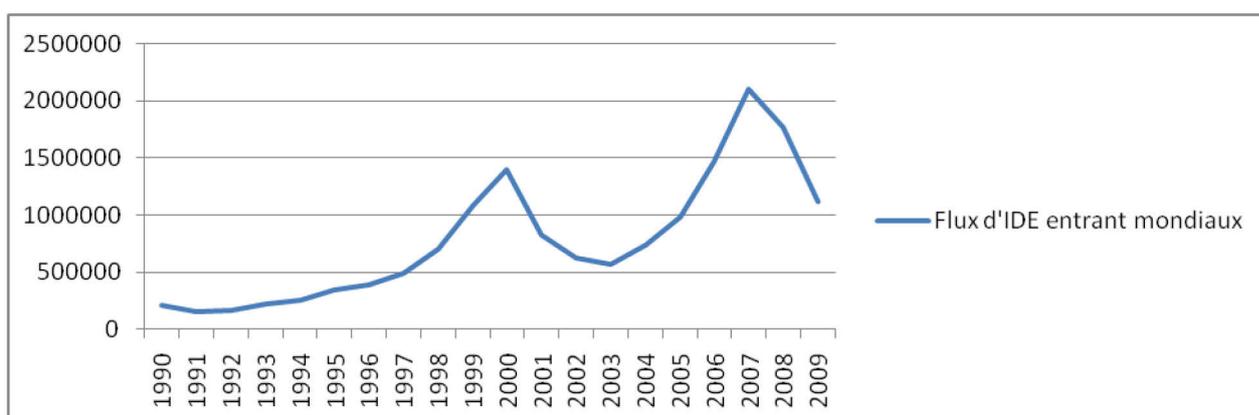
Source : UNCTADSTAT.

Enfin, le mouvement de recomposition sectorielle des créations d'activités transnationales au bénéfice des services – que nous entrevoyions déjà au début des années 80 – se poursuit et s'accroît sur la période 1990-1997 (47,7% des flux d'IDE entrants totaux sont tertiaires en 1997 contre 38,9% en 1988), même si la majorité des flux d'IDE entrants des pays en développement reste liée au secteur manufacturier en 1997<sup>252</sup>. La part du secteur primaire au sein de cette distribution demeure, quant à elle, marginale à la fin des années 90 (les flux d'IDE entrants du secteur primaire représentent 4,5% des flux d'IDE entrants totaux en 1997).

### I.3 1997-2009 : Période de forte instabilité

L'année 1997 marquera une rupture à partir de laquelle les flux d'IDE mondiaux se distingueront de par leur excessivité et leur instabilité, comme en témoignent les deux pics que nous observons sur la courbe de leur évolution entre 1990 et 2009 (**graphique 3**).

**Graphique 3 : Flux d'IDE entrant mondiaux entre 1990 et 2009 en millions de dollars courants**



Source : UNCTADSTAT.

<sup>252</sup> 50,1% des flux d'IDE entrants des pays en développement concernent une activité industrielle en 1997 contre 41,3% pour les activités de services.

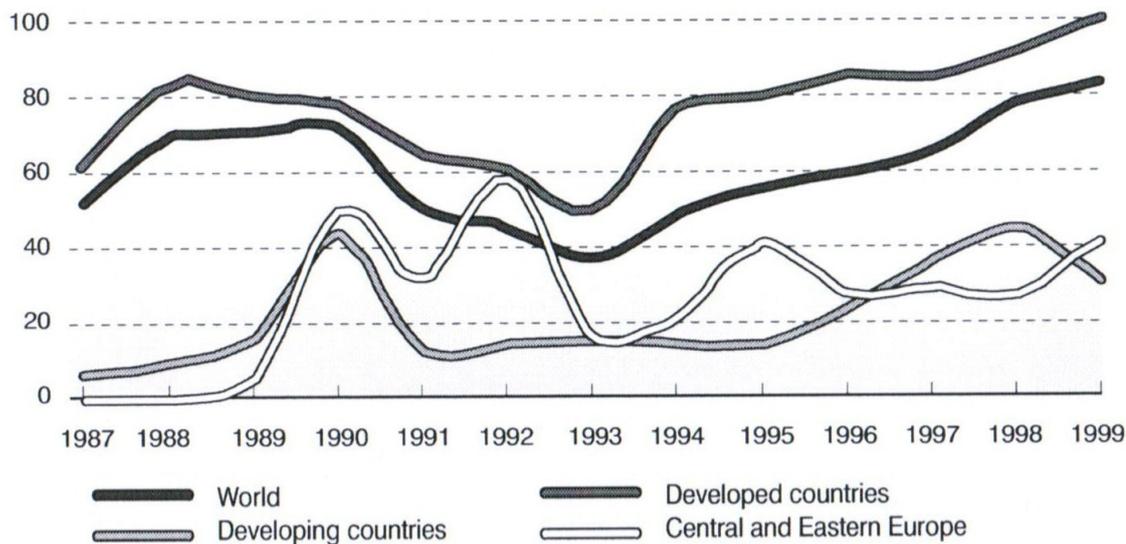
Dans un premier temps, sur la période 1997 – 2000, les conséquences négatives sur les firmes multinationales liées à la crise asiatique se trouvent noyées dans la frénésie qui anime les marchés internationaux autour du phénomène de la net économie. Les flux d'IDE sortants totaux y progressent à un rythme annuel avoisinant les 40%, s'établissant en 2000 à un niveau record de 1233 milliards de dollars (1401 milliards de dollars pour les flux entrants). Mis à part son caractère résolument accéléré, cette augmentation s'accompagne d'un renforcement de la prédominance des pays développés en tant qu'investisseurs mais également destinataires, et ce pour deux raisons majeures. La première a trait au sérieux coup de frein de croissance qu'a connu l'Asie, région pourtant motrice parmi les pays en développement, suite à la crise financière qui l'a touchée de plein fouet en 1997. Les fuites de capitaux qui en ont résulté ont mis à mal les bonnes performances économiques du continent asiatique. Alors que celui-ci recevait 21,7% des flux d'IDE entrants mondiaux en 1997, il n'en attire plus que 10,6% en 2000 (respectivement 10,8% et 6,8% pour les IDE sortants). La seconde raison du rôle accentué que jouent les économies avancées en tant que pays sources et pays d'accueil entre 1997 et 2000 relève de l'importance grandissante qu'accaparent les F&A dans la composition des investissements transnationaux durables sur la période, soit une part d'environ 83%<sup>253</sup> en 1999. Or, comme nous l'avons évoqué précédemment (sous-section I.2 de ce chapitre), les achats et ventes de fusions-acquisitions sont très majoritairement opérées par les pays développés. Le **graphique 4** nous permet d'illustrer cette observation.

---

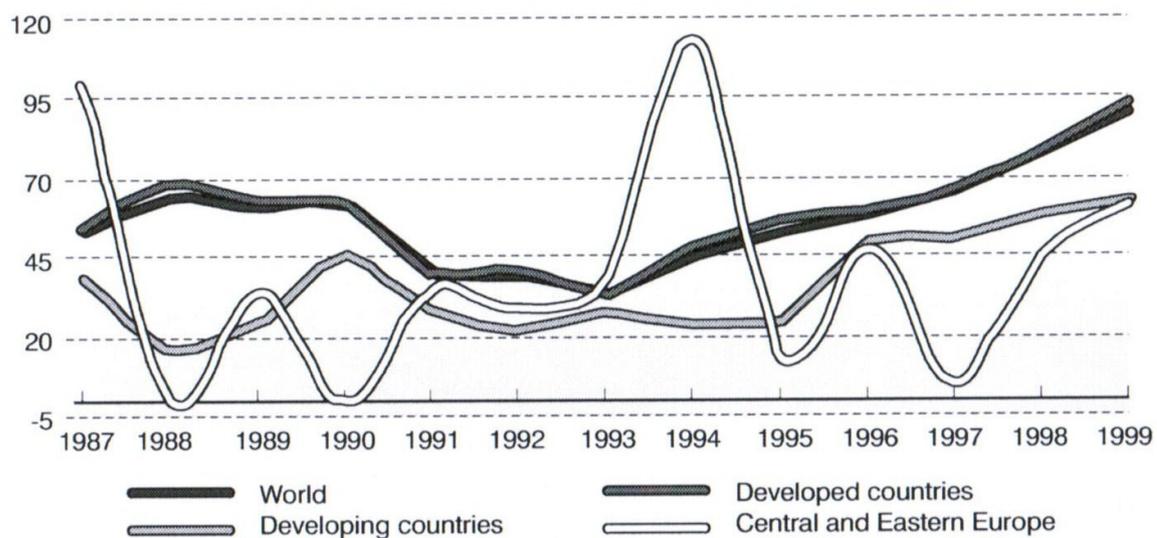
<sup>253</sup> Rappelons que le ratio entre le montant des fusions-acquisitions et les flux d'IDE donné par la CNUCED est à prendre à *titre indicatif*. En effet, la méthodologie à la base des récoltes de données de ces deux variables ne sont pas tout à fait les mêmes. Cf. note n°267 et 295.

**Graphique 4 : Valeur des F&A transfrontalières par rapport à la valeur des flux d'IDE, monde et groupe d'économies, 1987-1999**

**Ventes de F&A / flux entrants d'IDE (en pourcentage)**



**Achats de F&A / flux sortants d'IDE (en pourcentage)**



Source : CNUCED (UNCTAD (2000, p. 16)).

De fait, les Etats de la triade cumulent trois-quart des flux d'IDE entrants mondiaux et 85% des flux d'IDE sortants mondiaux entre 1998 et 2000. En leur sein, les Etats-Unis et le Royaume-Uni restent les premiers pays émetteurs et destinataires sur la période, même si la France s'immisce entre les deux, en tant que second pays source en 2000, à la faveur d'un fort recul d'investissement transnational d'origine américaine au cours de cette année.

Ledit recul des Etats-Unis au sein de la hiérarchie des principaux pays sources d'IDE est un des symptômes de l'éclatement de la bulle internet qui va frapper une grande partie des marchés boursiers, et par voie de conséquence des niveaux d'activité, mondiaux à partir de mars 2000. Parallèlement, les attentats du 11 septembre 2001 ainsi que les scandales financiers de grands groupes à l'image d'Enron en décembre 2001 ajoutent au balbutiement économique, notamment des pays avancés, sur la période 2000-2003. Ces derniers verront leur taux de croissance du PIB chuter (1,7% en 2002 contre 4,1% en 2000) tandis que ceux des pays en développement ne subiront qu'une légère baisse (respectivement 4,8% contre 5,8%). Par ailleurs, l'effondrement des cours boursiers a pour particularité d'affecter davantage les flux de fusions-acquisitions que les flux de *greenfields*, et ce pour deux raisons. D'une part, la chute du prix des actions à l'international baisse automatiquement la valeur de celles acquises dans le cadre des recompositions transnationales de capital. D'autre part, à travers un effet richesse négatif, la diminution du cours des actions réduit la possibilité pour les firmes multinationales de financer l'achat des parts d'une entreprise étrangère via un échange de titre (UNCTAD (2002, p.11) et UNCTAD (2003, p. 15))<sup>254</sup> <sup>255</sup>. Alors qu'on recensait 175 transactions de F&A dont le montant excédait le milliard de dollars en 2000 (pour un montant total de 866,2 milliards de dollars), on en comptait plus que 56 en 2003 (pour un montant total de 141,1 milliards de dollars)<sup>256</sup>.

Dès lors, il n'est pas surprenant d'observer que les pays développés, en tant qu'émetteurs et destinataires, portent une très large responsabilité dans le déclin prononcé

---

<sup>254</sup> Or, le mode de financement de F&A par échange de titre est loin d'être marginal puisqu'il était impliqué dans 44% des transactions de fusions-acquisitions en 2000 (UNCTAD (2002, p.11)).

<sup>255</sup> A l'inverse, selon le World Investment Report de 2010 (UNCTAD (2010, p.9)) les *greenfields* peuvent être « moins coûteux et considérés comme moins risqués » lors des paniques financières internationales. En outre, « ils procurent aux FMN une meilleure flexibilité opérationnelle dans l'ajustement du niveau d'activité lors du stade initial de leur établissement, ce qui améliore la capacité de ces dernières à répondre rapidement aux crises ».

<sup>256</sup> Source UNCTAD (2004, p. 6).

des flux d'IDE totaux observé sur la période 2000-2003. Ces derniers, affectés de sucroît par un essoufflement du phénomène des privatisations des pays en développement<sup>257</sup>, sont réduits de moitié en trois ans, atterissant à 566 milliards de dollars en 2003. A l'exception du retour en tête des Etats-Unis devant le Royaume-Uni et la France, le classement des nations sources n'en subit pas grand changement. En revanche, nous pouvons remarquer que les grandes crises financières internationales du début du XXI<sup>e</sup> siècle ont pour conséquence de renforcer la part des IDE entrants des pays en développement au sein des IDE entrants mondiaux. L'éclatement de la bulle internet n'échappe pas à la règle, le poids de cette région dans les investissements transnationaux durables entrants totaux passant de 18,3% à 32,5% entre 2000 et 2003 ; la Chine s'établissant toujours au deuxième rang des pays hôtes, derrière le Luxembourg mais devant la France et les Etats-Unis. Il est à noter également que l'Europe de l'Est est la seule région à avoir connu une progression de ses IDE reçus sur la période, et ce à un rythme de croissance annuelle de 43,5%. Ces derniers sont très majoritairement portés sur le secteur des services, reflétant la tendance d'une tertiarisation des IDE entrants totaux (les IDE tertiaires représentent 66% des IDE agrégés mondiaux entre 2001 et 2003) et ce même au sein des pays en développement (53,57% des IDE agrégés entrants dans les pays en développement concernent une activité tertiaire entre 2001 et 2003). A l'inverse, le secteur manufacturier (24% des IDE agrégés mondiaux sont secondaires sur la période) cède du terrain dans la composition sectorielle de ces investissements agrégés tandis que le secteur primaire y connaît un regain de vigueur (7,4% des IDE agrégés mondiaux sont primaires entre 2001 et 2003)<sup>258</sup>.

Le second pic du **graphique 3**, cumulant à plus de 2000 milliards de dollars de flux d'IDE en 2007, surpasse le précédent tout en s'appuyant sur les mêmes ingrédients. Tout d'abord une reprise économique mondiale soutenue à partir de 2004, agrémentée d'une diminution des risques pays, d'une libéralisation accrue ainsi que d'une confiance retrouvée des consommateurs et des entreprises garantissent aux investisseurs un contexte des plus favorables. De plus, des profits records, de faibles taux d'intérêt et un marché boursier rebondissant facilitent le financement des projets d'IDE. Ajoutez à cela un

---

<sup>257</sup> Selon le World Investment Report de 2004 (UNCTAD (2004, p.6)), « la vente totale de titres nationalisés chuta de 50 milliards de dollars en 2000 à moins de 20 milliards de dollars en 2003. Le niveau des IDE issus de privatisation dans les PED ne représentait plus qu'un dixième de celui de 1998 ».

<sup>258</sup> Si la somme des pourcentages n'aboutit pas à la centaine, c'est qu'une partie des IDE sont classés comme « achat/vente privé de propriété » et comme « non spécifié ».

affaiblissement du dollar, qui fait mécaniquement gonfler les statistiques exprimées en cette monnaie tout en offrant des opportunités avantageuses de placement pour les firmes multinationales des autres Etats. Enfin, assaisonnez le tout d'un emballement des prix des matières premières et vous obtiendrez une augmentation spectaculaire des flux entrants d'investissements directs étrangers mondiaux, de 39% par an en moyenne entre 2004 et 2007.

L'embellie touche toutes les régions même si la part des flux d'IDE entrants des pays en développement au sein des flux d'IDE totaux s'amenuise sur la période (26,9% en 2007 contre 32,5% en 2003) au profit de celles des pays avancés et en transition. En revanche les PED améliorent leur position s'agissant des flux sortants d'IDE (13,06 % des flux sortants totaux en 2007 sont issus des pays en développement contre 10,06% en 2003) grâce notamment au dynamisme de l'Asie du sud-est. Les Etats-Unis, quant à eux, profiteront de la faiblesse de leur monnaie pour reconquérir la place de première destination tout en se maintenant à celle de principal pays source des firmes multinationales entre 2004 et 2007.

Parallèlement, l'inflation significative du prix des matières premières a continué à stimuler les IDE liés au secteur primaire sur ces années, (13% des flux d'IDE entrants agrégés mondiaux entre 2004 et 2006 sont primaires) alors que les services dominent toujours la répartition sectorielle de ces investissements (55,78% des flux d'IDE agrégés entrants mondiaux entre 2004 et 2006 sont tertiaires), la part du secteur manufacturier ne cessant d'y décliner (22,9% des flux d'IDE agrégés entrants mondiaux entre 2004 et 2006 sont industriels). En outre, un découpage plus fin des statistiques par branche d'activité nous renseigne sur le niveau élevé de concentration des IDE dans les ressources naturelles (pétrole, mine), la finance, les affaires, les infrastructures et le commerce. Ces cinq catégories comptant pour environ 62% des flux d'IDE agrégés mondiaux entre 2004 et 2006 (UNCTAD (2008, p.209)). Il convient également de mentionner le phénomène de localisation de plus en plus fréquente de centre de décision ainsi que de pôle de recherche et de développement des sociétés transnationales à l'étranger, et principalement dans les PED, ces opérations étant auparavant confinées aux territoires d'origine.

Enfin, toujours entre 2004 et 2007, l'ascension exceptionnelle des flux d'IDE mondiaux est en grande partie due aux fusions-acquisitions (celles-ci s'élèvent à 1637 milliards de dollars en 2007 soit une augmentation de 21% par rapport à leur niveau de

2000). Toutefois, une caractéristique nouvelle touchant à l'identité de leurs initiateurs se dégage depuis peu et tend à se propager. En effet, les IDE et surtout les F&A ne sont plus seulement l'apanage des FMN mais deviennent également la cible d'institutions collectives d'investissement (fonds de pension ou autres institutions de capital-investissement) ainsi que des fonds souverains. Le **tableau 22** et le **graphe 5** ci-dessous nous donnent un aperçu de l'évolution croissante de ces récents types d'IDE.

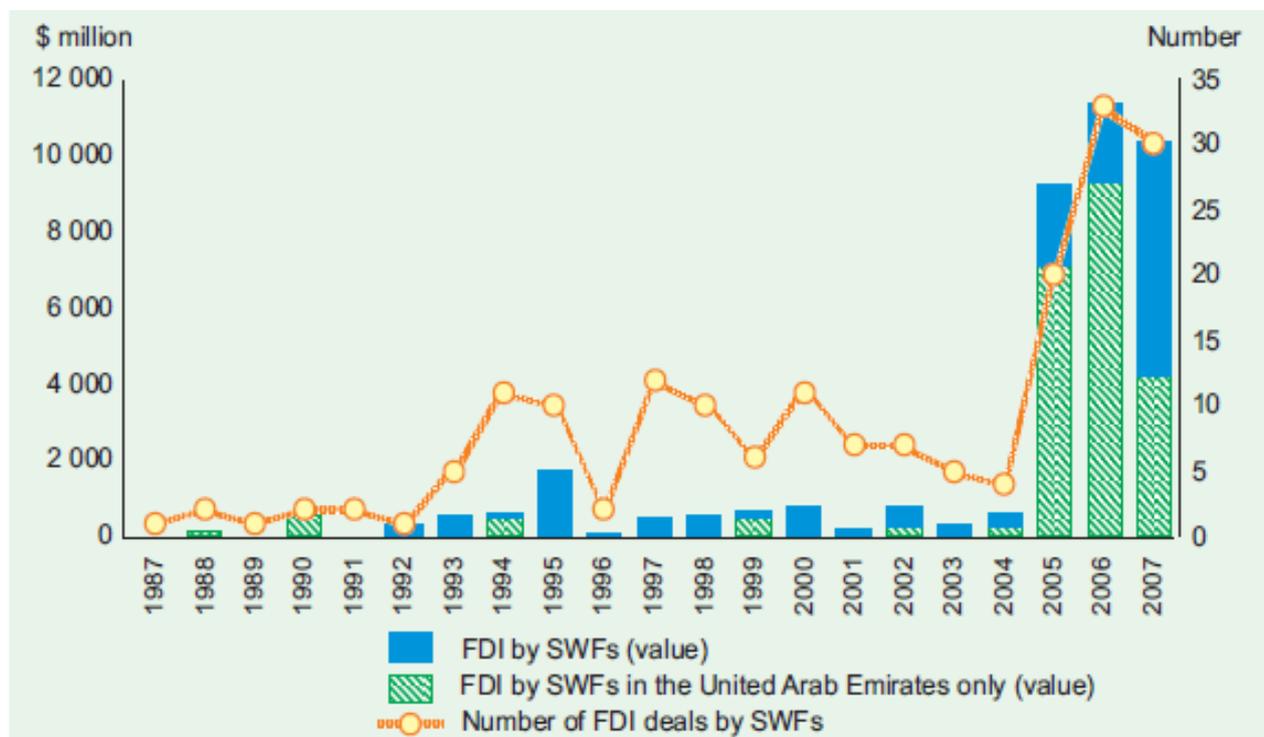
**Tableau 22 : F&A transnationales issues des fonds de pensions et institution de capital-investissement, en nombre de projets et en milliards de dollars, 1987-2010**

Année	Nombre de transactions		Valeur	
	Nombre	Part dans F&A totales (%)	Milliards de dollars	Part dans F&A totales (%)
1987	158	13,5	13,4	13,7
1988	203	10,8	12,6	9,2
1989	292	10,7	26,2	15,7
1990	531	15,8	41	20,5
1991	648	16,6	28,1	24
1992	652	17,5	34,9	30,9
1993	707	17,8	45,3	36,7
1994	720	15,8	35,5	20,8
1995	722	13,1	33,6	14,5
1996	715	12,2	44	16,6
1997	782	11,6	55,4	14,9
1998	906	11,3	77,9	11,2
1999	1147	12,7	86,9	9,6
2000	1208	12	91,6	6,8
2001	1125	13,9	87,8	12
2002	1126	17,2	84,7	17,5
2003	1296	19,6	109,9	26,7
2004	1613	22,2	173,7	30,7
2005	1707	19,9	211	22,7
2006	1649	18,2	282,6	25,3
2007*	1917	18	457	27
2008*	1785	18	322	25
2009*	1993	25	107	19
2010*	2050	22	122	17

\* les chiffres correspondant à ces années sont issus du World Investment Report 2011 (UNCTAD (2011)).

Source : CNUCED (UNCTAD (2008, p.6) et UNCTAD (2011, p.13)).

**Graphique 5 : Flux d'IDE provenant des fonds souverains, en millions de dollars et en nombre de projets, 1987-2007**



Source : CNUCED (UNCTAD 2008, p. 23); « FDI by SWFs (value) » correspond aux IDE engagés par des fonds souverains (en valeur); « FDI by SWFs in the United Arab Emirates only (value) » correspond aux IDE engagés par des fonds souverains originaires des Emirats Arabes Unis (en valeur); et « Number of deals by SWFs » correspond au nombre de projets IDE engagés par des fonds souverains.

Les fusions-acquisitions transnationales engagées par les institutions collectives d'investissement comptent ainsi pour 27% des F&A totales en 2007. Néanmoins, il est à souligner que cette proportion est extrêmement sensible aux cycles économiques. C'est la raison pour laquelle ce type de recomposition de capital est moins représenté dans les F&A totales lors des années 2008 et 2009. Par ailleurs, même si la part des IDE entrepris par les fonds souverains dans les IDE totaux reste marginale (10 milliards de dollars en 2007, soit 0,54% des IDE totaux), son explosion à partir de 2005, combinée aux vertigineux volumes que représente l'accumulation des réserves de change de certaines Banques Centrales, laissent à penser que cette part peut s'accroître rapidement dans les années à venir. Toujours est-il que ces nouveaux investisseurs soulèvent nombre de questions sur la prétendue stabilité des IDE, sur leur transparence ainsi que sur leur motivation géopolitique (UNCTAD (2008, pp. 25-26)).

Il va de soi que la crise financière déclenchée par l'effondrement du marché des *subprimes* lors des années 2006-2007 va provoquer un brusque retournement de situation de l'évolution des flux d'IDE mondiaux. En appauvrissant singulièrement les sources de financement des investisseurs (chute des cours boursiers, baisse des profits, hausse des taux d'intérêt), elle sera à l'origine du déclin prononcé des mouvements transnationaux de capitaux durables sur la période 2008-2009, et ce notamment via les fusions-acquisitions. Ces dernières décroîtront en valeur de 48% par an en moyenne lors des deux années en question pour ne plus atteindre qu'un montant de 250 milliards de dollars en 2009.

Le comportement volatil des F&A engagées par les institutions collectives d'investissement n'y est pas anodin : en réduisant leur implication de pas moins de 350 milliards de dollars entre 2007 et 2009<sup>259</sup>, ces investisseurs sont responsables de plus de la moitié de la chute des F&A. A l'inverse, les fonds souverains démontrent leur plus grande stabilité en la matière en augmentant leur participation aux flux d'IDE de 15,5% sur la période, l'élevant ainsi à 22,9 milliards de dollars en 2009.

Une telle résistance à la crise des *subprimes* s'entrevoit également dans le comportement des *greenfields* totaux, dont le nombre d'opérations n'a commencé à diminuer qu'à partir de 2009 tout en restant supérieur de 1517 projets à celui de 2007. Tout compte fait les flux d'IDE entrants totaux sont passés de 2100 milliards de dollars en 2007 à 1114 milliards de dollars en 2009, soit une évolution de -47% en deux ans.

Il convient de préciser que parallèlement aux évolutions des *greenfields* et des fusions-acquisitions, la baisse des flux d'IDE mondiaux entre 2007 et 2009 a pu être causée par des désinvestissements<sup>260</sup> ou autres transferts de fonds des filiales vers les maisons mères (prêt intra-firme ou remboursement des dettes) dépassant les nouveaux investissements<sup>261</sup>. En l'occurrence, le boom des F&A des années précédentes laissait à penser que ce phénomène de désinvestissement s'intensifierait à la première difficulté

---

<sup>259</sup> Les montants de F&A engagés par les institutions collectives d'investissement s'élevaient à 106 milliards de dollars en 2009 contre 456 milliards de dollars en 2007.

<sup>260</sup> Selon le World Investment Report de 2009 (UNCTAD (2009, p.38)), un désinvestissement est un démantèlement, partiel ou complet, de participation au sein d'une entreprise étrangère faisant suite, soit à une décision stratégique concernant l'orientation géographique de ses activités, soit à un changement du mode de pénétration du marché étranger, soit au choix d'un retrait complet du pays hôte.

<sup>261</sup> C'est la raison pour laquelle il est possible d'obtenir des flux nets négatifs d'IDE entrants au sein de la balance des paiements.

venue. L'ampleur de la crise des *subprimes* aurait donc eu pour effet de l'accentuer en forçant les firmes à draguer le maximum de fonds disponible, voire en les obligeant à se restructurer, pour faire face au ralentissement économique international. Malheureusement, il n'existe pas de données précises qui nous permettent d'appréhender correctement ce phénomène.

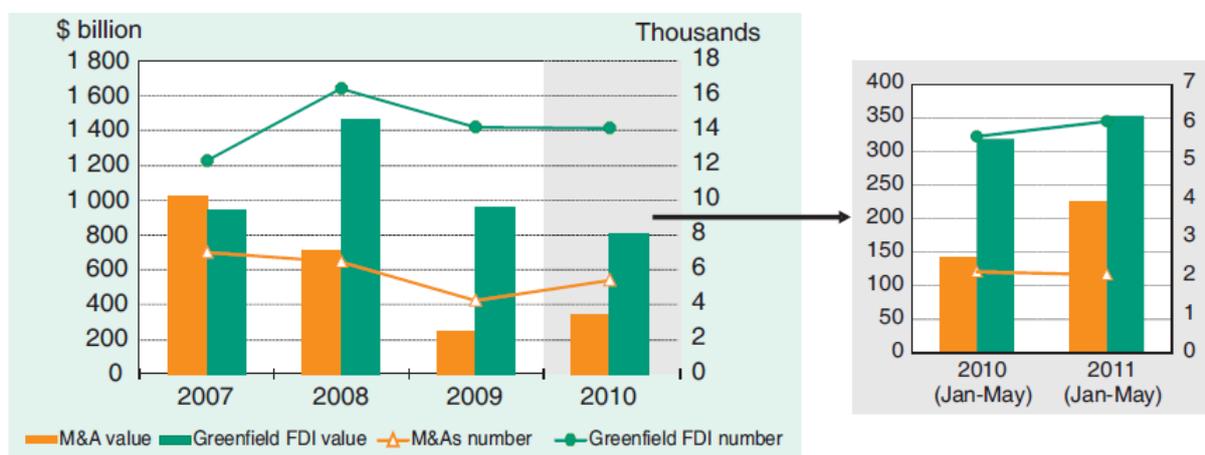
Au même titre que lors de l'éclatement de la bulle internet, les pays développés apparaissent comme étant les plus affectés par la chute des flux d'investissements directs étrangers entre 2007 et 2009. Même s'ils en demeurent les premiers destinataires et fournisseurs, leur part dans les flux d'IDE mondiaux entrants (50,60% en 2009 contre 66,33% en 2007) et sortants (72,99% en 2009 contre 83,23% en 2007) s'érode sévèrement en 2009. Autrement dit, les pays en développement et en transition commencent véritablement à s'imposer dans le domaine en attirant quasiment la moitié des flux d'IDE totaux, principalement sous la forme de *greenfields*, tout en comptant deux de ses représentants, la Chine et la Russie, parmi les vingt principales économies sources. Notons, en dernier lieu, que la crise n'a pas modifié fondamentalement la composition sectorielle des IDE. Bien que leur pendant financier ait été rudement touché, les IDE tertiaires (59,15% des IDE agrégés entre 2006 et 2008) dominent toujours largement le total des flux devant un secteur secondaire déclinant (23,55% des flux d'IDE agrégés entre 2006 et 2008) et un secteur primaire qui progresse régulièrement (13,26% des flux d'IDE agrégés entre 2006 et 2008).

En dépit d'un fort rebond de l'activité mondiale en 2010 – se traduisant par un taux de croissance du PIB réel mondial de 5,26% selon le FMI – les flux d'IDE ne connaissent qu'une augmentation modeste au cours de cette année. En effet, les injections massives de liquidités et les politiques de relance budgétaire mises en place par les autorités monétaires et gouvernementales n'ont pas provoqué la reprise escomptée au niveau des capitaux transnationaux durables. Ces derniers s'élèvent à 1,24 milliards de dollars en 2010, soit un accroissement de seulement 5% par rapport à 2009. Tout compte fait, deux forces sont à la base de cette légère hausse.

La première force, de type correctionnelle, est la réaction positive des fusions-acquisitions à l'envolée des cours boursiers ainsi qu'au contexte de restructuration industrielle d'après-crise. En effet, les firmes multinationales ont pu s'appuyer sur de meilleures conditions de financement, et sur l'effet richesse, pour saisir les opportunités

intéressantes de rachat d'entreprises qui se sont alors présentées. De fait, les montants de F&A ont grimpé de 36% en 2010 pour s'établir à 339 milliards de dollars. Notons, dans le même temps, que la valeur des *greenfields* totaux a, quant à elle, diminué. Toutefois, selon le World Investment Report 2011 (UNCTAD (2011, pp.10-11)), les investissements créateurs d'activités transnationales ont été, et demeurent, le mode d'IDE préféré depuis l'apogée de la crise des *subprimes* en 2008. Le **graphique 6** ci-dessous permet d'appuyer cette affirmation.

**Graphique 6 : Valeur et nombre de F&A transnationales et de projets d'IDE *greenfields*, 2007 - mai 2011**



Source : CNUCED (UNCTAD 2011, p. 11); « M&A value » et « M&As number » correspondent respectivement à la valeur et au nombre de projets de fusions-acquisitions; de la même manière, « Greenfield FDI value » et « Greenfield FDI number » correspondent respectivement à la valeur et au nombre de projets de *greenfields*.

La deuxième force, structurelle cette fois, sous-tendant l'augmentation des flux d'IDE mondiaux en 2010 est la confirmation du poids des pays en développement et en transition dans la distribution géographique de ces capitaux. Les économies non développées ont ainsi reçu plus de la moitié (52,74%) des investissements transnationaux durables mondiaux lors de cette année. De la même manière, la part des IDE sortants de ce groupe dans les IDE sortants totaux n'a eu de cesse de croître passant de 27% en 2009 à 31,82% en 2010. Au-delà du rétablissement rapide de leurs économies, les pays en développement ont pu bénéficier d'une hausse de leur demande intérieure ainsi que d'une meilleure valorisation des actifs de leurs entreprises. Or, en plus d'attirer les firmes

multinationales étrangères, ces bonnes performances permettent à leurs propres sociétés transnationales dynamiques d'aller rivaliser sur de nouveaux marchés. D'où l'expansion des échanges de flux d'IDE « Sud-Sud ». Bien entendu, tout ceci va de pair avec un recul progressif des pays développés dans le classement des principaux pays sources et destinataires.

Comme nous pouvions le constater dans le **tableau 22**, les fusions-acquisitions entreprises par les institutions collectives d'investissement, fidèles à leur nature cyclique, augmentent en nombre et en valeur en 2010. Selon le World Investment Report 2011 (UNCTAD (2011, p.13)), les facteurs de leur hausse sont la stabilisation des conditions macroéconomiques mondiales ainsi que la recherche de meilleurs rendements dans un environnement de faible taux d'intérêt à l'international. Notons toutefois que leur part dans la valeur des fusions-acquisitions totales s'est fortement dégradée entre 2007 et 2010 passant de 27% à 17%. Les flux d'IDE initiés par les fonds souverains, quant-à-eux, après avoir connu une expansion remarquable jusqu'à atteindre 26,5 milliards de dollars en 2009, ont subi une correction en 2010. Ils reviennent ainsi à leur niveau de 2007, soit environ 10 milliards de dollars. Cette baisse étant principalement due au retrait des fonds souverains des pays du Golfe doublé de la frilosité de ces institutions suite au contexte d'incertitude de la finance globale de ces dernières années.

La crise des *subprimes* a eu pour conséquence de bouleverser la composition sectorielle des flux d'IDE mondiaux en ce début de XXI<sup>e</sup> siècle. Bien entendu, il s'agit du secteur tertiaire, et surtout de la finance, qui en a fait les frais, les investissements transnationaux durables de services ne représentant plus que 30% de leurs homologues agrégés en 2010 (contre 59,15% entre 2006 et 2008). A l'inverse, les restructurations massives des groupes industriels, en réponse aux difficultés économiques, ont largement nourri les IDE du secteur secondaire à partir de 2009, la part de ces derniers dans les IDE totaux doublant entre 2007 et 2010 jusqu'à atteindre 48%. Enfin, la part correspondante des IDE liés au secteur primaire poursuit, quant-à-elle, son rythme ascendant en s'élevant à 22% en 2010 (contre 13,26% entre 2006 et 2008).

## I.4 Projection

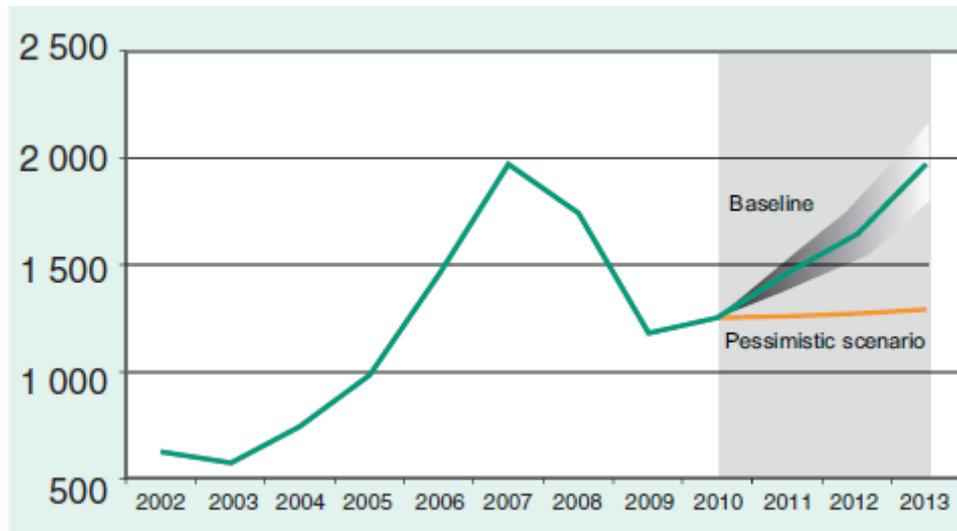
Malheureusement, les séries de données sur les flux d'IDE mises à disposition par la CNUCED ne s'étendent, à ce jour, que jusqu'à 2010. Toutefois les derniers World Investment Report (UNCTAD (2010, pp.19-26) et UNCTAD (2011, pp.16-20)) nous fournissent quelques projections et tendances pour les années suivantes. Selon eux, la sortie relativement robuste de récession internationale que laisse entrevoir l'année 2010 devrait s'accompagner d'un rebond des flux d'investissements directs étrangers mondiaux aux alentours de 1500, 1700 et 1900 milliards de dollars respectivement en 2011, 2012 et 2013<sup>262</sup>. Les fusions-acquisitions, du fait de leur plus grande élasticité face au cycle économique, en seraient les principales artisanes, bénéficiant d'un cadre de financement et d'opportunité favorable à l'international : maintien de faible taux d'intérêt par les banques centrales, regain des profits et des marchés boursiers, multiplication des plans de restructuration stimulant le nombre de transactions et participation grandissante des pays émergents dans ce type d'opération. Sans oublier l'accentuation du mouvement de libéralisation des capitaux par le biais de politiques nationales accommodantes et d'accords internationaux sur les investissements de plus en plus conséquents (on dénombrait 5939 accords internationaux sur les investissements, toutes formes confondues, en 2009<sup>263</sup>).

---

<sup>262</sup> Ces projections sont calculées à partir des coefficients d'un modèle économétrique de panel en effet fixe portant sur un échantillon de 93 pays entre 1995 et 2010. Le terme dépendant est bien évidemment les flux d'IDE. Les variables figurant dans l'équation régressée sont la croissance des pays du G20, le PIB retardé, le prix du pétrole retardé, le taux d'ouverture, et la variable à expliquer retardée. Les résultats présentés sont ceux du scénario de base se fondant sur les taux de croissance du PIB réel anticipé par le FMI pour les années 2011 et 2012. Notons, de surcroît, que le World Investment Report de 2010 (UNCTAD (2010)), à partir d'un exercice similaire, tablait sur des flux d'IDE s'élevant à 1400 et 1800 milliards de dollars pour les années 2011 et 2012.

<sup>263</sup> Plus précisément, il s'agit de 2750 BIT, de 2894 DTT et de 295 autres accords internationaux sur les investissements.

**Graphique 7 : Flux d'IDE totaux, 2002-2010, et projections pour 2011-2013 (en milliards de dollars)**

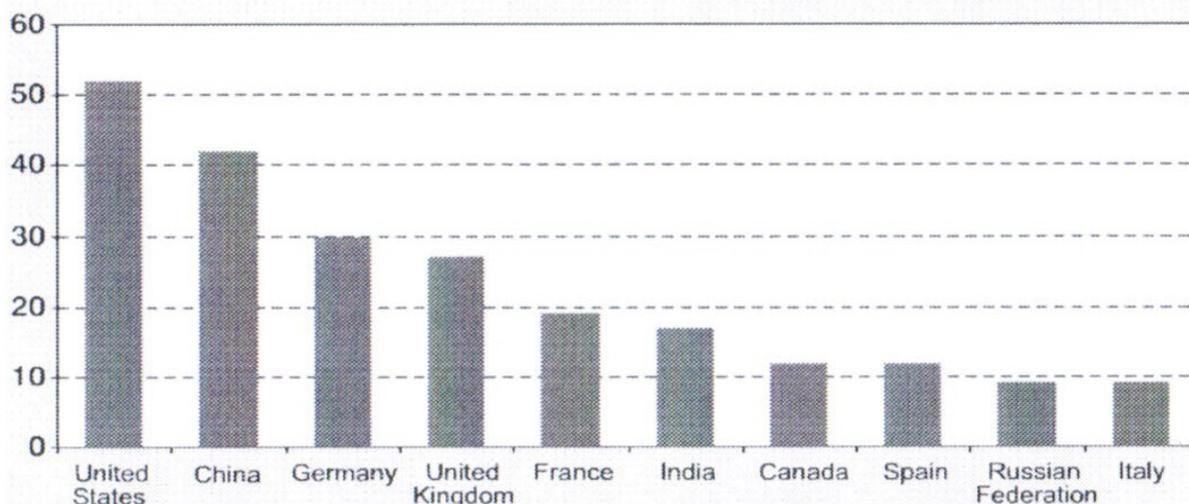


Source : CNUCED (UNCTAD (2011, p. 16))

Néanmoins, ces rapports insistent sur deux grandes instabilités qui seraient fort susceptibles de troubler la vision optimiste de ce scénario de base. D'un point de vue financier d'une part, l'accès limité au crédit et la volatilité des cours de bourse ne cesseront pas totalement tant que les réformes avancées pour consolider le système bancaire international ne seront pas mises à exécution. D'autre part, la crise de dette souveraine qui s'abat sur les pays européens à commencer par la Grèce et l'Irlande en 2010 implique un renchérissement du refinancement public doublé de plans d'austérités qui risquent de dissuader les IDE entrants potentiels de bon nombre de pays développés, notamment ceux qui désiraient s'implanter au sein de la zone euro. S'ajoutent à cela des risques supplémentaires liés à l'imprévisibilité de la gouvernance économique globale, à l'augmentation de l'inflation et aux signes inquiétants de surchauffe sur les principaux marchés émergents. Or, selon la CNUCED (UNCTAD (2011, p.16)), la prise en compte de ces risques et de ces instabilités pourraient conduire à un scénario pessimiste au sein duquel les flux d'IDE seraient susceptibles de stagner entre 2010 et 2013 comme l'illustre le **graphique 7**.

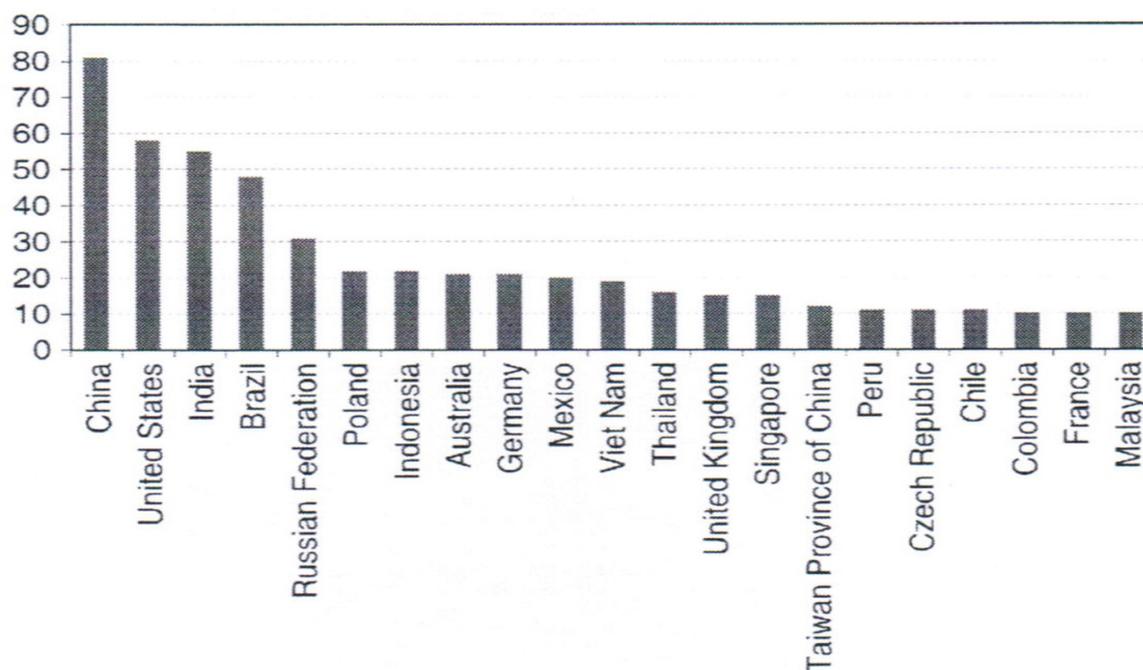
Quoi qu'il en soit, le World Investment Report de 2010 anticipe une poursuite des évolutions sectorielles et géographiques des IDE sur les mêmes bases que celles caractérisant la décennie 2000-2010. Les augmentations des prix des matières premières qui ont débuté mi-2009 devraient continuer à alimenter la part croissante du secteur primaire au sein des IDE agrégés tandis que, à moyen terme, de meilleures perspectives sont attribuées aux IDE des services par rapport aux IDE industriels. Parallèlement, les pays en développement et en transition vont très probablement profiter de leur taux de croissance élevé (6,67% sur la période 2010-2012 contre 2,50% pour celui des pays développés selon les estimations du FMI) pour accentuer leur rôle de territoire hôte et source. Les agences de promotion d'investissement (IPA) classent ainsi trois des économies émergentes parmi les dix pays sources les plus prometteurs entre 2010 et 2012 alors que les BRICS monopolisent quatre des cinq destinations que préféreraient les FMN pour la période 2011-2013 (cf. **graphiques 8 et 9** ci-dessous).

**Graphique 8 : Pays sources d'IDE les plus prometteurs en 2010-2012, d'après les agences de promotion d'investissement (Nombre de fois que le pays fait partie des dix principaux cités par les IPAs répondantes)**



Source : CNUCED (UNCTAD 2010, p.24)

**Graphique 9 : Principaux pays d'accueil d'IDE en 2011-2013 (Nombre de fois que le pays fait partie des dix principaux cités par les FMN répondantes)**



Source : CNUCED (UNCTAD 2011, p.19)

\*\*\*\*\*

Au final, cette section I souligne cinq grandes tendances récentes qui sont à la base de l'évolution actuelle des IDE mondiaux. La première est que, malgré de fortes fluctuations conjoncturelles, leur flux n'ont de cesse d'augmenter en moyenne sur le long terme. La deuxième est que, s'ils sont toujours majoritairement émis et reçus par les pays développés, les pays en développement rattrapent inexorablement leur retard en la matière. Ceci est sûrement lié à notre troisième observation qui est que la part des IDE du secteur primaire dans les IDE agrégés est sur une pente ascendante tandis que celle des IDE industriels décroît à moyen terme dans une composition où les IDE tertiaires se taillent généralement la part du lion<sup>264</sup>. Quatrièmement, mis à part en temps de crise économique, les investissements transnationaux durables sont principalement entrepris sous la forme de fusions-acquisitions, notamment à l'intérieur des pays développés. Or, ces fusions-acquisitions s'avèrent très sensibles aux cycles économiques et aux bulles financières. De fait, les flux d'IDE sont plus cycliques qu'auparavant. Enfin, cinquièmement de nouveaux protagonistes s'intéressent depuis peu à ce type d'investissement : les institutions collectives d'investissement et les fonds souverains.

Ces tendances nous seront sans doute très précieuses dans l'optique d'analyser au mieux les résultats de l'étude empirique sur la localisation des flux d'IDE que nous allons maintenant mener.

---

<sup>264</sup> Cependant, comme nous avons pu le constater pour les années 2009 et 2010 (sous-section I.3 de ce chapitre), la part des flux d'IDE industriels dans les flux d'IDE agrégés a tendance à dépasser temporairement celle des flux d'IDE de services lorsque de grandes crises économiques internationales obligent les groupes du secteur secondaire à se restructurer alors que le secteur bancaire est sévèrement touché.

## II ÉTUDE EMPIRIQUE DES DÉTERMINANTS DE LOCALISATION DES FLUX D'IDE

Maintenant que nous en savons un peu plus sur ce que sont, ce qu'ont été et ce que pourraient devenir les flux d'investissements directs étrangers mondiaux, nous pouvons entreprendre d'en déterminer leurs facteurs de localisation. Il s'agira notamment d'analyser en quoi la composante fusion-acquisition différencie leur comportement par rapport à celui des *greenfields* seuls. Pour ce faire, nous reproduirons, dans un premier temps, l'étude globale du chapitre 2 sur l'ensemble de l'échantillon de 64 pays entre 2004 et 2010 à partir des données d'IDE/PIB de la CNUCED. Ceci, agrémenté d'un décorticage méthodologique préalable de la variable dépendante utilisée, nous permettra de comparer les écarts de réaction des *greenfields* et des IDE à la même spécification économétrique (sous-section II.1). Puis, dans un second temps, nous tiendrons compte des résultats obtenus afin d'adapter quelque peu notre équation de base aux caractéristiques des fusions-acquisitions. La nouvelle régression ainsi construite améliorera la précision de notre étude de localisation des IDE. En outre, elle sera appliquée sur une période plus longue, soit entre 1995 et 2010 (sous-section II.2), ainsi qu'aux groupes séparés des pays développés et des pays en développement de notre couverture géographique (sous-section II.3). Enfin, une attention particulière sera portée sur les économies d'accueil européennes pour voir si, comme lors de notre analyse sur les *greenfields*, les IDE entrants de cette région constituent un cas particulier (sous-section II.4).

### II.1 Comparaison des réactions des *greenfields* et des IDE à notre spécification de base

Dans quelle mesure le comportement des flux de *greenfields* se distinguent de celui des IDE ? C'est ce que s'attachera à déterminer cette sous-section II.1 en comparant les résultats que nous avons obtenus pour les *greenfields* lors du chapitre précédent avec

ceux auxquels nous parvenons en prenant les IDE comme variable endogène. Pour ce faire, nous reproduirons la régression de base et celles associées aux déterminants supplémentaires (voir chapitre 2, sous-sections I.1, I.2 et I.3) sur l'intégralité de l'échantillon et de la période de l'étude globale (sous-sections II.1 et II.2 du chapitre 2). Cependant, cette fois-ci, l'élément dépendant sera les flux entrants d'IDE rapportés au PIB tels que tirés de la base statistique UNCTADSTAT proposée par la CNUCED. Ces données, disponibles sur 238 pays entre 1970 et 2010, apparaissent comme étant les plus communément utilisées par la littérature portant sur le sujet. Ainsi, avant de procéder à l'estimation économétrique, il convient dans un premier temps d'expliquer en quoi elles sont différentes de celles du FDI Markets, sur lesquelles reposait notre étude globale du chapitre 2.

### *II.1.1 Deux mesures différentes pour deux variables différentes*

Selon la CNUCED, l'IDE « est un investissement impliquant une relation de long terme témoignant de la volonté de contrôle ainsi que de l'intérêt durable d'une entité résidant dans un pays à l'égard d'une entreprise résidant dans un autre pays. L'IDE implique que l'investisseur exerce un degré significatif d'influence dans la gestion de la firme visée ou créée. Un tel investissement englobe à la fois la transaction initiale entre les deux entités et toutes les transactions ultérieures entre elles et entre filiales étrangères » (UNCTAD (2007, p.245)). Comme nous l'avons déjà expliqué (chapitre 2, sous-section I.1), le *greenfield* est l'un de ses deux grands modes d'entrée. Par conséquent, les différences de comportement entre ces variables – IDE et *greenfields* – ne peuvent *théoriquement* provenir que du deuxième mode d'entrée : les fusions-acquisitions. En effet, plus la logique animant ces dernières est éloignée de celle sous-tendant les *greenfields* et plus les écarts entre les séries de données de *greenfields* et d'IDE seront conséquents. Ceci est d'autant plus vrai que les recompositions transnationales de capital représentent vraisemblablement une part très importante des IDE (voir le **graphique 4** de la sous-section I.3 de ce chapitre)<sup>265</sup>. Ainsi, les écarts de niveau et d'évolution des statistiques des investissements directs étrangers de la

---

<sup>265</sup> Malheureusement, l'incompatibilité entre les données des IDE et celles des fusions-acquisitions de la CNUCED ne nous permet pas d'apprécier la part exacte que représentent les recompositions de capital dans les investissements transnationaux à caractère durable. Voir à ce sujet la note 295.

CNUCED et des créations d'activités à l'étranger du FDI Markets ne devraient en théorie, refléter que les montants et variations des fusions-acquisitions à l'étranger.

Seulement en pratique la situation est tout autre. Ce, en raison des sources et des méthodologies distinctes utilisées par les bases de données mesurant les deux variables *greenfields* et IDE. Pour rappel, l'équipe du FDI Markets collecte les projets *greenfields*, et leurs montants, grâce aux différentes annonces effectuées notamment au travers de la presse mais aussi grâce au contact direct avec les agences d'investissement et les entreprises concernées. Par ailleurs, si cette base s'intéresse aux créations de nouvelles activités à l'étranger, elle ne tient pas compte de leur destruction et/ou de leur cession. Les données d'IDE de la CNUCED, quant à elles, proviennent directement des balances des paiements détaillées construites par les Banques Centrales et/ou par les bureaux de statistiques nationaux. En conséquence elles sont répertoriées sous la forme de *flux globaux* par le biais d'un système de *comptabilité en partie double*. Ces deux caractéristiques méthodologiques des données IDE de la CNUCED ont pour effet de rendre ces séries incompatibles avec celles des *greenfields* du FDI Markets.

Tout d'abord, le fait de comptabiliser les flux globaux reçus par un pays, et non d'ajouter les projets collectés, crée une première distorsion. En effet, dans le premier cas, on est sûr de prendre en compte l'intégralité du phénomène concerné avec exhaustivité. En revanche, dans le second cas, il se peut que l'on passe à côté de certains investissements qui ne seraient pas, ou mal, déclarés. Sans oublier que tous les projets ne sont pas accompagnés d'annonce sur les montants engagés. Ainsi, même si l'équipe du FDI Markets procède à des estimations dès que confrontée à ce manque d'information, les données qui en découlent s'avèrent automatiquement moins précises.

Ensuite, l'utilisation d'une comptabilité en partie double exclut toute possibilité de comparaison avec un simple système de décomptage. La raison en est qu'elle se fonde sur une base nette : les investissements *diminués des désinvestissements*. Pour bien saisir cette subtilité, il faut revenir sur les flux qui sont considérés comme IDE. Du moment qu'ils répondent à la définition que nous avons énoncées en début de cette sous-section II.1.1, ceux-ci peuvent se présenter sous la forme de trois composants: le capital social, les bénéfices réinvestis et les emprunts intra-compagnies. Or, la comptabilité en partie double fait qu'une vente conséquente des parts d'une filiale étrangère, ou encore un remboursement important de prêt de cette dernière à la maison-mère, sera inscrit comme

des *désinvestissements*. De fait, si ces derniers sont importants, les statistiques d'IDE de la CNUCED peuvent logiquement revêtir un signe négatif. Bien entendu, un tel résultat ne peut pas se rencontrer au sein des données du FDI Markets, qui ne prennent en compte que les nouveaux investissements créateurs d'activités entrepris. C'est la raison pour laquelle toute tentative de comparaison ou même de calcul de la part des *greenfields* dans les IDE totaux à partir de ces deux bases de données est vouée à l'échec.

Notons au passage que les différences méthodologiques que nous venons d'exposer sont liées à la vocation particulière de chacun des deux programmes statistiques en question. En effet, en offrant la possibilité de détailler les projets entrepris (nombre, emplois créés, nom de l'entreprise...), les données payantes du FDI Markets s'adressent avant tout aux firmes multinationales et aux conseillers en investissements désirant obtenir un état des lieux spécifiques d'un pays en termes de *greenfields*. Pour sa part, l'UNCTADSTAT est un programme gratuit proposé par les Nations-Unies conçu principalement pour le domaine de la recherche ainsi que pour étudier l'évolution globale des IDE à travers ses World Investment Report (WIR), d'où son caractère moins détaillé mais aussi plus exhaustif.

Voyons donc maintenant comment se matérialisent les différences entre ces variables *greenfields* et IDE au sein de notre spécification économétrique de référence.

### II.1.2 Comparaison économétrique des comportements des *greenfields* et des IDE

Avant de mener une analyse plus approfondie sur le comportement des flux d'IDE totaux, il convient de déterminer si les deux modes d'implantation (*greenfield* et fusion-acquisition) agissent de façon homogène. Autrement dit, nous chercherons ici à savoir si les mêmes facteurs de localisation prévalent pour les *greenfields* et pour les fusions-acquisitions. L'état des lieux de l'évolution historique des IDE mondiaux que nous avons dressé au début de ce chapitre (section I) nous laisse entendre le contraire. En effet, il démontre que les simples recompositions transnationales de capital sont plus sensibles aux cycles économiques et aux mouvements boursiers que les créations d'activités à l'étranger (voir sous-section I.3 de ce chapitre). Il s'agit alors de voir si ce phénomène se constate empiriquement à travers notre spécification économétrique de référence. C'est dans cette optique que nous allons appliquer l'étude globale de la sous-section II.2 du

chapitre 2 au cas des IDE. Plus précisément, nous régressons l'équation de base et les cinq équations supplémentaires (voir section I du chapitre 2) sur notre échantillon de 64 pays<sup>266</sup> entre 2004 et 2010 à partir des données flux d'IDE entrants/PIB de la CNUCED (FDI). Ces équations se présentent donc sous la forme suivante :

$$FDI_{i,t} = \alpha + \beta_1 FDI_{i,t-1} + \beta_2 GROW_{i,t-1} + \beta_3 OPEN_{i,t} + \beta_4 R_{i,t} + \beta_5 CONSUM_{i,t} + \beta_6 UNEMP_{i,t} + \beta_7 CAPIT_{i,t} + \beta_8 \Delta S_{i,t} + \beta_9 SUP_{i,t} + u_{i,t}$$

Où SUP prend tour à tour la forme de 0, INF, FUEL, DEBT, BUSFREE et STABPOL<sup>267</sup> et où  $u_{i,t}$  est le terme de l'erreur; les indices  $i$  et  $t$  représentant respectivement le pays d'accueil et l'année  $t$  (cf. **tableau 1** de la sous-section I.2 du chapitre 2 pour une présentation des variables explicatives utilisées).

Le **tableau 23** présente les résultats que nous obtenons en régressant ces équations pour l'échantillon global de 64 pays entre 2004 et 2010 à travers une économétrie de panel en *pooling*. Le nombre d'observations de 412 sur lequel s'appuie chacune des six régressions opérées est suffisamment élevé pour attester la bonne précision de notre estimateur.

---

<sup>266</sup> Cf. **Tableau 2** de la sous-section II.1 du chapitre 2.

<sup>267</sup> Les sigles FDI, FDI<sub>t-1</sub>, GROW<sub>t-1</sub>, OPEN, R, CONSUM, UNEMP, CAPIT, ΔS, INF, FUEL, DEBT, BUSFREE et STABPOL correspondent respectivement aux variables des flux d'IDE entrants/PIB, des flux d'IDE entrants/PIB retardés, du taux de croissance du PIB réel retardé, du taux d'ouverture, du taux de change réel vis-à-vis du groupe de pays OCDE, de la part de la consommation totale dans le PIB, du taux de chômage, de la capitalisation boursière des entreprises cotées en bourse/PIB, du taux de croissance de l'épargne brute, du taux d'inflation, de la part de fioul dans les exportations totales de marchandise, de l'indice de liberté d'entreprendre et de l'indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme.

**Tableau 23 : Régressions déterminant la localisation des IDE sur la période 2004 - 2010, ensemble de l'échantillon global, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression n° 1	Régression n° 2	Régression n° 3	Régression n° 4	Régression n° 5	Régression n° 6
	<i>SUP = 0</i>	<i>SUP = taux d'inflation</i>	<i>SUP = Part de fioul dans les exportations totales de marchandise</i>	<i>SUP = Taux d'endettement public</i>	<i>SUP = Indice de liberté d'entreprendre</i>	<i>SUP = indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme</i>
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.49 (11.12)*	0.48 (10.88)*	0.48 (10.87)*	0.48 (10.84)*	0.49 (11.08)*	0.49 (11.10)*
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.05 (1.06)	0.05 (0.86)	0.06 (1.12)	0.04 (0.75)	0.05 (1.01)	0.05 (1.05)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.02 (5.39)*	0.02 (5.43)*	0.02 (5.58)*	0.02 (5.54)*	0.02 (5.15)*	0.02 (4.62)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.005 (-0.68)	-0.003 (-0.44)	-0.003 (-0.47)	-0.003 (-0.47)	-0.003 (-0.42)	-0.008 (-0.85)
<i>Consommation/PIB</i>	0.10 (3.75)*	0.10 (3.74)*	0.11 (4.01)*	0.11 (4.08)*	0.10 (3.74)*	0.10 (3.71)*
<i>Taux de chômage</i>	-0.05 (-0.97)	-0.05 (-0.98)	-0.06 (-1.08)	-0.06 (-1.12)	-0.05 (-0.98)	-0.05 (-1.00)
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.01 (3.36)*	0.01 (3.43)*	0.01 (3.38)*	0.01 (3.42)*	0.01 (3.36)*	0.01 (3.40)*
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.0001 (0.03)	-0.0002 (-0.07)	0.0002 (0.06)	0.0002 (0.06)	0.0001 (0.04)	0.00004 (0.01)
<i>Variable supplémentaire (SUP)</i>	-	0.04 (0.71)	0.01 (1.45)	-0.01 (-1.86)**	-0.004 (-0.21)	0.17 (0.51)
<i>C</i>	-7.52 (-3.27)*	-7.84 (-3.35)*	-9.33 (-3.57)*	-7.80 (-3.40)*	-7.36 (-3.04)*	-7.14 (-2.96)*
<b>R2 ajusté</b>	0.51	0.51	0.51	0.52	0.51	0.51
<b>Nombre d'observations</b>	412	412	412	412	412	412
<b>Nombre de Pays</b>	64	64	64	64	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Source : calculs de l'auteur.

Une simple comparaison de ces résultats avec ceux que nous présentions au sein du **tableau 3** (sous-section II.2 du chapitre 2) confirme, sous réserve des différences méthodologiques entre les données utilisées comme variable dépendante (voir sous-section II.1.1 de ce chapitre), que les *IDE totaux* ne considèrent pas vraiment les mêmes critères de localisation que leur mode d'entrée *greenfield*. Tout d'abord l'ajustement de notre spécification s'avère être ici d'une meilleure qualité – les R carrés ajustés s'élevant à 0,51 – que celui qui prévalait lors de l'étude globale menée dans la sous-section II.2 du chapitre 2 (les R carrés ajustés s'établissaient alors à 0,36). Ceci provient essentiellement de l'effet d'hystérèse qui semble affecter davantage les flux d'IDE que les montants de *greenfields* entrants de notre échantillon de 64 pays entre 2004 et 2010. En effet, le coefficient associé à la *variable à expliquer retardée* passe de 0.33 à 0.49 entre la spécification globale portant sur les *greenfields* et celle consacrée aux IDE.

Somme toute, ce résultat est tout à fait logique. Les flux d'investissements tels que des refinancements importants de filiales par la maison mère et/ou des achats de part de capital d'une entreprise étrangère sont plus susceptibles d'adopter un caractère régulier d'une année sur l'autre que les créations d'activités nouvelles transnationales. En outre, cette tendance est certainement exacerbée par la sensibilité plus cyclique des fusions-acquisitions qui sont, de fait, davantage enclines à se répéter quand la situation économique va bien et à se désengager progressivement à mesure que la conjoncture s'assombrit. Or, quand bien même les *greenfields* réagissent de la même manière, ils ne le font pas dans les mêmes proportions (voir sous-section I.3 de ce chapitre). Quoiqu'il en soit, rappelons que les travaux de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001) de Görg, Molana et Montagna (2009) et d'Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006) concluent également à un impact conséquent de la variable à expliquer retardée respectivement sur les flux d'IDE entrants des pays en transition entre 1990 et 1999, sur ceux de 18 pays de l'OCDE entre 1984 et 1998, et sur les stocks d'IDE d'origine américaine et européenne entrants de 7 PECO entre 1995 et 2002.

Parmi les autres différences de résultat entre les estimations IDE et les estimations *greenfields* portant sur l'échantillon mondial de 64 pays entre 2004 et 2010, celle concernant le coefficient de la *capitalisation boursière rapportée au PIB* est la plus frappante. Pour mémoire, cette variable apparaissait comme jouant négativement sur les créations d'activités nouvelles transnationales dans le cadre de notre étude globale (sous-section II.2 du chapitre 2). Nous en avons alors conclu qu'une telle relation traduisait

l'aversion des firmes multinationales à l'idée d'aller implanter un *greenfield* dans des marchés contrôlés par un petit nombre de concurrents redoutables se partageant la majorité de l'épargne nationale. Cependant, nos régressions sur les IDE accordent, à l'inverse, un coefficient légèrement positif à la capitalisation boursière rapportée au PIB (le coefficient s'élevant ici à 0.01). De fait, elles abondent plutôt dans le sens d'un *effet liquidité* tel que celui mis en avant par Petroulas (2007). Plus précisément, en reflétant une plus grande facilité à se financer localement, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB d'un pays enverrait un bon signal aux sociétés transnationales. Il est à noter que cet effet est surtout susceptible d'intervenir en situation de crise financière internationale lorsque les liquidités viennent justement à manquer. Dans un tel cas, les IDE seraient alors fortement incités à se replier sur les marchés d'accueil dont les places boursières seraient les moins touchées. C'est la raison pour laquelle les travaux de Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) portant sur la période 1985 – 2000 n'en montrent aucune trace, contrairement à ceux de Petroulas (2007) qui, en se concentrant sur les années 1992 – 2001, prennent en compte l'éclatement de la bulle internet<sup>268</sup>. Par ailleurs, il va de soi que ce phénomène affecte les formes d'IDE les plus volatiles et les plus sensibles aux cycles économiques, à savoir les fusions-acquisitions. Or, le compte rendu historique que nous avons mené lors de la première section du chapitre présent nous a permis d'observer que l'évolution des flux d'IDE totaux mondiaux est fortement liée aux variations de leur mode d'entrée en tant que fusion-acquisition (sous-section I.3 de ce chapitre). Voici donc pourquoi la capitalisation boursière rapportée au PIB se voit attribuer un impact différent selon que nous cherchons à expliquer les *greenfields* ou les IDE totaux.

Parallèlement, les coefficients de quatre variables perdent *logiquement* de leur significativité à travers les régressions IDE du **tableau 23** par rapport aux estimations *greenfields* correspondantes du **tableau 3**. Ainsi, comme nous l'anticipions lors de la présentation de nos régresseurs (sous-section I.1 du chapitre 1), le *taux de croissance du PIB retardé* n'est plus un critère pertinent de localisation des IDE totaux. En effet, nous avons délibérément choisi de *lagger* cet indicateur macroéconomique afin de démontrer qu'il s'agissait du *taux de croissance du PIB contemporain à l'élaboration des projets*

---

<sup>268</sup> Plus précisément, l'étude empirique de Bénassy-Quéré, Coupet et Mayer (2005) utilise une économétrie des moindres carrés ordinaires à partir d'une équation de gravité portant sur un échantillon de 52 pays entre 1985 et 2000. Celle de Petroulas (2007), quant à elle, s'appuie sur un estimateur de différence de différences appliqué à une équation de gravité pour 18 pays de l'OCDE entre 1992 et 2001.

*greenfields*, et non celui affiché lors de leur lancement, qui était pris en compte par les firmes multinationales. Cette décision nous était venue de l'idée selon laquelle les créations d'activités transfrontalières demandaient un travail et une période de préparation plus approfondis que dans le cas de rachat d'entreprises étrangères ou de prêt à des filiales déjà existantes. De fait, une telle transformation perd toute sa cohérence au sein d'une régression tentant de déterminer des IDE totaux principalement constitués de fusions-acquisitions, tout du moins jusqu'en 2007 (voir les **graphiques 4 et 6** de la sous-section I.3 de ce chapitre)<sup>269</sup>. D'où le manque de pouvoir explicatif du taux de croissance retardé auquel nous parvenons à travers les régressions IDE présentes. Notons que ce résultat s'accorde tout à fait avec celui de Garibaldi, Mora, Sahay et Zettelmeyer (2001) qui peinait à trouver de la significativité à cette même variable retardée dans leur étude empirique consacrée aux déterminants des IDE à destination des pays en transition. Néanmoins nous verrons par la suite que les conclusions seront différentes dès lors que nous considérerons le taux de croissance non retardé dans notre équation économétrique (sous-section II.2 de ce chapitre).

Aussi vrai que le choix de retarder la variable du taux de croissance s'avère dénué de sens lors d'une étude portant sur des investissements à élaboration plus rapide, la prise en considération de la disponibilité du travail est inutile dès qu'il s'agit de déterminer le comportement d'investissements qui n'ont, pour leur majorité, pas vocation à créer directement de l'activité. C'est en tout cas ce que suggère le manque de significativité du coefficient du *taux de chômage* obtenu ici à travers les six régressions sur les IDE entrants de l'échantillon global pour les années 2004-2010. Tout bien réfléchi, les fusions-acquisitions, dont ces IDE sont principalement composés jusqu'en 2008, consistent en l'achat d'une entreprise qui emploie déjà la main d'œuvre nécessaire à son bon fonctionnement. Ainsi, si des modifications de l'équipe de production et de management ne sont pas à exclure, on peut légitimement penser que celles-ci joueront à la marge, contrairement aux cas des *greenfields* qui devront recruter un nouvel effectif au complet. Ce d'autant plus que la définition généralement admise par les bases de données collectant les projets *greenfields* s'étend aux « IDE qui ont donné lieu à de nouvelles

---

<sup>269</sup> Notons que la part des fusions-acquisitions dans les IDE totaux est susceptible d'être d'autant plus importante dans notre analyse que l'échantillon que nous retenons est quelque peu dominé par les pays développés. En effet, ces derniers sont, de loin, les principales économies sources et destinataires des F&A (sous-sections I.2 et I.3 de ce chapitre).

installations et qui ont créé de nouveaux emplois »<sup>270</sup>. Il n'est donc pas surprenant de voir que les notions de disponibilité du travail ainsi que de pouvoir de négociation salariale sur les nouvelles embauches que véhicule le *taux de chômage* ne soient pas déterminantes aux yeux des investisseurs d'IDE contrairement à ceux des investisseurs *greenfields*. Bien qu'allant à l'encontre des résultats de Billington (1999), la non significativité que revêt ici le coefficient du taux de chômage à travers les régressions du **tableau 23** s'inscrit dans le sillage de celle à laquelle parviennent les travaux d'Habib et Zurawicki (2002) et de Rasciute et Pentecost (2010)<sup>271</sup>.

De la même manière, les flux d'IDE totaux entrants de notre échantillon de 64 pays sur la période 2004-2010 n'apparaissent pas non plus ici comme étant attirés par les économies caractérisées par une forte *croissance de leur épargne* locale. Ils se distinguent ainsi une nouvelle fois de leur mode d'entrée *greenfield* qui y était positivement sensible lors de l'étude globale (sous-section II.2 du chapitre 2). Rappelons que la croissance de l'épargne avait été adoptée en ceci qu'elle appréhende, pour les pays en développement tout du moins, la qualité du secteur financier tout en laissant présager des perspectives intéressantes de croissance future. Or, si les performances économiques à venir d'un pays sont susceptibles d'être pertinentes pour expliquer la localisation des *greenfields*, qui nécessitent un certain temps d'installation avant d'être opérationnels, elles le sont beaucoup moins pour déterminer les flux de fusions-acquisitions qui peuvent se réaliser beaucoup plus rapidement. Par ailleurs, du point de vue du pays d'accueil cette fois, il y a fort à parier que les entreprises des économies locales disposant d'une réserve d'épargne importante rechignent davantage à faire appel aux capitaux étrangers pour financer leurs activités quitte à en perdre le contrôle. Il va de soi que le problème se pose beaucoup moins s'agissant des *greenfields* qui créent de nouvelles productions. Tout ceci nous éclaire donc sur la différence de comportement des *greenfields* et des IDE vis-à-vis de la croissance de l'épargne brute à travers notre spécification de référence. Ajoutons que l'absence de prise en compte de cette variable au sein de la littérature économique

---

<sup>270</sup> Ernst & Young (2012, p. 42).

<sup>271</sup> Pour mémoire, l'étude de Billington (1999) conclut à une influence positive du taux de chômage sur les IDE entrants de 7 pays développés pour une période allant de 1986 à 1993. A l'inverse, celles de Habib et Zurawicki (2002) ainsi que de Rasciute et Pentecost (2010) conféreront un manque de significativité à cette même variable à travers leurs spécifications économétriques portant respectivement sur les flux bilatéraux d'IDE entre 89 pays pour la période 1996-1998 et sur le choix de localisation des IDE parmi 13 PECO entre 1997 et 2007.

spécialisée laissait déjà pressentir de son manque d'influence sur la localisation des IDE<sup>272</sup>.

La dernière variable de l'équation de base qui perd sa significativité en passant des régressions globales *greenfields* aux régressions globales IDE entre 2004 et 2010 est le *taux de change réel*. Théoriquement, cet indicateur des prix relatifs exerce deux effets distincts sur les flux de capitaux transnationaux à vocation durable. D'une part, son appréciation vis-à-vis des autres monnaies permet aux firmes multinationales originaires de l'économie à laquelle il est rattaché de bénéficier d'un *effet richesse*. En effet, cela rend la valeur de leurs actifs plus élevée à l'international ce qui les place dans des conditions de financement privilégiées pour acheter les actifs étrangers, devenus bon marché par symétrie. De fait, par définition, ce phénomène s'applique surtout au mode d'entrée des fusions-acquisitions. Néanmoins, Froot et Stein (1991) ainsi que Blonigen (1997) sont parvenus à en détecter l'influence sur le cas des *greenfields* (voir sous-section IV.1.3 du chapitre 1). D'autre part, en reflétant les coûts de production relatifs, le taux de change réel exerce aussi un *effet sur les activités productives des pays* (Lafay (2004a, 2004b)). Comme nous l'avons expliqué précédemment (sous-section IV.2 du chapitre 1), un niveau trop élevé du taux de change réel dissuaderait les investissements transfrontaliers créateurs d'activités de venir s'implanter dans le territoire auquel il est associé. En revanche, cette fois-ci, les simples recompositions de capital ne seraient pas concernées par cet effet car elles ne conduisent pas à pourvoir de nouveaux postes. Au final, les résultats économétriques que nous obtenons dans les **tableaux 3 et 23**, en ne présentant un coefficient significatif et négatif que pour le *taux de change réel* des régressions sur les *greenfields*, sont tout à fait conformes à cette dernière thèse. En d'autres termes, les coûts de production relatifs font bel et bien partie des déterminants de localisation des investissements transfrontaliers créateurs d'activités et non de ceux des fusions-acquisitions. Par ailleurs, il est à noter que l'effet richesse, quant à lui, n'est pas ici appuyé par les résultats de nos estimations portant sur les *IDE totaux*. Notons que les travaux de Stevens (1998), Walsh et Yu (2010), Petroulas (2007), Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006), Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010), Farrell, Gaston et Sturm (2004), Görg, Molana et Montagna (2009), Trevino, Daniels et Arbelaez (2002) ainsi que

---

<sup>272</sup> A notre connaissance, seule la thèse de Duran (1999) inclut le taux de croissance de l'épargne brute dans une analyse empirique des déterminants de localisation des IDE entrants de 19 pays latino-américains. Néanmoins, il conclut, pour sa part, à une influence positive et significative de cette variable sur les investissements en question.

Kosteletou et Liargovas (2000) échouent également à soutenir empiriquement l'impact négatif des prix relatifs sur la localisation des flux d'IDE.

Pour être complet sur les résultats de l'estimation de référence appliquée aux IDE entrants de l'échantillon global entre 2004 et 2010 (régression n°1 du **tableau 23**), nous pouvons remarquer que deux des variables explicatives conservent ici le coefficient significatif qu'elles affichaient lors des régressions correspondantes sur les *greenfields*, et affichent même un impact légèrement plus important (sous-section II.2 du chapitre 2). Il s'agit de la *part de la consommation sur le PIB* et du *taux d'ouverture*. Le coefficient positif qui leur est associé via les deux études mentionnées démontre que ces régresseurs sont pertinents pour expliquer le comportement de chaque mode d'entrée (*greenfields* et fusions-acquisitions), tout du moins dans le cadre de notre étude globale. Or, il est intéressant de constater qu'ils s'inscrivent dans des stratégies d'investissement différentes. En effet, d'un côté, le fait que la *taille du marché* soit un critère important de localisation d'IDE (et de *greenfields*) révèle qu'une partie non négligeable de ces derniers sont mus par une motivation horizontale. D'un autre côté, le signe positif et significatif obtenu par le coefficient du *taux d'ouverture* à travers les régressions 1 des **tableaux 3 et 23** suggère que les flux d'IDE et de *greenfields* présentent aussi des caractéristiques verticales et/ou « *export-platform* ». Nous pouvons donc déduire à partir de ces résultats qu'il n'y a pas de correspondances particulières entre nature (« *market seeking* », « *resource seeking* » et « *efficiency seeking* ») et mode d'entrée d'IDE (*greenfields* et fusions-acquisitions). En d'autres termes les motivations horizontales, verticales et/ou « *export-platform* » sont tout aussi représentées dans les IDE totaux qu'au sein des *greenfields* entrants de notre échantillon global entre 2004 et 2010. Par ailleurs, notons que les deux variables exogènes de notre spécification globale de base – le taux d'ouverture et la part de la consommation dans le PIB – qui exercent le même impact quel que soit le terme dépendant régressé (IDE totaux ou *greenfield*) ont un autre trait commun. Elles sont généralement les plus utilisées dans la littérature des déterminants de localisation des IDE (voir chapitre 1 sous-sections I.1.2 et I.3.2), à ceci près que la taille du marché est généralement représentée par le PIB. Bien entendu, elles y sont le plus souvent associées au même coefficient positif et significatif que celui que nos régressions d'étude globale leur assignent (Voir chapitre 1 sous-sections I.1.2 et I.3.2).

A l'image de ce à quoi nous aboutissons lors de notre étude globale sur les *greenfields* (sous-section II.2 du chapitre 2), les résultats des régressions 2 à 6 du **tableau 23** ayant trait aux *variables supplémentaires* sont pour le moins décevants. A l'exception du *taux d'endettement public*, aucune d'entre elles ne semble jouer un rôle dans l'attractivité d'un territoire vis-à-vis des IDE entrants de notre échantillon de 64 pays entre 2004 et 2010. Ceci est d'autant plus saisissant que ces déterminants ont justement été choisis suite à leur rencontre fréquente au sein de la littérature économique vouée à expliquer la localisation des IDE. Les raisons de leur manque de significativité à travers les estimations 2 à 6 présentées ici sont les mêmes que celles que nous énoncions lors de la sous-section II.2 du chapitre 2. Elles s'articulent principalement autour de l'échantillon géographique que nous avons retenu, à l'intérieur duquel les pays développés se trouvent quelque peu surreprésentés. Par conséquent, le *taux d'inflation*, la *part de fioul dans les exportations totales de marchandise*, ainsi que les *indices institutionnel et de stabilité politico-sociale*, ou tout du moins ceux que nous avons inclus<sup>273</sup>, ne sont pris en compte, ni dans le choix de localisation des *greenfields*, ni dans celui des IDE totaux dans le cadre de notre étude globale. Loin de signifier que les variables supplémentaires que nous venons de citer ne sont pas des facteurs d'attractivité pertinents, ce constat indique simplement qu'elles sont sensibles à la couverture géographique d'accueil étudiée. Cette conclusion contribue ainsi à mieux définir le cadre d'application à retenir pour la littérature empirique récente sur l'impact des variables institutionnels sur les IDE.

Comme nous l'avons évoqué dans le paragraphe précédent, un seul des termes supplémentaires acquiert de la significativité à travers les estimations portant sur les IDE totaux entrants de l'échantillon global entre 2004 et 2010, à savoir le *taux d'endettement public*. Le coefficient légèrement négatif, bien qu'au seuil des 10% seulement, auquel il est rattaché dans la régression n°4 du **tableau 23** signale que les firmes multinationales sont réticentes à investir durablement dans les économies de notre couverture géographique dont les pouvoirs publics sont trop endettés sur la période considérée. L'exemple actuel de certains pays européens nous permet de comprendre cette réserve. En effet, les efforts d'austérité ainsi que les augmentations fiscales qui y sont imposés par les gouvernements pour rétablir l'état des finances publiques, sous peine d'une faillite

---

<sup>273</sup> Notons que nous avons répété l'opération avec les 5 autres indices du programme World Governance Indicator de la Banque mondiale (*Control of Corruption*, *Government Effectiveness*, *Regulatory Quality*, *Rule of Law* et *Voice & Accountability*), mais aussi avec l'indice de perception de corruption de Transparency International, sans plus de succès.

souveraine, sont autant de mesures qui sont susceptibles de miner la rentabilité des IDE potentiels. Il va de soi que, théoriquement, cet argument vaut tout aussi bien pour les *greenfields*. Ainsi, pourquoi ces derniers apparaissent-ils comme moins sensibles au taux d'endettement public que les IDE totaux dans notre comparaison économétrique? La réponse à cette question légitime se cache dans la méthodologie des données utilisées comme variable dépendante. Nous avons vu, au cours de la sous-section II.1.1 de ce chapitre, qu'une des grandes particularités des statistiques d'IDE de la CNUCED était qu'elles étaient comptabilisées *en valeur nette* (investissement-désinvestissement). Or, il nous paraît logique que, parallèlement à un recul d'investissement transnational durable entrant, les pays associés aux institutions publiques les plus endettées soient également la proie à un fort processus de désinvestissement. Et, au-delà du fait qu'un tel phénomène ne soit pas pris en compte par nos données *greenfields* tirées du FDI Markets, il est de toute façon plus à même, par définition, de concerner les simples recompositions de capital de nature plus volatile. C'est la raison pour laquelle nous aboutissons à un taux d'endettement public significatif à travers les régressions globales des IDE totaux et non via celles des seuls investissements créateurs d'activités. Il s'agira maintenant de voir si, au même titre que Bevan et Estrin (2000), ce résultat prévaut pour les pays en développement d'accueil<sup>274</sup>.

\*\*\*\*\*

Au final, notre spécification de référence, conçue initialement pour déterminer la localisation des *greenfields*, ne s'avère plus tout à fait appropriée pour expliquer les flux d'IDE totaux entrants de l'échantillon global entre 2004 et 2010. En effet, la prépondérance des fusions-acquisitions dans la composition de ces derniers modifie profondément l'impact de la majorité des variables explicatives retenues dans l'équation de base. Ainsi, la légitimité du *taux de chômage* et de la *croissance de l'épargne brute* au sein des estimations globales est largement remise en cause dans l'étude présente du comportement des IDE. Il en est de même pour ce qui est du *taux de croissance*, à moins que nous ne retardions plus ce régresseur. La *capitalisation boursière rapportée au PIB*, quant à elle, exerce une influence opposée sur les *greenfields* et sur les IDE totaux due à l'importance de l'effet liquidité sur les recompositions transfrontalières de capital. En

---

<sup>274</sup> Bevan et Estrin (2000) aboutissent à un impact négatif du taux d'endettement public sur les flux d'IDE bilatéraux à destination de 11 pays en transition entre 1994 et 1998.

outre, l'« effet de change sur les activités productives d'un pays » de Lafay (2004a, 2004b) s'exprime par une perte de pouvoir explicatif du *taux de change réel* à travers les régressions IDE globales par rapport à celui négatif qu'il arborait via les régressions *greenfields* correspondantes. Enfin, la prise en compte des désinvestissements par les données en comptabilité double des investissements transnationaux durables de la CNUCED rend ces dernières sensibles au *taux d'endettement public* des pays d'accueil. De fait, seuls trois déterminants conservent ici la significativité qui leur était déjà accordée dans l'étude sur les *greenfields* entrants des 64 pays retenus entre 2004 et 2010: la *variable à expliquer retardée*, le *taux d'ouverture* et la *part de la consommation sur le PIB*. Nous en déduisons donc que les IDE totaux, et notamment les fusions-acquisitions, se comportent différemment que les *greenfields*, tout du moins en ce qui concerne le cadre d'analyse considéré. Non pas qu'ils aient des motivations distinctes (horizontale, verticale ou « *export-platform* »), mais que leur mode opératoire particulier se traduit par une modification des critères de localisation pris en considération. Par conséquent, afin de pouvoir étudier plus en détail les IDE totaux dans la sous-section suivante, nous apporteront quelques changements à notre spécification de référence.

## **II.2 Etude économétrique du comportement des IDE à destination de l'intégralité de notre échantillon entre 1995 et 2010 à l'aide d'une nouvelle spécification**

En dépit de ses différences méthodologiques d'avec les données *greenfields* du FDI Markets, les statistiques d'IDE de la CNUCED présentent l'avantage de couvrir une période beaucoup plus longue. Il s'agira donc ici de nous servir de cette caractéristique pour étudier le comportement des IDE entrants de l'échantillon global et leur évolution sur une couverture temporelle élargie (II.2.2). Toutefois, la comparaison économétrique que nous avons menée dans la sous-section II.1 précédente a mis en exergue la nécessité d'adapter préalablement notre équation de base aux spécificités des fusions-acquisitions (II.2.1).

### II.2.1 Une spécification taillée pour les IDE

Les résultats du **tableau 23** de la sous-section II.1.2 nous ont procuré de précieux enseignements sur lesquels nous devons nous appuyer afin d'établir une nouvelle régression qui sera plus adaptée pour expliquer les flux d'IDE totaux (FDI). Pour commencer, ils nous ont confirmé l'importance d'y garder des régresseurs tels que la *variable à expliquer retardée* (FDIt-1), le *taux d'ouverture* (OPEN) et la *part de la consommation sur le PIB* (CONSU). En effet, les coefficients de ces déterminants conservent leur signe et leur significativité quel que soit le terme endogène – *greenfield* ou IDE totaux – considéré dans le cadre d'application global. On ne peut pas en dire autant du *taux de chômage* et de la *croissance de l'épargne brute*, ces variables se révélant clairement inappropriées pour expliquer le mode d'entrée fusion-acquisition lors de la comparaison économétrique. En conséquence, nous ne les incluons pas dans notre équation spécialement dédiée aux IDE totaux.

Le *taux de change réel* (R), bien que se voyant lui aussi associer un coefficient non significatif lors de notre régression globale de référence sur les données IDE de la CNUCED (sous-section II.1.2 de ce chapitre), sera tout de même retenu dans le but de tester, à travers le temps, la validité de l'« effet de change sur les activités productives d'un pays », et non sur les simples recompositions de capital (Lafay (2004a, 2004b)). Jusqu'ici, la comparaison économétrique de la sous-section II.1.2 précédente a confirmé que les coûts relatifs de production n'exerçaient une influence négative que sur les décisions de localisation des activités transnationales créatrices d'activités et non sur celles des IDE majoritairement composés de fusions-acquisitions. Notons cependant que cette confirmation prévalait pour notre spécification s'appuyant sur l'échantillon global entre 2004 et 2010. Il conviendra alors de déterminer si cette théorie tient toujours suite à une analyse considérant une période élargie ainsi que des sous-périodes et des sous-groupes de pays d'accueil.

De la même manière, nous conserverons au sein de notre nouvelle équation économétrique spécifique aux IDE la variable du *taux de croissance*, à ceci près que nous ne la retarderons plus (GROW). Ceci nous permettra de vérifier notre hypothèse selon laquelle, compte tenu d'une durée d'élaboration et de mise en application différente, les projets de fusions-acquisitions et de *greenfields* se basent sur des taux de croissance décalés pour décider de leur lieu d'implantation. Jusqu'ici, nous avons pu voir que les

chiffres de performances économiques retardés étaient pertinents pour expliquer la localisation des créations d'activités transnationales et non pour déterminer celles des flux d'IDE totaux entrants de l'échantillon global entre 2004 et 2010. Ne reste plus qu'à savoir si l'inverse prévaut s'agissant de la variable du taux de croissance au temps « t »<sup>275</sup>.

Par ailleurs, il s'agira également d'analyser si l'influence contraire qu'exerce la *capitalisation boursière rapportée au PIB* (CAPIT) sur les *greenfields* et sur les IDE totaux entrants de l'échantillon global entre 2004 et 2010 fait montre de stabilité face à un changement de spécification. Si, jusqu'ici, les résultats obtenus par son coefficient à travers les régressions de la comparaison économétrique furent robustes, cette variable, en reflétant deux effets contraires (concurrence et liquidité), peut être sujette à quelques inconstances en fonction de la part des différents modes d'entrée au sein des investissements transnationaux durables. Ainsi nous resterons vigilants sur les coefficients qui lui seront associés via notre nouvelle régression spécifique aux IDE. Tout en gardant à l'esprit cette réserve, il sera intéressant de voir si les firmes multinationales accorderont toujours de l'importance à la présence de liquidités dans le pays d'accueil en dépit de la contrepartie dissuasive qu'est la présence de grands groupes concurrents.

En ce qui concerne les termes supplémentaires, le léger gain de significativité du *taux d'endettement public* (DEBT) à travers la régression 4 du **tableau 23** de la comparaison économétrique (sous-section II.1.2 de ce chapitre) nous invite à prendre en compte ce régresseur au sein de notre nouvelle équation spécifique aux IDE. Ceci nous permettra d'analyser d'où provient le pouvoir explicatif en question et s'il est statistiquement stable. En revanche, *le taux d'inflation, la part de fioul dans les exportations totales de marchandise, l'indice de liberté d'entreprendre et celui de stabilité politique* seront abandonnés, faute d'un quelconque lien statistique avec notre variable dépendante des IDE via les différentes estimations globales que nous avons opérées (sous-section II.1.2 de ce chapitre).

---

<sup>275</sup> Rappelons que lors de notre étude globale sur les *greenfields* (sous-section II.2 du chapitre 2), nous avons essayé de remplacer le taux de croissance retardé par le taux de croissance de l'année au temps « t » sans succès.

Par conséquent, la nouvelle équation spécifique aux IDE se présente comme suit :

$$FDI_{i,t} = \alpha + \beta_1 FDI_{i,t-1} + \beta_2 GROW_{i,t} + \beta_3 OPEN_{i,t} + \beta_4 Ri_{i,t} + \beta_5 CONSU_{i,t} + \beta_6 CAPIT_{i,t} + \beta_7 DEBT_{i,t} + u_{i,t}$$

Où  $u_{i,t}$  est le terme de l'erreur ; les indices  $i$  et  $t$  représentant respectivement le pays d'accueil et l'année  $t$ .

Tournons-nous donc maintenant vers les résultats auxquels nous parvenons en appliquant cette estimation sur l'échantillon global de 64 pays entre 1995 et 2010.

### *II.2.2 Application de notre régression IDE sur l'échantillon global pour la période 1995-2010*

L'exercice de comparaison économétrique à partir des données IDE de la CNUCED, que nous avons mené lors de la sous-section II.1.2 de ce chapitre, nous imposait, par essence, deux contraintes de taille. La première était que nous étions obligés d'utiliser une régression de base qui était initialement conçue pour expliquer les flux de localisation des *greenfields*, et non ceux des IDE totaux. En réponse, nous venons de construire une nouvelle estimation qui devrait être plus adaptée pour déterminer la totalité des investissements transnationaux durables. La deuxième limite qui nous était fixée était, pour sa part, d'ordre temporel. Celle-ci tenait au fait que les statistiques *greenfields* issues du FDI Markets ne sont disponibles qu'entre 2003 et 2010. Or, il n'en va pas de même pour les données d'IDE totaux tirées de la CNUCED. Comme nous l'avons déjà mentionné en introduction de la sous-section II.1 du chapitre présent, ces dernières couvrent la période 1970-2010. Il nous sera donc possible d'opérer nos nouvelles régressions spécifiques aux IDE sur des durées plus longues.

Toutefois nous ne pourrions malheureusement pas conduire notre analyse de localisation des flux d'IDE sur l'intégralité de ces quatre décennies. La faute en revient tout d'abord à la variable explicative de *capitalisation boursière rapportée au PIB*. En effet, les séries de données que la Banque Mondiale propose à son sujet ne commencent qu'à partir de 1988. Il nous est donc impossible de prendre en compte les années précédentes tant que cette variable se trouve dans notre équation spécifique aux IDE.

Mais, même si nous en avons eu la possibilité, nous ne l'aurions pas fait, s'agissant de l'étude sur l'ensemble de l'échantillon tout du moins, pour une autre raison. Il s'avère que nombre de pays, notamment en développement, de notre couverture géographique ne disposent pas de données avant 1995 sur tout ou partie des déterminants retenus<sup>276</sup>. Bien entendu les anciens territoires soviétiques sont particulièrement touchés par ce phénomène. Parallèlement, certains pays en développement et/ou émergents n'ont connu la naissance d'organisme national statistique efficace et fiable que très récemment. Par conséquent, si nous décidions de mener nos régressions spécifiques sur des années antérieures à 1995, nous prendrions le risque de biaiser nos résultats en faveur du seul comportement de localisation des IDE entrants des pays développés. C'est pourquoi nous retiendrons finalement une période d'analyse allant de 1995 à 2010.

Cette sous-section II.2.2 a donc pour objectif de présenter et d'interpréter les résultats de la régression de notre nouvelle équation spécifique aux IDE totaux sur l'ensemble de l'échantillon de 64 pays entre 1995 et 2010. En outre, afin d'analyser l'évolution historique du comportement de ces investissements, nous diviserons la couverture temporelle choisie en trois sous-périodes, à savoir : 1995-2000, 2001-2006, 2007-2010. Notons que les deux premières de ces étendues sont plus longues que la dernière (6 ans contre 4 ans), ceci afin de garantir des régressions statistiquement robustes en rassemblant suffisamment d'observations sur les années les plus anciennes. Ce découpage nous permettra, de surcroît, d'isoler la période récente de crises financières internationales.

Les résultats ainsi obtenus sont retranscrits dans le **tableau 24** qui suit. Le nombre d'observations sur lequel s'appuie la régression portant sur l'intégralité de la période s'élève à 894 et varie entre 253 et 375 pour les estimations de sous-périodes. Nous pouvons donc être confiants sur la qualité de notre estimateur *pooling* de l'économétrie de panel que nous utilisons<sup>277</sup>.

---

<sup>276</sup> Ce phénomène touche tout particulièrement la variable explicative du taux d'endettement public, dont les statistiques sont tirées de la Banque Mondiale, pour laquelle les données sont indisponibles avant 1995 pour plus de la moitié des pays de notre échantillon (34 sur 64), en grande majorité pour les pays en développement.

<sup>277</sup> Notons tout de même que trois pays sont absents de la régression 1995-2000. Il s'agit de la Belgique, Hong-Kong et Malte.

**Tableau 24 : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, ensemble de l'échantillon, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1995-2000	Régression IDE Période retenue 2001-2006	Régression IDE Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.47 (16.22)*	0.73 (11.95)*	0.35 (7.57)*	0.50 (9.75)*
<i>Taux de croissance</i>	0.15 (4.55)*	0.06 (1.18)	0.16 (2.30)*	0.17 (3.02)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.02 (9.03)*	0.01 (3.75)*	0.02 (6.82)*	0.02 (4.41)*
<i>Taux de change réel</i>	0.004 (1.17)	0.009 (1.59)	-0.001 (-0.23)	0.01 (1.58)
<i>Consommation/PIB</i>	0.07 (4.73)*	0.02 (1.06)	0.11 (5.05)*	0.06 (1.96)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.007 (3.69)*	0.005 (1.61)	0.007 (2.18)*	0.007 (2.12)*
<i>Taux d'endettement public</i>	-0.008 (-1.94)**	-0.007 (-1.07)	-0.005 (-0.88)	-0.01 (-1.34)
<i>C</i>	-6.10 (-4.72)*	-2.44 (-1.24)	-9.60 (-4.59)*	-6.17 (-2.31)*
<b>R2 ajusté</b>	0.51	0.57	0.45	0.56
<b>Nombre d'observations</b>	894	266	375	253
<b>Nombre de Pays</b>	64	57	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les tests de Chow nous indiquent une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

La première chose que nous pouvons constater à la vue des résultats présentés par le **tableau 24** est que notre nouvelle équation spécifique est bel et bien mieux adaptée pour expliquer les flux d'IDE que l'ancienne estimation de référence initialement conçue pour déterminer la localisation des *greenfields*. Même si elle comporte moins de régresseurs que sa prédécesseur (7 contre 8), davantage d'entre eux s'avèrent ici significatifs. Ceci se traduit par une qualité d'ajustement au moins équivalente, sinon plus élevée, de cette spécification par rapport à celle qui était utilisée lors de la comparaison économétrique des déterminants de localisation des *greenfields* et des IDE totaux (sous-section II.1.2 de ce chapitre).

En y regardant de plus près, seules deux variables connaissent une modification de la significativité de leur coefficient en passant de la régression de référence appliquée aux IDE entre 2004 et 2010 (sous-section II.1.2 de ce chapitre) à la régression spécifique des IDE entrants de l'échantillon global entre 1995 et 2010. Il s'agit du *taux de croissance* et dans une moindre mesure du *taux d'endettement public*.

Le *taux de croissance*, tout d'abord, qui n'exerçait aucune influence statistique sur les IDE entrants de notre couverture géographique *lorsqu'il était retardé*, se révèle en être un facteur d'attractivité à partir du moment où il n'est plus exprimé sous forme retardée. Un tel impact positif de la dynamique économique du marché d'accueil sur les flux d'IDE se retrouve dans travaux de Culem (1988), Chen (1997) et Billington (1999)<sup>278</sup>. Qui plus est, les coefficients, compris entre 0.15 et 0.17, qui lui sont décernés ici militent même pour un effet très important sur les investissements transnationaux durables entrants de notre échantillon global entre 1995 et 2010. Ce résultat confirme ainsi l'idée selon laquelle les *greenfields* et les fusions-acquisitions s'appuient sur des chiffres de taux de croissance distincts compte tenu de la durée de leur mise à exécution. Il s'agit là d'un apport qui nous semble être intéressant à la littérature vouée aux déterminants de localisation de ces modes d'entrée d'IDE.

Notons, par ailleurs, que la significativité des coefficients du *taux de croissance* au sein de nos régressions IDE du **tableau 24** ne commence à apparaître qu'au cours des deux dernières sous-périodes 2001-2006 et 2007-2010. Ce timing s'accorde tout à

---

<sup>278</sup> Rappelons que l'étude empirique de Culem (1988) s'attache à déterminer la localisation des flux d'IDE bilatéraux/PIB de 6 pays industrialisés entre 1969 et 1982 ; celle de Chen (1997) tente d'expliquer les flux d'IDE entrants de 33 pays en développement entre 1987 et 1994 ; enfin, celle de Billington (1999) a pour objectif d'analyser le comportement de localisation des flux entrants d'IDE de 7 pays développés entre 1986 et 1993.

fait avec les conclusions auxquelles nous aboutissons suite à notre étude globale par sous-périodes sur les déterminants de localisation des *greenfields* (sous-section II.3 du chapitre 2). Pour mémoire, nous avons observé que la variable du taux de croissance retardé jouait un rôle attractif sur les investissements transnationaux créateurs d'activités entrants de notre échantillon de 64 pays *essentiellement en temps de crise internationale*. Or, les deux plus grands krachs boursiers mondiaux qui ont mouvementés la période 1995-2010 sont l'éclatement de la bulle internet, qui a principalement sévi entre 2001 et 2002, et l'affaire des *subprimes* qui s'est déclarée à partir de 2007. La crise asiatique de 1997, quant-à-elle, a eu un impact beaucoup moins prononcé sur la croissance et sur les marchés financiers internationaux que ses homologues<sup>279</sup>. Il est donc intéressant de constater que les deux crises économiques mondiales les plus aiguës se sont déclarées justement lors des deux dernières sous-périodes du découpage temporel adopté dans l'étude présente. De fait, au même titre que pour les *greenfields*, nous en concluons que les investisseurs d'IDE à l'intérieur de notre échantillon global ont tendance à faire plus attention au taux de croissance du PIB en temps de difficulté économique internationale.

Le *taux d'endettement public*, pour sa part, bien qu'étant toujours associé à un coefficient légèrement négatif et significatif au seuil des 10% à travers la régression 1995-2010 portant sur les IDE entrants de l'échantillon global, ne voit ce pouvoir explicatif confirmé par aucune des estimations de sous-période. Toutefois, ce résultat appelle à trois remarques. *Primo*, rappelons que la même variable explicative semblait bien nuire à l'attractivité d'un pays aux yeux des firmes multinationales lors des régressions sur les IDE à destination de notre couverture géographique de 64 pays *entre 2004 et 2010* (sous-section II.1.2 de ce chapitre). Autrement dit, la relation statistique en question existe mais s'avère sensible au découpage temporel que nous opérons ici. *Secundo*, l'évolution du coefficient du *taux d'endettement public* entre les régressions IDE 2001-2006 et 2007-2010 du **tableau 24** laisse à penser, de surcroît, que cette variable va prendre de l'ampleur au sein des critères de localisation des investissements transnationaux durables dans les années à venir. Cette projection nous semble d'autant

---

<sup>279</sup> Une comparaison de la moyenne des taux de croissance de notre échantillon de 64 pays entre 1997-1998 (3.13%) et 2001-2002 (2.60%) démontre que la bulle internet a eu un effet plus marqué au niveau international que la crise asiatique, tout au moins en ce qui concerne cet indicateur de performance économique. En outre, la crise asiatique ne s'est pas traduite par une baisse de la capitalisation mondiale des marchés d'actions selon le MSCI All Country World Index contrairement à l'effondrement de cet indice provoqué par l'éclatement de la bulle internet (voir **annexe 10**).

plus probable que la crise de la dette souveraine, touchant la zone euro depuis 2010, a clairement focalisée l'attention des agents économiques sur cet indicateur. Nous en inférons donc que le taux d'endettement public risque de devenir un déterminant important des flux d'IDE pour les études empiriques qui s'intéresseront à la période que nous traversons actuellement. *Tertio*, le seul article de la littérature économique que nous ayons rencontré incluant une telle variable, dans un travail économétrique voué à expliquer la localisation des flux d'IDE, et ce avec succès, ne se concentre que sur les pays en transition<sup>280</sup>. L'analyse en sous-groupes que nous conduirons par la suite nous permettra de voir, si, oui ou non, les larges flux de capitaux transnationaux se révèlent plus réceptifs aux problèmes de dette publique dès lors qu'ils se dirigent vers les pays en développement seulement.

A l'exception des deux modifications que nous venons de traiter, le reste des variables de notre régression spécifique appliquée aux IDE entrants de l'échantillon global entre 1995 et 2010 obtient des résultats fidèles à ceux précédemment rendus par la régression de référence portant sur la période 2004-2010 (sous-section II.1.2 de ce chapitre). De fait, les mêmes observations globales que celles que nous avons émises lors de la comparaison économétrique des comportements des *greenfields* et des IDE s'y appliquent. Cependant, le fait d'avoir soumis nos estimations spécifiques à une période élargie ainsi qu'à des sous-périodes successives nous permet d'enrichir notre analyse d'une approche évolutive.

Ainsi, nous pouvons remarquer que, à l'instar de notre étude globale des *greenfields* par sous-périodes (sous-section II.3 du chapitre 2), la *variable à expliquer retardée* et le *taux d'ouverture* demeurent ici les deux seuls déterminants significatifs au seuil des 5% à travers nos estimations spécifiques IDE, et ce quel que soit le découpage temporel retenu. Les flux de capitaux transnationaux durables reçus l'année passée et l'indicateur de libéralisation des échanges sont donc des régresseurs tout aussi incontournables dans l'analyse empirique de localisation des *greenfields* que dans celle

---

<sup>280</sup> Il s'agit de Bevan et Estrin (2000) qui étudient les déterminants d'IDE bilatéraux vers 11 pays en transition entre 1994 et 1998 à travers une économétrie de panel à effets aléatoires. Si nous avons rencontré beaucoup d'autres articles tentant d'expliquer la localisation des IDE avec des indices de risque de défaut souverain (voir sous-section II.2.4 du chapitre 1), celui de Bevan et Estrin (2000) est le seul à utiliser le taux d'endettement public comme variable explicative.

des IDE. Notons, au passage, que ces variables explicatives récoltent même des coefficients supérieurs dans l'analyse présente<sup>281</sup>.

En revanche, comme nous nous y attendions, le coefficient du *taux de change réel* ne se voit pas accorder le moindre pouvoir explicatif à travers chacune des quatre régressions spécifiques appliquées aux IDE entrants de l'échantillon global du **tableau 24**. Ce résultat, en plus d'apporter une validation supplémentaire à l'« effet de change sur les activités productives – et non sur les simples recombinaison de capital – d'un pays » de Lafay (2004a, 2004b), indique qu'un tel effet est susceptible de jouer depuis les années 1995. Malheureusement, les données *greenfields* du FDI Markets ne nous ont pas permis de remonter aussi loin dans le temps dans notre étude globale (sous-sections II.2 et II.3 du chapitre 2) pour vérifier cette affirmation. Néanmoins, l'exercice économétrique sur le cas européen à partir des statistiques de l'EIM que nous avons mené dans la sous-section III.2 du chapitre 2 nous signalait tout de même que, depuis 1997, le taux de change réel exerçait une influence négative sur les *greenfields* s'implantant à l'intérieur du vieux continent. Etant donné que cette influence disparaît ici sur les IDE totaux en direction de notre échantillon de 64 pays (et qu'il disparaîtra plus tard lors de notre étude des IDE totaux européens), nous pouvons raisonnablement avancer que les prix relatifs font partie des critères de localisation des IDE créateurs d'activités et non des recombinaisons transnationales de capital sur la période 1997-2010.

Enfin, la *consommation et la capitalisation boursière rapportées au PIB* ne commencent toutes deux à obtenir des coefficients significatifs au travers des régressions spécifiques appliquées aux IDE entrants de l'échantillon global qu'à compter des deux dernières sous-périodes réputées plus mouvementées. Pour ce qui est de la variable de la *part du PIB consommé*, ce résultat jure avec ceux précédemment obtenus lors de l'étude globale sur les *greenfields* qui suggéraient que la taille du marché n'était un critère retenu par les firmes multinationales qu'en temps « normal » (sous-section II.3 du chapitre 2). En fait, l'explication d'une telle différence de comportement passe par les caractéristiques mêmes de chaque type d'IDE et par les

---

<sup>281</sup> Pour la sous-période 2007-2010, les coefficients obtenus par la variable à expliquer retardée et le taux d'ouverture à travers les régressions *greenfields* de l'étude globale s'élevaient respectivement à 0,32 et à 0,01 (sous-section II.3 du chapitre 2). Dans l'étude présente de localisation des flux d'IDE, les coefficients correspondants atteignent respectivement 0,50 et 0,02.

méthodologies distinctes à la base des programmes statistiques qui les mesurent. Ainsi, les investissements transnationaux créateurs d'activités cherchant à accéder aux marchés étrangers demandent plus de temps pour se mettre en place que les fusions-acquisitions et s'engagent véritablement dans une perspective de long terme. De fait, ils sont plus susceptibles d'être entrepris quand bien même la demande du marché d'accueil est temporairement déprimée par une crise mondiale. En outre, les données du FDI Markets qui appréhendent ces investissements ne prennent pas en compte les désinvestissements qu'a pu entraîner la crise des *subprimes*. Tout ceci nous permet de comprendre pourquoi notre terme dépendant des *greenfields* était insensible à la *part de la consommation dans le PIB* entre 2007 et 2010 lors de notre étude globale (sous-section II.3 du chapitre 2). En revanche, le mode d'entrée fusion-acquisition, qui représente la plus grande part des IDE mondiaux sur la période 2001-2010<sup>282</sup>, ne se traduit somme toute que par un engagement financier conséquent qui est beaucoup plus enclin à être volatil à la première difficulté rencontrée. Ce phénomène risque d'autant plus de se manifester au sein des chiffres IDE de la CNUCED que ces derniers sont comptabilisés en partie double (investissement – désinvestissement). Voici donc pourquoi les IDE totaux attirés par la taille des marchés ont tendance à être bien plus affectés par des variations brutales de l'économie mondiale, contrairement aux *greenfields* seuls.

Les coefficients légèrement positifs et significatifs accordés ici à la *capitalisation boursière rapportée au PIB* par les estimations IDE des deux dernières sous-périodes confirment bien que cette variable a une influence contraire sur les IDE totaux et sur les créations d'activités transnationales. Par conséquent il serait vain d'essayer de comparer les évolutions temporelles entre les résultats présents et ceux que nous obtenions sur cette même variable lors de notre étude globale sur les *greenfields* (sous-sections II.2 et II.3 du chapitre 2). Ceci étant dit, nous pouvons remarquer, au sein du **tableau 24**, que l'effet liquidité propre aux IDE totaux se déclare, comme attendu, lors des sous-périodes ayant connu de grandes crises financières internationales (éclatement de la bulle internet et crise des *subprimes*). En tous cas, malgré le caractère dual – forte concurrence/effet liquidité – de la variable de capitalisation boursière, la

---

<sup>282</sup> Notons toutefois que, selon notre compte rendu de l'évolution historique des flux d'IDE, la part des *greenfields* dans les IDE totaux est supérieure à celle des F&A entre 2008 et 2010 (sous-section I.3 de ce chapitre). Ceci explique pourquoi le coefficient de la *consommation totale sur le PIB* perd de sa significativité entre les régressions IDE 2001-2006 et 2007-2010 du **tableau 24**.

relation positive qui la lie jusqu'à présent aux IDE totaux entrants de l'échantillon global entre 1995 et 2010 semble stable. Il conviendra toutefois de voir si cette constance perdurera lors de l'affinement de notre spécification par sous-groupe de pays.

\*\*\*\*\*

En définitive, l'application de notre régression spécifique aux IDE entrants de l'échantillon global pour la période 1995-2010 est instructive à trois niveaux. Dans un premier temps, elle nous confirme que les quelques modifications que nous avons apportées à l'équation de référence, initialement conçue pour expliquer les *greenfields*, sont bel et bien adéquates dans l'optique de mieux déterminer les flux d'IDE totaux. En effet le *taux de croissance* s'avère être un facteur de localisation des investissements transnationaux durables pertinent dès lors qu'il n'est plus retardé. En outre, le *taux d'endettement public* est associé à des coefficients encourageants justifiant son inclusion au sein des estimations IDE. Tout ceci se traduit par un ajustement de qualité équivalente, voire supérieure, de notre nouvelle spécification par rapport à celle de référence pour expliquer les IDE alors même que la première citée comporte moins de variables exogènes.

Dans un second temps, les résultats de cette sous-section II.2.1 nous permettent d'appuyer certaines conclusions propres aux IDE totaux que nous avons dressées lors de la sous-section II.1.2 de ce chapitre. Ainsi, bien que nous régressions une nouvelle spécification, nous retrouvons l'influence de l'« effet de change sur les *seules* activités productives d'un pays » et de l'effet liquidité de la capitalisation boursière rapportée au PIB dans le comportement de ces investissements transnationaux durables. Ceci témoigne d'une stabilité statistique de ces deux effets, tout du moins s'agissant de l'analyse de localisation des IDE entrants de l'ensemble de l'échantillon.

Enfin, dans un troisième temps, la prise en compte d'une couverture temporelle élargie, doublée d'un découpage en sous-périodes, nous donne la possibilité d'interpréter l'évolution des résultats obtenus par notre équation spécifique en fonction des caractéristiques des époques concernées. Sur ce dernier point, il est à noter que la *variable à expliquer retardée* et le *taux d'ouverture* demeurent les deux seuls déterminants significatifs en toutes circonstances, et ce quel que soit le type d'investissement transnational durable étudié pour l'échantillon global. En revanche la *consommation et la capitalisation boursière rapportées au PIB* n'exerceraient leur

influence positive sur les IDE totaux qu'à partir des deux dernières sous-périodes plus tumultueuses économiquement. Selon toute vraisemblance, ce dernier résultat traduit le fait que les IDE, et principalement leur mode d'entrée fusion-acquisition, sont de nature plus sensible aux grandes crises internationales que ne le sont les *greenfields* (voir sous-section I.3 de ce chapitre).

Il s'agit maintenant de voir si ces conclusions tiennent toujours dès lors que notre cadre d'analyse porte sur les catégories de pays d'accueil en fonction de leur niveau de développement.

### **II.3 Etude économétrique du comportement des IDE entrants des pays développés/pays en développement entre 1995 et 2010 à travers notre régression spécifique**

L'étude globale en sous-groupes des *greenfields* que nous avons menée à la sous-section II.4 du chapitre 2 nous a démontré que les investissements transnationaux créateurs d'activités répondaient à des critères de localisation différents selon le niveau de développement des pays considérés dans notre échantillon. Nous nous intéresserons donc à savoir s'il en va de même s'agissant des IDE totaux. Pour ce faire, nous appliquerons tour à tour notre équation spécifique aux IDE entrants des 32 pays développés (II.3.1) et à ceux des 32 pays en développement et émergents (II.3.2) de notre couverture géographique globale (voir sous-section II.1 du chapitre 2) entre 1995 et 2010. Le découpage temporel en trois sous-périodes que nous avons défini lors de la sous-section II.2 précédente, 1995-2000, 2001-2006, 2007-2010, nous permettra, de surcroît, d'analyser l'évolution des résultats obtenus en fonction de la conjoncture économique.

### *II.3.1 Application de notre régression IDE sur les pays développés pour la période 1995-2010*

Le **tableau 25** présente les résultats liés à l'application de notre régression spécifique sur les IDE entrants des pays développés de notre échantillon global<sup>283</sup> pour la période 1995-2010 ainsi que pour les sous-périodes de notre découpage temporel. Les nombres d'observations, compris entre 127 et 477, sur lesquels s'appuient chacune des 4 équations estimées sont suffisamment élevés pour garantir la précision de l'estimateur *pooling* qui a été utilisé ici<sup>284</sup>.

---

<sup>283</sup> Pour une liste de ces pays, voir le **tableau 2** de la sous-section II.1 du chapitre 2.

<sup>284</sup> Notons que trois pays manquent de données entre 1995 et 2000 : la Belgique, Hong-Kong et Malte.

**Tableau 25 : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, pays développés, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1995-2000	Régression IDE Période retenue 2001-2006	Régression IDE Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.37 (8.91)*	0.71 (8.02)*	0.27 (4.24)*	0.36 (4.41)*
<i>Taux de croissance</i>	0.24 (3.59)*	0.20 (2.00)*	0.43 (2.43)*	0.20 (1.65)**
<i>Taux d'ouverture</i>	0.03 (7.23)*	0.01 (2.08)*	0.03 (4.91)*	0.04 (3.91)*
<i>Taux de change réel</i>	0.01 (1.57)	0.003 (0.26)	0.01 (0.57)	0.04 (1.85)**
<i>Consommation/PIB</i>	0.14 (3.91)*	0.01 (0.27)	0.21 (3.55)*	0.22 (2.68)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.008 (2.68)*	0.008 (1.94)**	0.005 (0.97)	0.008 (1.48)
<i>Taux d'endettement public</i>	-0.005 (-0.89)	-0.002 (-0.24)	-0.001 (-0.14)	-0.008 (-0.70)
<i>C</i>	-13.64 (-3.93)*	-2.07 (-0.44)	-19.28 (-3.30)*	-23.89 (-2.78)*
<b>R2 ajusté</b>	0.51	0.60	0.46	0.53
<b>Nombre d'observations</b>	477	160	190	127
<b>Nombre de Pays</b>	32	29	32	32

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les tests de Chow nous indiquent une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

A l'image de l'étude globale par sous-groupes que nous avons menée sur les *greenfields* (sous-section II.4 du chapitre 2), les résultats auxquels nous parvenons ici en régressant les IDE totaux à destination des pays développés sont très proches de ceux qui étaient obtenus à travers les estimations IDE portant sur l'échantillon total de 64 pays (sous-section II.2.2 de ce chapitre). Ceci n'est pas surprenant étant donné que, comme nous l'avons expliqué précédemment (sous-section II.1 du chapitre 2), les économies avancées sont quelque peu surreprésentées au sein de l'ensemble de notre couverture géographique. Or, dans l'étude présente, ce déséquilibre se voit renforcé par le fait que les IDE mondiaux se dirigent majoritairement vers les territoires les plus riches tout au long de la période 1995-2010 (voir les sous-sections I.2 et I.3 de ce chapitre)<sup>285</sup>. D'où la quasi-similarité des qualités d'ajustement des régressions présentées par les **tableaux 24 et 25**. De la même manière, les coefficients affichés par la *variable à expliquer retardée* et par le *taux d'ouverture* y ont le même ordre de grandeur et y arborent la même significativité. Notons au passage que ces trois résultats sont tout à fait en accord avec ceux auxquels nous aboutissions lors de notre analyse globale par sous-groupes sur les *greenfields* (sous-section II.4.1 du chapitre 2).

Néanmoins, en dépit de ces ressemblances, les IDE entrants des pays développés se distinguent tout de même légèrement de leurs homologues à destination de la totalité de l'échantillon. Cette singularité se perçoit à travers quelques différences de réaction face aux autres variables de notre équation spécifique entre 1995 et 2010.

Le *taux de croissance*, pour commencer, se voit accorder ici des coefficients importants supérieurs à ceux qu'il arborait lors de l'étude portant sur l'ensemble des 64 pays, et ce à travers chacune des régressions considérées (sous-section II.2.2 de ce chapitre). Ce résultat, qui se manifeste notamment entre les années 1995 et 2006, suggère que les investissements transnationaux durables entrants des économies développées sont davantage de type « *market seeking* » que ne le sont ceux allant s'implanter dans les économies en développement. En ceci, il fait écho à celui analogue que nous obtenions lors de l'analyse des déterminants de localisation des *greenfields* en direction des pays avancés européens à partir des données de l'EIM (sous-section III.2.3 du chapitre 2). En revanche, nous pouvons remarquer que, dans le cas présent, cette caractéristique

---

<sup>285</sup> Toutefois, il faut bien avouer que la part du flux d'IDE entrants des pays développés dans les flux d'IDE totaux s'est largement érodée entre 1995 et 2010, celle-ci passant de 67% à environ 50%. Malgré cela, les pays développés restent tout de même les destinataires majoritaires sur toute la période 1995-2010.

horizontale s'estompe quelque peu lors de la dernière sous-période. Au même titre que pour l'étude globale sur les *greenfields* (sous-section II.4.1 du chapitre 2), la dynamique du marché perd de son pouvoir explicatif sur les IDE entrants des pays développés entre 2007 et 2010<sup>286</sup>. Ceci est probablement dû au fait que les phases de récession importante qu'ont connu ces pays lors de la crise des *subprimes* ne reflétaient plus vraiment leur croissance potentielle. De fait les firmes multinationales intéressées par ces destinations se seraient tournées vers d'autres indicateurs macroéconomiques plus pertinents en ces temps tumultueux.

Le *taux de change réel*, quant à lui, se voit ici décerner un coefficient légèrement *positif* et significatif au seuil des 10% à travers la régression spécifique portant sur les IDE entrants des pays développés entre 2007 et 2010. En d'autres termes, non seulement ces flux de capitaux en direction des économies avancées ne seraient pas attirés par des coûts de production et d'acquisition relativement plus faibles sur la période considérée, mais en plus ils se dirigeraient là où ces charges sont les plus dispendieuses. Rappelons qu'il nous a déjà été donné l'occasion d'analyser un tel comportement de localisation lors de notre étude sur les *greenfields EIM tertiaires* à destination des pays européens et de la zone euro (sous-sections III.2.2 et III.2.4.3 du chapitre 2). Nous en avons alors conclu que, compte tenu de leur plus fort contenu technologique (Recherche & Développement, Finances...), les créations d'activités transnationales de services recherchent en priorité une main d'œuvre plus qualifiée, et par voie de conséquence plus coûteuse. Or, les statistiques de la CNUCED nous montrent clairement que la part des IDE tertiaires dans les IDE totaux n'a eu de cesse d'augmenter jusqu'à atteindre une moyenne d'environ 60% entre 2006 et 2008 (voir sous-section I.3 de ce chapitre). Nous en déduisons que cette évolution sectorielle est à la base de l'impact positif du taux de change réel sur les IDE entrants des pays développés entre 2007 et 2010. Ajoutons que, mise à part la régression vouée à cette sous-période, le reste des estimations du **tableau 25** confère, comme attendu, un manque de significativité à la variable des prix relatifs. De ce fait, la thèse de l'« effet de change sur les activités productives – et non sur les simple recomposition de capital – d'un pays » de Lafay (2004a, 2004b) tient toujours pour ce qui est de cette catégorie de pays.

---

<sup>286</sup> Notons cependant que pour le cas des *greenfields*, le coefficient du taux de croissance retardé perdait *totalemment* son pouvoir explicatif à travers la régression 2007-2010 alors qu'ici le coefficient du taux de croissance ne reste valable qu'au seuil des 10% via l'estimation correspondante. Ceci confirme ce que nous avons conclu lors de la sous-section II.2.2 précédente à savoir que les fusions-acquisitions sont tout de même plus réceptives que les *greenfields* au taux de croissance en temps de crise.

Par ailleurs, les doutes sur la constance du coefficient de la *capitalisation boursière sur le PIB* que nous émettions, en raison de l'effet dual de cette variable sur les IDE (voir sous-section II.2.1 de ce chapitre), se révèlent bien-fondés dans le cas de l'application de notre équation spécifique à l'échantillon des pays développés. Preuve en est que la significativité du coefficient positif qu'obtient ici ce régresseur entre 1995 et 2010 n'est que très faiblement confirmée à travers l'estimation de la première sous-période. De plus, les années 1995-2000 au cours desquelles apparaît ce léger soutien statistique au seuil des 10% ne sont pas celles qui ont connu les plus grandes crises financières internationales. Or, par définition, l'effet liquidité est censé se manifester plus intensément en temps de pénurie mondiale de financement. Nous relierons cette instabilité au fait que les économies avancées sont justement celles pour lesquelles les deux influences contraires de la capitalisation boursière sur les IDE sont susceptibles de jouer à plein. En effet, d'un côté, le fait que les pays développés accueillent essentiellement des fusions-acquisitions et non des *greenfields* les rendent d'autant plus vulnérables en termes d'attractivité aux variations de liquidité provoquées par les risques financiers systémiques. Mais, d'un autre côté, ces territoires sont également ceux à l'intérieur desquels la concentration du capital vers les entreprises cotées en bourse est la plus élevée, et donc ceux où la concurrence est la plus rude. Dès lors, le relatif manque de significativité de la *part de la capitalisation boursière dans le PIB* via les régressions des IDE entrants des pays développés de sous-périodes traduit l'idée que ces deux forces opposées se compensent. Ceci étant dit, le signe résolument positif doublé de la significativité qu'arbore ici le coefficient de cette variable à travers l'estimation 1995-2000 penche tout de même en faveur d'un effet liquidité supérieur.

Comme nous le soupçonnions, la légère significativité qui était attribuée au *taux d'endettement public* à travers la régression des IDE entrants de notre couverture géographique élargie entre 1995 et 2010 (sous-section II.2.2 de ce chapitre) ne provient pas du comportement de localisation des IDE destinés aux économies développées. C'est en tout cas ce que suggère le manque de pouvoir explicatif que reçoit le coefficient de ce facteur à travers chacune des estimations du **tableau 25**. Il sera donc intéressant de voir dans quelle mesure il influencera les IDE allant s'implanter dans les pays en développement. Ceci étant dit, à l'instar de ce que nous avons mentionné précédemment (sous-section II.2.2 de ce chapitre), la progression du coefficient du *taux d'endettement public* dans les régressions portant sur les sous-périodes les plus récentes, combinée à la

crise des dettes souveraines actuelles, sont autant d'indices nous signalant que ce déterminant risque de compter parmi les facteurs de localisation des IDE dans les années à venir, et ce quelle que soit la catégorie de territoire d'accueil étudiée.

La dernière légère différence de résultat entre d'un côté les régressions IDE portant sur l'ensemble de l'échantillon global (sous-section II.2.2 de ce chapitre) et de l'autre celles ayant trait au groupe des pays développés d'accueil entre 1995 et 2010 concerne la *part de la consommation dans le PIB*. Nous pouvons remarquer dans les **tableaux 24 et 25** que les coefficients qui sont alloués à cette variable sont bien plus élevés dans le second cas que dans le premier, notamment pour la sous-période 2007-2010 (respectivement 0,22 contre 0,06). Autrement dit, les flux d'investissements transnationaux durables sont plus sensibles à la taille du marché dès lors qu'ils cherchent à s'implanter dans une des économies avancées, et ce surtout en temps de crise. Somme toute, un tel résultat indique que les pays développés reçoivent essentiellement des fusions-acquisitions. En effet, à l'instar de ce que nous avons expliqué lors de notre étude sur les déterminants des flux d'IDE entrants de l'échantillon global entre 1995 et 2010 (sous-section II.2.2 de ce chapitre), les fusions-acquisitions, contrairement aux *greenfields*, accordent extrêmement d'importance à *la part de la consommation dans le PIB* en situation de brusque fluctuation économique mondiale. Cette caractéristique provient notamment du côté plus volatil des recompositions de capital, par rapport aux créations d'activité nouvelles, se traduisant par des vagues de désinvestissements dès que les difficultés financières de grandes ampleurs surviennent. D'où notre déduction que les IDE à destination des pays développés sont principalement composés de F&A, ce qui est parfaitement cohérent avec les observations de notre étude historique sur les IDE (sous-section I.3 de ce chapitre). Pour mémoire, nous y avons constaté que les fusions-acquisitions demeuraient très largement l'apanage de cette catégorie de pays. Plus précisément, selon la base de données M&A Cross-Border de la CNUCED, environ 86% des montants des recompositions de capital transnationales entre 1995 et 2009 concernent le rachat d'entreprises installées dans un pays développé.

\*\*\*\*\*

En définitive, bien que voisin de celui des IDE entrants de l'échantillon global, le comportement des flux d'IDE à destination des pays développés entre 1995 et 2010 tel que mis en avant par nos régressions spécifiques se démarque sur quelques points qui

méritent d'être relevés. Tout d'abord, à l'exception de la sous-période 2007-2010, le *taux de croissance* exercerait une influence positive accrue sur les investissements transnationaux durables en direction des économies avancées. Le fait que ceci soit également le cas pour la *part du PIB consommée* suggère que *ces IDE sont de nature plus horizontale que ceux à destination de l'ensemble de la couverture géographique de 64 pays*, tout du moins entre 1995 et 2010. En outre, ces résultats, plus prononcés en temps de grande crise économique internationale, soulignent que les pays développés reçoivent principalement des IDE sous la forme de fusions-acquisitions.

Par ailleurs, le fait que le *taux de change réel* pourrait avoir un impact positif sur les IDE totaux entrants des pays développés lors de la dernière sous-période 2007-2010 indique que *ces investissements concerneraient de plus en plus le secteur tertiaire*. En effet, l'étude des déterminants de localisation des *greenfields* entrants européens par secteur d'activité que nous avons menée en sous-section III.2.2 du chapitre 2 avait démontré que seuls les *greenfields de services* recherchaient une main d'œuvre qualifiée plus chère. Quoi qu'il en soit, ce constat ne remet nullement en question l'« effet de change sur les activités productives – et non sur les recompositions de capital – d'un pays » de Lafay (2004a, 2004b) confirmé par la non significativité du *taux de change réel* à travers toutes les autres régressions portant sur les IDE entrants des pays développés entre 1995 et 2010.

On ne peut pas en dire autant de l'effet liquidité lié à la *capitalisation boursière rapportée au PIB*. Comme nous le craignons, l'impact dissuasif simultané sur les IDE allant s'installer dans les pays développés qu'implique la concentration du capital aux mains de quelques concurrents sérieux a pour conséquence de rendre cet effet très *instable suivant le découpage temporel retenu*. Ainsi, même s'il semble l'emporter à travers notre régression spécifique 1995-2010, le manque de significativité qu'obtient la *capitalisation boursière rapportée au PIB* au cours des estimations de sous-périodes jette quelques doutes quant à sa pertinence dès lors que nous considérons les IDE entrants des économies avancées d'accueil.

Voyons donc maintenant ce qu'il en est des réactions des IDE à destination des pays en développement et émergents face à notre estimation spécifique.

### *II.3.2 Application de notre régression IDE sur les pays en développement et émergents pour la période 1995-2010*

Il s'agit, cette fois, d'appliquer notre équation économétrique spécifique aux IDE entrants des pays en développement et émergents de notre échantillon global<sup>287</sup> sur les périodes 1995-2010, 1995-2000, 2001-2006 et 2007-2010. Les résultats qui en découlent sont répertoriés dans le **tableau 26** ci-après. Les nombres d'observations, toutes régressions confondues, sont compris entre 106 et 417. Ils sont donc suffisants pour garantir la précision de l'estimateur *pooling* utilisé par notre économétrie de panel<sup>288</sup>.

---

<sup>287</sup> Voir le **tableau 2** de la sous-section II.1 du chapitre 2.

<sup>288</sup> En outre, quatre pays sont absents de l'estimation portant sur la première sous-période. Il s'agit de la Croatie, de l'Égypte, de l'Indonésie et de l'Uruguay.

**Tableau 26 : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, pays en développement et émergents, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1995-2000	Régression IDE Période retenue 2001-2006	Régression IDE Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.67 (19.00)*	0.56 (6.82)*	0.77 (10.05)*	0.67 (15.65)*
<i>Taux de croissance</i>	0.09 (3.80)*	-0.03 (-0.72)	0.07 (1.33)	0.16 (4.93)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.008 (2.99)*	0.007 (1.41)	0.01 (2.27)*	0.006 (1.49)
<i>Taux de change réel</i>	-0.003 (-0.48)	0.01 (1.21)	-0.006 (-0.40)	0.003 (0.31)
<i>Consommation/PIB</i>	0.03 (3.35)*	0.02 (1.16)	0.05 (2.94)*	0.008 (0.45)
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.003 (1.60)	0.002 (0.49)	0.006 (1.68)**	0.0006 (0.23)
<i>Taux d'endettement public</i>	-0.009 (-1.94)**	-0.01 (-1.79)**	-0.004 (-0.61)	-0.02 (-2.34)*
<i>C</i>	-2.33 (-2.42)*	-0.88 (-0.54)	-4.23 (-2.42)*	-0.31 (-0.21)
<b>R2 ajusté</b>	0.60	0.47	0.52	0.78
<b>Nombre d'observations</b>	417	106	185	126
<b>Nombre de Pays</b>	32	28	32	32

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les tests de Chow nous indiquent une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Alors que l'importance des fusions-acquisitions sous-tendait les résultats associés aux IDE en direction des pays développés, ceux des flux d'IDE allant s'implanter dans les pays en développement frappent par leur concordance avec le comportement des *greenfields*. Avant d'approfondir ce point, nous pouvons remarquer que la qualité d'ajustement des régressions présentes est, mis à part sur la période 1995-2000, meilleure que celle que nous obtenions lorsque notre échantillon se composait des économies avancées ou de tous les pays disponibles (sous-sections II.3.1 et II.2.2 de ce chapitre). Comme souvent, ces R carrés supérieurs proviennent d'une plus grande influence de la *variable à expliquer retardée* au sein des régressions étudiées. Autrement dit, les flux d'IDE totaux en direction des pays en développement se révèlent être davantage réguliers d'une année sur l'autre entre 1995 et 2010 que ceux en direction des pays développés. Notons, par ailleurs, que cette variable autorégressive est toujours significative quelle que soit la couverture temporelle étudiée.

Ces considérations faites, revenons à ce que nous avançons en préambule à l'interprétation des résultats du **tableau 26**. Nous avons alors évoqué une analogie entre la logique de localisation des IDE et celle des *greenfields* dès lors que nous considérons les pays en développement et émergents d'accueil. Dans un premier temps, une telle similitude s'entrevoit à partir des coefficients accordés au *taux de croissance* par les régressions des études de sous-groupes correspondantes. D'une part, ces coefficients apparaissent comme étant bien plus faibles dans le cas des pays en développement que dans le cas des pays développés (0.09 contre 0.24 pour la régression 1995 et 2010). D'autre part, bien que significatif entre 1995 et 2010, la variable de taux de croissance ne semble commencer à jouer ici positivement sur les IDE entrants des économies en développement que lors de la dernière sous-période. Ceci contraste avec la légère perte de pouvoir explicatif que connaissait ce déterminant à travers l'estimation spécifique 2007-2010 portant sur les investissements transnationaux durables des pays avancés (voir sous-section II.3.1 de ce chapitre). En revanche cela s'inscrit tout à fait dans le sillage de l'impact qu'exerce le taux de croissance retardé sur les *greenfields* entrants des pays en développement en temps de crise auquel nous aboutissions lors de notre étude globale par sous-groupes (sous-section II.4.2 du chapitre 2). Nous en avons alors conclu que les firmes multinationales désirant s'implanter dans cette catégorie de localisation prenaient davantage en compte le dynamisme du marché en présence de difficulté économique mondiale. A l'inverse, en des temps plus calme, ces investisseurs semblent plutôt

considérer d'autres critères plus spécifiques. Il va de soi que nous aboutissons aux mêmes conclusions s'agissant des IDE totaux entrants des pays en développement.

Par ailleurs, les IDE allant s'implanter dans les pays en développement apparaissent, au sein de l'étude présente, comme étant beaucoup moins attirés par le *taux d'ouverture* que ne l'étaient ceux destinés aux pays développés (sous-section II.3.1 de ce chapitre). En témoigne la baisse et/ou le manque de significativité du coefficient de cet indicateur de libéralisation commerciale à travers les régressions spécifiques du **tableau 26**. Ici encore, l'étude globale sur les *greenfields* par sous-groupes conduisait à des résultats similaires, quoique sur des sous-périodes différentes<sup>289</sup> (sous-section II.4.2 du chapitre 2). L'idée sous-jacente était que les pays en développement, en ayant des obstacles aux frontières plus élevés, étaient plus à même d'accueillir des IDE de type « *tariff jumping* ». Dès lors, quand leur taux d'ouverture augmente, l'impact bénéfique sur les investissements verticaux et « *export-platform* » se voit compensé par une incitation moindre pour ceux voués à contourner les barrières tarifaires et/ou non tarifaires. Ainsi, si le premier effet a tendance à l'emporter sur le second, nos résultats démontrent qu'ils leur arrivent également de se neutraliser. Il va de soi que cet éclaircissement, qui était apporté pour les *greenfields*, prévaut tout aussi bien pour les IDE totaux entrants des pays en développement. Cependant il s'y applique ici pour des sous-périodes différentes du fait d'un découpage temporel distinct – par rapport à celui qui prévalait pour l'étude empirique de localisation des *greenfields* par sous-groupes de pays – ainsi que du fait de la prise en compte des fusions-acquisitions et des désinvestissements par les données IDE de la CNUCED. Quoi qu'il en soit, rappelons que l'absence d'influence du taux d'ouverture sur les investissements transnationaux durables des pays en développement se retrouve dans les travaux de Busse, Königer et Nunnenkamp (2010) ainsi que dans ceux de Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010)<sup>290</sup>.

Enfin, la dernière ressemblance de résultat entre les régressions de base *greenfields* et celles spécifiques aux IDE en direction des pays en développement se

---

<sup>289</sup> Le coefficient du taux d'ouverture était non significatif à travers la régression de base 2004-2006 lors de notre étude sur les *greenfields* entrants des pays en développement. En revanche il apparaissait comme significatif via l'estimation de base 2007-2010 (sous-section II.4.2 du chapitre 2).

<sup>290</sup> L'étude de Busse, Königer et Nunnenkamp (2010) porte sur les IDE bilatéraux entre 28 pays sources et 83 pays en développement d'accueil entre 1978 et 2004. Celle de Vijayakumar, Sridharan et Rao (2010) tente de déterminer les flux d'IDE entrants des BRICS entre 1975 et 2007. Toutes deux concluent à une non significativité du taux d'ouverture sur la localisation des IDE analysés.

perçoit au niveau de la *part du PIB consommé*. Contrairement à l'exercice économétrique précédent se concentrant sur la localisation des IDE entrants des économies avancées d'accueil (sous-section II.3.1 de ce chapitre), la taille du marché ne se voit pas accorder ici de significativité à travers la régression spécifique 2007-2010. Or, un manque d'influence similaire peut se retrouver dans chacune des estimations de notre étude globale qui portait sur les *greenfields*, et ce quel que soit l'échantillon que nous retenions (sous-sections II.2, II.3 et II.4 du chapitre 2). Par conséquent, au même titre que ces derniers, les IDE de type « *market seeking* » ayant pour objectif d'accéder les marchés des pays en développement semblent avoir été plus touchés par la crise des *subprimes* que ceux à destination des pays développés. Ce résultat, combiné avec les coefficients des *taux de croissance et d'ouverture* affichés par le **tableau 26**, nous porte à croire que les investissements transnationaux durables vers les territoires les plus pauvres de notre échantillon ont un comportement davantage calqué sur celui des *greenfields* entre 1995 et 2010. A l'inverse, la logique des IDE en direction des économies avancées, comme nous l'avons vu précédemment (sous-section II.3.1 de ce chapitre), serait davantage dominée par les caractéristiques des fusions-acquisitions.

Malheureusement, les incompatibilités statistiques ne nous permettent pas de mesurer la proportion exacte des deux modes d'entrée des IDE – fusion-acquisition et *greenfield* – que reçoit chacune des catégories de pays. Néanmoins, tout en gardant cette mise en garde à l'esprit, certains chiffres peuvent nous en donner un aperçu. Par exemple, bien que, en moyenne sur la période 2004-2010, la part des *greenfields* entrants sur le PIB soit supérieure pour les pays en développement (6.31%) que pour les pays développés (2.89%), les premiers cités reçoivent moins d'IDE, rapportés au même PIB (4.17%)<sup>291</sup>, que les seconds (5.29%). Ceci va très clairement dans le sens d'une plus grande réception d'investissements étrangers créateurs d'activités par rapport aux IDE totaux à l'intérieur des territoires les plus pauvres de notre échantillon. En outre, les données concernant les montants des fusions-acquisitions transnationales, provenant également de la CNUCED<sup>292</sup>, viennent confirmer cette affirmation. Exceptionnellement, nous ferons fi

---

<sup>291</sup> Le fait que les chiffres d'IDE/PIB des pays en développement soient inférieurs à ceux de *greenfields*/PIB, bien que théoriquement illogique, traduit le fait que les données de la CNUCED prennent en compte les désinvestissements et non celles du FDI Markets.

<sup>292</sup> Ces données sont issues de la base de données « Cross-border M&As » de la CNUCED. Elles sont compilées à partir d'informations procurées par Thomson Financial Securities Data Company (UNCTAD (2000, p.105)).

des différences méthodologiques<sup>293</sup> afin d’appréhender le phénomène de manière globale. De fait, il ne s’agit pas ici de considérer les chiffres tels quels mais seulement d’en retenir leur ordre de grandeur. Sous réserve de ces précautions, la part des fusions-acquisitions sur les IDE entrants totaux des pays développés s’élèverait en moyenne aux alentours de 52.17% tandis que celle des pays en développement n’atteindrait que 26.35% entre 1995 et 2009. Sans oublier que nous avons calculé que 86% des recompositions de capital à l’étranger concernaient les achats d’entreprises implantées dans des économies avancées sur cette même période (sous-section II.3.1 de ce chapitre). Ainsi, chacun de ces chiffres souligne, sans équivoque, le poids plus important qu’occupent les *greenfields* dans la composition en termes de mode d’entrée des IDE totaux des pays en développement (et inversement pour les pays développés). En ceci, ils nous permettent de comprendre pourquoi les résultats obtenus en régressant les deux variables dépendantes – *greenfields* et IDE – présentent autant d’analogies lorsque nous retenons l’échantillon des pays en développement.

Parallèlement à la domination des *greenfields* dans leur composition, la deuxième grande particularité des IDE entrants des pays en développement est qu’ils se détournent des territoires dont le gouvernement a contracté une dette trop élevée. En effet, les coefficients associés au *taux d’endettement public* sont ici légèrement négatifs et significatifs au seuil des 10% sur les régressions spécifiques 1995-2010 et 1995-2000 ainsi qu’au seuil des 5% sur celle de la dernière sous-période. Or, un examen approfondi des séries de données nous révèle que ces taux d’endettement public sont en moyenne moins élevés pour les économies en développement (48.45%) que pour les économies avancées (58.98%) de notre échantillon global sur la période étudiée<sup>294</sup>. En outre, les indices de dispersion qui sont associés aux statistiques de cette variable pour les deux groupes de pays sont à peu de chose près équivalents<sup>295</sup>. Malgré cela, Bevan et Estrin

---

<sup>293</sup> A l’origine, trois différences principales distinguent les données IDE de celles des F&As de la CNUCED. *Primo*, comme pour les *greenfields*, les F&A ne comprennent pas les désinvestissements. *Secundo*, les statistiques IDE ne concernent que les projets financés par le pays d’origine, alors que les F&A comprennent aussi les projets financés localement et/ou à travers les marchés internationaux. *Tertio*, bien que les montants des F&A soient comptabilisés l’année de l’annonce du projet, les flux de paiement peuvent en réalité s’étaler dans le temps. Ce qui peut gonfler artificiellement les chiffres lors de l’année d’annonce. Toutefois, la première différence disparaît ici car nous utilisons des données F&A que la CNUCED a calculées sur une base nette : la vente d’au moins 10% du capital social des entreprises locales du pays d’accueil aux FMN étrangères – les cessions d’au moins 10% des filiales étrangères implantées dans le pays d’accueil à une firme locale.

<sup>294</sup> Pour mémoire, les séries de données du taux d’endettement public sont issues de la base statistique World Development Indicators de la Banque Mondiale.

<sup>295</sup> La moyenne des écart-types du taux d’endettement des pays en développement sur la période 1995-2010 s’élève à 12.55, contre 10.33 pour les pays développés.

(2000) concluront eux aussi à une influence négative du taux d'endettement public sur les IDE entrants à partir d'un travail portant sur 11 pays en transition d'accueil entre 1994 et 1998. Il convient donc de se demander pour quelles raisons ce phénomène touche exclusivement cette catégorie d'économie. La réponse est que, plus que l'endettement, les IDE s'intéressent à la *solvabilité* des Etats. Ainsi, si les investisseurs ne prenaient pas en considération le degré d'engagement des gouvernements occidentaux, c'est qu'ils estimaient que, malgré ce fardeau conséquent, les pays développés disposent d'une structure suffisamment solide pour le supporter. Le raisonnement inverse s'applique aux pays en développement. En conséquence, même une économie moins endettée peut paraître moins attractive aux yeux des firmes multinationales. Bien entendu, la solidité structurelle d'un pays ne se résume pas qu'à la valeur de son PIB, auquel cas notre déterminant aurait tout de même été pertinent. Il s'agit plutôt de toute une panoplie de critères économiques sur laquelle se basent notamment les agences de notation pour calculer leur note souveraine (institution, stabilité monétaire, perspective de croissance, fiscalité...). C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les indices de risque pays sont souvent rencontrés et significatifs au sein des spécifications de la littérature empirique consacrées à déterminer la localisation des IDE (sous-section II.2.4 du chapitre 1). Néanmoins, le caractère englobant de ces indices comporte l'inconvénient majeur de capter une partie non négligeable des effets des autres variables en termes d'attractivité. Ceci explique pourquoi nous ne les avons pas inclus au sein de nos différentes régressions de base et spécifiques. Quoiqu'il en soit, l'impact négatif du taux d'endettement public sur les IDE entrants des pays en développement entre 1995 et 2010 que nous trouvons ici prouve que la significativité au seuil des 10% qui était accordée au coefficient de cette variable à travers l'estimation de base 2004-2010 lors de la comparaison économétrique des comportements des IDE et des *greenfields* entrants de l'échantillon global (sous-section II.1.2 de ce chapitre) n'était pas sans fondement.

Enfin, bien que davantage influencé par son mode d'entrée *greenfield*, le comportement des IDE à destination des pays en développement entre 1995 et 2010 n'en garde pas moins une logique tirée par les recompositions de capital sur deux points: l'« effet de change sur les activités productives – et non sur les recompositions de capital – d'un pays » de Lafay (2004a, 2004b) et l'effet liquidité de la capitalisation boursière rapportée au PIB. Concernant le premier effet cité, nous pouvons remarquer que les coefficients du *taux de change réel*, à l'instar de ceux que nous obtenions via les

régressions d'IDE entrants de l'ensemble de l'échantillon (sous-section II.2.2 de ce chapitre), sont ici dénués de toute significativité à travers chacune des estimations du **tableau 26**. Ce résultat confirme à nouveau que de faibles – ou la baisse des – coûts de production du territoire d'accueil n'a d'impact positif que sur les investissements transnationaux véritablement créateur d'activité, et ce même pour les pays en développement d'accueil. De fait, dès lors que des fusions-acquisitions sont également prises en compte par le biais des IDE totaux, la relation disparaît. Ceci est d'autant plus vrai que l'effet richesse relative du taux de change réel théorisé par Froot et Stein (1991)<sup>296</sup> n'a jusqu'à présent été validé par aucune de nos régressions spécifiques. Toutefois, si les coefficients du taux de change réel manquent ici de pouvoir explicatif dans nos estimations des IDE entrants des pays en développement, il est à noter que, contrairement à l'exercice économétrique similaire portant sur l'échantillon des pays développés (sous-section II.3.1 de ce chapitre), leur signe apparaît comme négatif entre 1995 et 2010 ainsi qu'entre 2001 et 2006. Ceci traduit le fait que, comme nous venons de le démontrer, les IDE à destination de ce groupe d'économie sont tout de même davantage composés de *greenfields*. Ajoutons également que le coefficient non significatif auquel aboutit ce déterminant à travers la régression 2007-2010 semble indiquer que les filiales installées ou rachetées dans les pays en développement concernent moins le secteur tertiaire que celles des pays développés (voir sous-section II.3.1 de ce chapitre).

L'effet liquidité de la *part de la capitalisation boursière dans le PIB* n'est, quant à lui, que très faiblement appuyé par les résultats de nos estimations IDE sur le groupe des pays en développement entre 1995 et 2010. La dualité de la variable à laquelle il est rattaché a tendance à rendre les coefficients de cette dernière non significatifs, et ce quelle que soit la catégorie des pays d'accueil retenue dans notre nouvelle spécification. Toutefois, deux caractéristiques nous laissent tout de même à penser que l'effet liquidité l'emporte légèrement sur l'impact dissuasif de la concurrence, que la concentration du capital véhicule aux yeux des firmes multinationales désirant engager des IDE vers les PED. La première est que, contrairement aux résultats que nous obtenions lors de notre étude globale sur les *greenfields* par sous-groupes de pays d'accueil (sous-section II.4.2 du chapitre 2), tous les signes qui sont liés au coefficient de la *capitalisation boursière*

---

<sup>296</sup> Voir sous-section IV.1.3 du chapitre 1.

*des entreprises rapportée au PIB* sont ici positifs. La seconde est que, de surcroît, un des coefficients de cette variable affiché par le **tableau 26**, à savoir celui de la régression portant sur les années 2001-2006, est significatif au seuil des 10%. En d'autres termes, l'effondrement *mondial* des cours de bourse, en affectant relativement moins les liquidités des places financières des pays en développement aurait rendu ces derniers plus attractifs vis-à-vis des IDE sur cette sous-période. Notons que ce résultat est d'autant plus cohérent qu'il intervient sur l'étendue temporelle ayant connu l'éclatement de la bulle internet. Par ailleurs, rappelons que l'effet liquidité touche essentiellement les recompositions transnationales de capital. En conséquence, nous pouvons en déduire que le comportement des IDE en direction des pays en développement, bien que davantage dominé par celui des *greenfields*, s'en distingue tout de même quelque peu par sa réaction aux variables du taux de change réel et de la part de la capitalisation boursière des entreprises dans le PIB.

\*\*\*\*\*

En résumé, les résultats de cette analyse de localisation des flux entrants d'IDE totaux par catégorie de pays d'accueil entre 1995 et 2010 soulignent que les économies à niveau de développement différent attirent des types d'investissements durables distincts. Ainsi, les IDE à destination des pays développés, en se révélant plus sensibles à la taille et au dynamisme du marché en temps de crise, démontrent un comportement de localisation relevant principalement des caractéristiques des fusions-acquisitions. Par ailleurs, ils ne seraient pas du tout attirés par des coûts de production plus faibles et rechercheraient même une main d'œuvre qualifiée plus onéreuse entre 2007 et 2010. Ceci laisse entendre que, outre une composition dominée par les fusions-acquisitions, les IDE entrants des pays développés seraient également davantage tournés vers le secteur tertiaire entre 1995 et 2010.

A l'inverse, les résultats obtenus en régressant les investissements transnationaux durables des économies en développement indiquent clairement que ces derniers prennent majoritairement en compte des considérations de *greenfields*. En effet, mises à part quelques exceptions dues à la présence de fusions-acquisitions (« effet de change sur les activités productives – et non sur les recompositions de capital – d'un pays », effet liquidité), les réactions de ces IDE présentent des analogies marquantes avec celles obtenues au cours de notre étude globale sur les investissements transnationaux créateurs

d'activité. Par ailleurs, le taux d'endettement public exercerait bien une influence négative sur ces flux de capitaux. Nous en avons déduit qu'au-delà des problématiques de simple dette, il s'agirait plutôt de la solvabilité des économies qui importerait aux yeux des firmes multinationales. Toutefois, compte tenu de la situation européenne actuelle, il est fort possible que le taux d'endettement public devienne un critère de localisation d'IDE à part entière, et ce même pour un échantillon composé de pays développés d'accueil.

Enfin, quel que soit le groupe de pays retenu par notre spécification, l'effet liquidité sur les IDE d'une forte *capitalisation boursière rapportée au PIB* n'est que légèrement soutenu à travers les régressions menées par cette étude. Néanmoins, il semblerait tout de même que cet effet positif sur les investissements transnationaux durables ait tendance à l'emporter sur l'impact négatif de la concurrence également véhiculé par une forte concentration du capital au sein d'une économie.

L'ensemble de ces résultats nous semble constituer une boîte à outils indispensable pour mieux appréhender le comportement global des IDE. Ils nous seront également fort utiles pour analyser correctement la localisation de ces flux d'investissements parmi les pays européens.

#### **II.4 Etude économétrique du comportement des IDE à destination des pays européens entre 1995 et 2010 à l'aide de notre régression spécifique**

L'étude des déterminants de localisation des *greenfields* que nous avons menée tout au long du chapitre 2 précédent a, entre autres, mis en exergue le fait que les pays européens d'accueil constituaient un cas particulier. En l'occurrence, nous avons conclu que les investissements transnationaux créateurs d'activités s'y implantant étaient de nature plus verticale et/ou « *export-platform* » que ceux destinés à l'ensemble l'échantillon. Il s'agira alors de déterminer si ce constat tient toujours en ce qui concerne les flux d'IDE totaux entre 1995 et 2010. Pour ce faire, nous appliquerons notre régression spécifique tour à tour au groupe de l'Europe au sens large (II.4.1), des pays développés européens (II.4.2) et de la zone euro (II.4.3). Malheureusement, la prise en

compte d'un nombre considérablement réduit d'économies ne nous permettra pas, faute d'observations suffisantes, de retenir les trois sous-périodes utilisées jusqu'ici dans cette section II<sup>297</sup>. En conséquence, parallèlement à une estimation considérant l'ensemble des années 1995-2010, nous reproduirons le découpage temporel qui prévalait lors de notre étude sur les *greenfields* entrants européens à partir des données de l'EIM (sous-section III.2 du chapitre 2), soit 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010. Ceci nous permettra, de surcroît, de faciliter la comparaison des résultats économétriques obtenus pour chaque type d'IDE (*greenfields* et IDE totaux).

#### *II.4.1 Application de notre régression IDE sur l'échantillon européen*

Dans un premier temps, nous étudions le comportement des IDE à destination de l'ensemble des 31 pays constituant notre échantillon européen (voir sous-section III.1.3 du chapitre 2) en les confrontant à notre régression spécifique. Le **tableau 27** reporte ainsi les résultats obtenus à partir de cette opération sur les périodes 1995-2010, 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010. Notons que le nombre d'observations sur lequel s'appuie chacune des estimations présentées est suffisant pour garantir la précision de l'estimateur *pooling* utilisé ici.

---

<sup>297</sup> A savoir : 1995-2000, 2001-2006 et 2007-2010.

**Tableau 27 : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, pays européens, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1998-2010	Régression IDE Période retenue 1998-2003	Régression IDE Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.39 (9.06)*	0.38 (8.12)*	0.17 (2.21)*	0.40 (6.81)*
<i>Taux de croissance</i>	0.16 (2.97)*	0.17 (2.89)*	0.25 (1.83)**	0.15 (2.31)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.04 (6.67)*	0.04 (6.32)*	0.06 (5.56)*	0.04 (4.67)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-1.29)	-0.01 (-1.15)	0.02 (1.69)**	-0.02 (-1.58)
<i>Consommation/PIB</i>	0.05 (1.64)**	0.05 (1.49)	-0.04 (-0.72)	0.13 (2.37)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.01 (3.58)*	0.01 (3.30)*	0.009 (1.32)	0.01 (2.67)*
<i>Taux d'endettement public</i>	0.003 (0.39)	0.003 (0.38)	0.004 (0.29)	0.0002 (0.01)
<i>C</i>	-6.42 (-1.93)**	-6.59 (-1.80)**	-2.07 (-0.37)	-11.29 (-2.18)*
<b>R2 ajusté</b>	0.38	0.36	0.35	0.41
<b>Nombre d'observations</b>	434	381	164	217
<b>Nombre de Pays</b>	31	31	31	31

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Pour analyser au mieux les résultats des régressions portant sur les IDE entrants des pays européens entre 1995 et 2010, nous allons séquencer nos différentes observations en deux temps. Tout d'abord, nous comparerons les coefficients affichés par les trois dernières colonnes du **tableau 27** avec ceux que nous obtenions au cours de notre étude de localisation des *greenfields* à partir des données de l'EIM entre 1998 et 2010 (sous-section III.2.1 du chapitre 2). Puis, nous effectuerons un autre parallèle par rapport, cette fois, au comportement *des IDE totaux à destination de l'ensemble des 64 pays de l'échantillon global* (sous-section II.2.2 de ce chapitre).

Les différences de résultats entre les régressions de base déterminant la localisation des *greenfields* et celles, spécifiques, expliquant les *IDE* en direction de l'Europe entre 1998 et 2010 (sous-section III.2.1 du chapitre 2) étaient tout à fait attendues. Ainsi, les données *greenfields* de l'EIM, de par leur caractère moins exhaustif, sont beaucoup moins sensibles à la *variable à expliquer retardée* que les statistiques IDE en flux de la CNUCED. Bien entendu, ce phénomène se répercute directement sur la qualité d'ajustement des deux spécifications à la faveur de celle associée aux investissements transnationaux durables totaux.

Par ailleurs, les spécificités des fusions-acquisitions permettent d'expliquer le reste des écarts de comportement entre IDE totaux et *greenfields* entrants européens tels que soulignés par nos résultats économétriques. A la lumière de ce que nous avons développé lors de la sous-section II.2.2 de ce chapitre, la non significativité allouée par les régressions spécifiques du **tableau 27** au *taux de change réel*, contrairement à l'impact négatif que lui conféraient celles qui portaient sur les *greenfields* allant s'implanter en Europe, est en parfait accord avec les conclusions de l'« effet de change sur les activités productives – et non sur les simples recompositions de capital – d'un pays » de Lafay (2004a, 2004b). De plus, le coefficient faiblement *positif* qui lui est associé ici à travers l'estimation 1998-2003 nous indique que les rachats d'entreprises européennes concernent surtout le secteur tertiaire (voir sous-section II.3.1 de ce chapitre).

Parallèlement, l'effet liquidité se trouve à la base de la légère influence positive qu'exerce ici la *part de la capitalisation boursière dans le PIB* sur les IDE entrants du vieux continent entre 1998 et 2010, et ce notamment en temps de crise. Or, compte tenu du fait que cet effet concerne essentiellement les fusions-acquisitions, il n'est pas

étonnant que nous ne le rencontrons pas à travers les régressions vouées à la détermination des *greenfields*. Au passage, il est intéressant de constater que, dans le cas des IDE à destination de l'échantillon européen, ce phénomène ne semble pas contrebalancé par l'impact négatif d'une concurrence forte que peut aussi véhiculer la concentration du capital.

Sans oublier que, comme nous l'avons également vu lors de la sous-section II.2.2 de ce chapitre, le *taux de croissance* a tendance à avoir un impact exacerbé sur les fusions-acquisitions, et par ricochet sur les IDE totaux, en temps de crise économique. D'où le fait que cette variable se voit attribuer un pouvoir explicatif accru à travers nos régressions spécifiques portant sur les IDE entrants européens entre 1998 et 2010 et entre 2004 et 2010 par rapport au coefficient que reçoit cette même variable – quoique retardée – via les estimations *greenfields* correspondantes.

Par conséquent, la logique des flux d'IDE allant s'implanter en Europe sur la période 1998-2010, bien que distincte de celle qui animait leur seul mode d'entrée *greenfield*, est en cohérence totale avec les caractéristiques des fusions-acquisitions sur les points que nous venons d'aborder. Somme toute, ces résultats ne sont pas surprenants étant donné que deux tiers de notre échantillon européen est composé de pays développés. Or, rappelons que ces derniers sont, et de loin, les plus gros émetteurs et destinataires de recomposition transnationale de capital (voir sous-section I.3 de ce chapitre).

La comparaison des résultats affichés par le **tableau 27** avec ceux obtenus à travers les estimations spécifiques *portant sur l'ensemble de l'échantillon global* (sous-section II.2.2 de ce chapitre), quant à elle, met en perspective trois autres aspects propres aux *IDE entrants européens*. Le premier est qu'ils s'avèrent moins réguliers d'une année sur l'autre que leurs homologues à destination de la couverture géographique élargie, en témoigne le coefficient inférieur que reçoit ici *la variable à expliquer retardée* entre 1995 et 2010<sup>298</sup>. L'explication d'un tel phénomène doit, selon toute vraisemblance, être en rapport avec la création de la zone euro. En effet, l'analyse que nous avons menée sur la

---

<sup>298</sup> Le coefficient de la variable à expliquer retardée s'élève à 0.38 à travers notre régression des IDE entrants européens entre 1995 et 2010 alors qu'il atteignait 0.51 via l'estimation correspondante portant sur les IDE à destination de notre couverture géographique élargie (sous-section II.2.2 de ce chapitre).

localisation des *greenfields* à l'intérieur de l'Union Economique et Monétaire (sous-section III.2.4 du chapitre 2) nous avait permis de constater à quel point l'instauration de la monnaie unique a altéré le comportement des investissements transnationaux créateurs d'activités désirant s'installer dans les Etats membres (sous-section III.2.4.2 du chapitre 2). En l'occurrence, ils s'en sont trouvés mus par des motivations davantage « *export-platform* ». Or, il va de soi que de telles transformations stratégiques risquent d'avoir des conséquences profondes sur la régularité des flux d'IDE reçus par les économies d'accueil d'année en année. Et, étant donné que notre échantillon européen est composé pour moitié de pays ayant rejoint l'Union Economique et Monétaire<sup>299</sup>, il n'est pas surprenant de voir que nos résultats économétriques soulignent une régularité moindre des IDE entrants pour cette région d'accueil que pour l'intégralité de notre couverture géographique de 64 pays. Notons, de surcroît, que ce phénomène se retrouve à travers un simple calcul de dispersion sur les séries d'IDE de la CNUCED<sup>300</sup>. Quoi qu'il en soit, comme nous sommes maintenant habitués à le remarquer depuis le début de notre travail empirique, le niveau du coefficient de *la variable à expliquer retardée* a un impact direct sur la qualité d'ajustement de nos régressions. C'est la raison pour laquelle le R carré qui est associé ici à l'estimation spécifique 1995-2010 est en deçà de celui qui caractérisait l'estimation correspondante portant sur les IDE entrants de l'échantillon global.

La deuxième distinction des flux IDE entrants européens par rapport à ceux s'implantant dans notre échantillon élargi est qu'ils apparaissent comme étant de nature légèrement moins horizontale entre 1995 et 2010. Cette affirmation découle de la diminution du niveau et de la significativité du coefficient attribué ici par la régression spécifique 1995-2010 à la *part du PIB consommé* qui est censée représenter la taille du marché d'accueil. Il est intéressant de constater qu'une différence stratégique du même acabit singularisait déjà les *greenfields* à destination de l'Europe par rapport aux *greenfields* entrants de la couverture géographique globale entre 2004 et 2010 (sous-section III.1.3 du chapitre 2). D'où la conclusion que, quel que soit le mode d'entrée d'IDE étudié, le passage d'une analyse retenant un échantillon mondial de pays d'accueil à une autre se limitant à l'Europe comme seule région hôte raréfie les soutiens à la thèse

---

<sup>299</sup> En comptant l'Estonie – ayant rejoint l'euro en 2011 - 15 des 31 pays de notre échantillon européen sont des Etats membres de la zone euro.

<sup>300</sup> Les écart-types moyens de la variable IDE/PIB entre 1995 et 2010 pour les pays européens, de la zone euro et de l'ensemble de l'échantillon s'élèvent respectivement à 3.55, 4.18 et 3.05.

d'investissement transnational durable « *market seeking* » à l'échelle nationale. Plus précisément, les PECO attireraient davantage des IDE verticaux tandis que les pays développés européens et en particulier ceux de la zone euro seraient plus la cible d'IDE « *export-platform* ». C'est en tout cas ce que statuait notre étude de localisation des *greenfields* européens sur la période 1998-2010 (sous-section III.2 du chapitre 2). Néanmoins, alors que les régressions *greenfields* que nous utilisons ne confèrent de la significativité à aucune variable explicative potentiellement « horizontale » de notre équation de base portant sur l'échantillon européen, les régressions spécifiques que nous menons dans l'étude présente, pour leur part, octroient un pouvoir explicatif positif au *taux de croissance* et dans une moindre mesure à la *part de la consommation dans le PIB*. Nous en déduisons donc que, entre 1998 et 2010, les IDE totaux entrants du vieux continent, à travers leur composante fusion-acquisition, sont tout de même moins verticaux que les *greenfields* allant s'implanter en Europe.

Enfin, la troisième caractéristique des flux d'IDE entrants européens que fait apparaître l'étude présente est qu'ils se comportent davantage comme leurs homologues à destination des pays développés que comme ceux en direction des pays en développement entre 1995 et 2010. Somme toute, cette réaction est tout à fait logique étant donné que les économies avancées représentent plus des deux-tiers de notre échantillon de l'Europe globale. Cet aspect se manifeste notamment à travers le manque de significativité qu'obtient le coefficient du *taux d'endettement public* à travers chacune des régressions spécifiques du **tableau 27**. Or, comme notre étude de localisation des flux d'IDE par sous-groupes de pays d'accueil l'a démontré précédemment (sous-section II.3 de ce chapitre), un tel résultat s'observe principalement via nos estimations portant sur les investissements transnationaux durables allant s'implanter dans les économies avancées. La raison en est que ces territoires d'accueil ont plus de chance de rester solvables en dépit d'un fardeau élevé de la dette publique.

\*\*\*\*\*

Au final, la logique de localisation des IDE à destination des pays européens entre 1995 et 2010 respecte parfaitement les tendances que nos différentes études économétriques nous ont permis de définir jusqu'à présent. D'un côté la prise en compte des fusions-acquisitions au sein de la variable endogène modifie sa réaction vis-à-vis du *taux de change réel* (« effet de change sur les activités productives – et non sur les

simples recompositions de capital – d'un pays »), de *la capitalisation boursière rapportée au PIB* (effet liquidité) et du *taux de croissance* à travers nos régressions spécifiques. De l'autre, la surreprésentation des pays développés au sein de l'échantillon européen soutend des IDE plus tertiaires mais aussi moins regardants sur les *taux d'endettement public* par rapport à ceux qui s'installent parmi les pays en développement. A tout cela s'ajoutent deux nouvelles caractéristiques propres au fait de ne garder que des territoires d'accueil européens : une motivation moins « *market seeking* » au niveau national ainsi que des flux d'IDE moins réguliers d'une année sur l'autre sur la période considérée. Voyons maintenant si les IDE à destination *des seuls pays développés européens* présenteront les mêmes particularités.

#### II.4.2 Application de notre régression IDE sur les pays développés européens

Suivant le cheminement de notre étude qui portait sur la localisation des *greenfields* en Europe à partir des données de l'EIM (sous-section III.2 du chapitre 2), nous appliquons maintenant notre régression spécifique aux IDE entrants des économies avancées européennes (voir la liste de ces pays dans le **tableau 8** de la sous-section III.1.3 du chapitre 2). Les coefficients obtenus sont rassemblés dans le **tableau 28**. Les différents nombres d'observations considérés par chacune des estimations 1995-2010, 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010, compris entre 118 et 313, sont suffisamment élevés pour garantir la qualité de l'estimateur *pooling* utilisé dans le cadre de notre économétrie de panel.

**Tableau 28 : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, pays développés européens, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1998-2010	Régression IDE Période retenue 1998-2003	Régression IDE Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.29 (5.48)*	0.27 (4.66)*	0.12 (1.32)	0.25 (3.20)*
<i>Taux de croissance</i>	0.13 (1.48)	0.16 (1.63)	0.51 (2.47)*	0.06 (0.54)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.04 (5.91)*	0.05 (5.37)*	0.06 (4.12)*	0.06 (4.52)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-1.29)	-0.02 (-1.40)	0.02 (0.82)	-0.01 (-0.70)
<i>Consommation/PIB</i>	0.01 (0.19)	-0.007 (-0.12)	-0.12 (-1.28)	0.13 (1.50)
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.01 (3.37)*	0.01 (3.02)*	0.009 (1.19)	0.02 (2.43)*
<i>Taux d'endettement public</i>	0.01 (1.52)	0.02 (1.67)**	0.01 (0.75)	0.01 (1.05)
<i>C</i>	-3.23 (-0.61)	-1.80 (-0.29)	3.35 (0.34)	-14.04 (-1.60)
<b>R2 ajusté</b>	0.33	0.31	0.36	0.34
<b>Nombre d'observations</b>	313	265	118	147
<b>Nombre de Pays</b>	21	21	21	21

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Dans un premier temps, nous pouvons remarquer que le fait de ne retenir que les pays développés hôtes de l'échantillon européen total diminue légèrement la qualité d'ajustement de nos régressions spécifiques sur les périodes considérées. Le R carré moyen qui est affiché par le **tableau 28** (0,33) est ainsi légèrement inférieur à celui de 0,37 qui prévalait dans le **tableau 27**. Outre les pertes de significativité des coefficients du *taux de croissance* et de la *part du PIB consommé*, la moins bonne adaptation de nos estimations au cas des économies avancées européennes d'accueil passe principalement par les résultats moins satisfaisants que reçoit la *variable autorégressive*, et ce notamment sur les années 1998-2003. Il est d'ailleurs intéressant de constater que cette période coïncide justement avec l'instauration de la monnaie unique, événement qui concerne les deux tiers de nos pays développés européens<sup>301</sup>. Ceci suggère que la mise en place de l'euro a eu des conséquences majeures sur la régularité d'une année sur l'autre des flux d'IDE reçus par les Etats concernés (voir aussi sous-section II.4.1 de ce chapitre). En outre, le fait que les investissements transnationaux durables entrants des pays développés européens soient moins réguliers que ceux allant s'implanter à l'intérieur des PECO se retrouve dans la littérature économique spécialisée. En effet, si Barrell et Pain (1999) tombent bel et bien sur un coefficient de la *variable à expliquer retardée* positif et significatif au cours de leur analyse portant sur les IDE à destination de 6 pays développés européens entre 1978 et 1994, les travaux de Campos et Kinoshita (2003) et d'Aubin, Berdot, Goyeau et Léonard (2006) décerneront à ce régresseur un pouvoir explicatif encore plus élevé sur les entrées d'IDE au sein des pays en transition.

Parallèlement à cela, les résultats de nos régressions spécifiques soulignent quatre autres différences de réactions des IDE à destination des seuls pays développés par rapport à ceux s'installant dans l'Europe au sens large entre 1995 et 2010. Les deux plus marquées concernent le *taux de croissance* et la *part de la consommation dans le PIB*. La perte importante de significativité que connaissent les coefficients de ces variables dans le cas présent suggère que la taille et le dynamisme des marchés d'accueil n'importent guère pour les firmes multinationales considérant les économies avancées européennes. En d'autres termes, les flux d'IDE entrants des pays développés européens apparaissent comme étant moins « *market seeking* » que ceux allant s'implanter dans l'Europe au sens large, tout du moins entre 1995 et 2010. Une telle observation contraste avec le constat

---

<sup>301</sup> En comptant l'Estonie, qui a rejoint la zone euro en 2001, notre échantillon de 21 pays développés européens compte 15 Etats membres.

inverse qui prévalait lors de notre étude de localisation des *greenfields* à l'intérieur du vieux continent à partir des données de l'EIM (sous-section III.2.1 du chapitre 2). Néanmoins, il est à noter que, s'ils ne s'avèrent pas horizontaux sur le plan national, les IDE en direction des pays développés européens ne montrent pas non plus des signes de motivation verticale sur la période considérée. Pour preuve, le manque d'influence qu'exerce ici le *taux de change réel* sur les investissements transnationaux durables entrants européens confirme l'idée selon laquelle les fusions-acquisitions ne sont pas principalement attirées par les faibles coûts de production. De fait, nous en déduisons que les IDE totaux sont principalement mus par des stratégies de type « *export-platform* ». Pour mémoire, bien que tirée à partir de résultats différents, nous avons également abouti à la conclusion que les *greenfields* EIM destinés aux pays développés européens pouvaient être animés par une telle motivation « *export-platform* » (sous-section III.2.3.1 du chapitre 2).

Quoi qu'il en soit, les coefficients non significatifs que reçoit le *taux de croissance* à travers nos régressions spécifiques du **tableau 28** semblent, à première vue, aller à l'encontre de la significativité obtenus par ceux inclus dans les travaux empiriques de Barrell et Pain (1999), de Billington (1999) et de Culem (1988) également consacrés à expliquer les flux d'IDE entrants de pays développés européens<sup>302</sup>. Néanmoins notre étude se distingue de celles mentionnées sur deux points. D'une part, elle considère un échantillon d'économies européennes avancées trois fois plus grand, et d'autre part, elle s'applique sur une période beaucoup plus récente. En conséquence, notre résultat lié au *taux de croissance* n'est pas en contradiction directe avec la littérature consacrée aux déterminants de localisation des IDE à destination des pays développés européens.

Les deux différences restantes de comportement de localisation entre les IDE entrants des pays développés européens et ceux allant s'installer dans l'intégralité du vieux continent, bien que n'étant pas très prononcées, n'en sont pas pour autant dénuées d'intérêt. Le coefficient du *taux de change réel*, pour commencer, perd ici la significativité au seuil des 10% qui accompagnait son coefficient positif lorsque nous régressions les IDE à destination de l'échantillon européen en entier entre 1998 et 2003 (sous-section II.4.1 de ce chapitre). Autrement dit, les IDE s'implantant dans l'Europe développée ne recherchent pas en priorité une terre d'accueil proposant une main

---

<sup>302</sup> Voir sous-section III.2.3 du chapitre 2.

d'œuvre qualifiée sur cette sous-période. Toutefois, il serait erroné d'en inférer pour autant que ces investissements seraient étrangers au secteur tertiaire. En effet, notre étude portant sur la localisation des *greenfields* par secteur d'activité concluait également que les *greenfields* de services entrants des pays développés européens étaient insensibles au *taux de change réel* entre 1998 et 2010 (voir la sous-section III.2.3 du chapitre 2). À l'inverse, elle soulignait que les investissements transnationaux créateurs d'activités *industrielles* préféraient, quant à eux, toujours s'installer dans les territoires proposant les coûts de production les moins élevés, et ce quel que soit l'échantillon européen retenu pour la période considérée. Par conséquent, nous en déduisons que les IDE totaux à destination des pays développés européens témoignent, sur ce point, d'un comportement dominé par les réactions de leur IDE de services. Par ailleurs, ajoutons que le manque d'influence du *taux de change réel* sur les IDE entrants des économies avancées européennes, combiné à l'impact négatif qu'exerçait cette variable sur les *greenfields* agrégés correspondants (sous-section III.2.3 du chapitre 2), confirme à nouveau l'existence d'un « effet de change sur les activités productives – et non sur les simples recompositions de capital – d'un pays »<sup>303</sup>.

En revanche, le coefficient légèrement *positif* et significatif au seuil des 10% attribué au *taux d'endettement public* par la régression spécifique 1998-2010 du **tableau 28** est tout à fait contraire à ce que nous attendions. En effet, même si nous avons déjà démontré que les firmes multinationales accordaient davantage d'importance à la *solvabilité* plutôt qu'au *degré d'endettement* des gouvernements (sous-section II.4.2 de ce chapitre), nous n'anticipions pas qu'une augmentation de ces derniers pouvait, dans des cas particuliers, être associée à une meilleure attractivité du territoire associé. Il convient donc de déterminer en quoi les Etats développés européens les plus endettés seraient susceptibles de recevoir plus d'IDE que les autres entre 1998 et 2010, et inversement. Un premier élément de réponse nous est apporté par Görg, Molana et Montagna (2009). À travers leur économétrie de panel portant sur 18 pays de l'OCDE entre 1984 et 1998, ces auteurs aboutissent à la conclusion qu'un niveau de fiscalité élevé peut avoir un effet incitatif contre-intuitif sur les IDE dès lors que les recettes collectées par l'impôt sont intelligemment utilisées pour améliorer le climat d'investissement d'un pays. De fait, les firmes multinationales choisiraient les localisations proposant le meilleur rapport entre

---

<sup>303</sup> Voir sous-section IV.2 du chapitre 1.

l'environnement de faire des affaires et le taux d'imposition, et non pas forcément les localisations opérant les prélèvements les plus faibles. Bien qu'au premier abord éloigné de notre problématique initiale, la transposition de cette conclusion au ratio environnement de faire des affaires/*taux d'endettement public* nous paraît pertinente. Pour illustrer cette affirmation, prenons l'exemple de deux des « P.I.G.S », à savoir la Grèce et le Portugal. Profitant de la stabilité de la zone euro, au moment de sa création du moins, et des taux d'intérêts souverains très avantageux qui en découlaient, ces pays ont vu leur taux d'endettement public passer respectivement de 99.03% et 55.47% entre 1995 et 1998 à 108.30% et 63.18% entre 1999 et 2010<sup>304</sup>. Or, plutôt que de dissuader les firmes multinationales, ces recours massifs à l'emprunt, et les dépenses publiques qu'ils ont permis de financer, se sont vus accompagnés d'une augmentation des flux d'IDE entrants rapportés au PIB grecs et portugais. En effet, ces derniers, qui s'élevaient en moyenne à 0.58% pour la Grèce et à 1.54% pour le Portugal entre 1995 et 1998, atteignent respectivement 0.82% et 2.58% entre 1999 et 2010<sup>305</sup>. Il est à noter que la notion de solvabilité est encore à la base de ce phénomène. Il va de soi que les investisseurs étrangers auraient réagi autrement si ces deux économies n'avaient pas adopté la monnaie unique et s'ils n'avaient fait le pari que les autres Etats membres seraient financièrement solidaires en cas de défaut de paiement d'un des leurs. Nous en déduisons donc plus généralement que les dépenses publiques financées par accroissement de la dette souveraine pourraient être susceptibles d'attirer les IDE jusqu'à ce que cette dernière soit jugée insoutenable. Nous pouvons cependant remarquer que la légère significativité qui est accordée ici à cette relation positive à travers la régression spécifique 1998-2010 portant sur les IDE entrants des pays développés européens n'est pas validé par nos estimations de sous-périodes correspondantes, ce qui la rend très fragile. Nous verrons d'ailleurs plus en détail, au cours de la sous-section II.4.3 suivante, qu'elle concerne surtout certains pays ciblés de la zone euro.

\*\*\*\*\*

Au bout du compte, le comportement des IDE désireux de s'implanter dans les pays développés européens entre 1995 et 2010 semble très affecté par le poids important

---

<sup>304</sup> Ces moyennes sont calculées à partir des statistiques de taux d'endettement public du World Development Indicators de la Banque Mondiale.

<sup>305</sup> Les moyennes des flux d'IDE entrants rapportés au PIB sur les années 1995-1998 et 1999-2010 sont calculées à partir des statistiques de flux d'IDE entrants en pourcentage du PIB de la CNUCED.

qu'occupent les économies membres de la zone euro au sein de l'échantillon retenu. Ainsi, ces flux d'investissements transnationaux durables à destination des économies européennes avancées apparaissent comme étant moins réguliers d'une année sur l'autre suite à la création de la monnaie unique. En outre, ils se révèlent davantage « *export-platform* » que ceux à destination de l'Europe au sens large ou des pays développés mondiaux, caractéristique qui s'entrevoyait déjà lors de notre étude sur les *greenfields*. Enfin, une influence *positive* du taux d'endettement public sur les IDE entrants des pays développés européens se dessine entre 1995 et 2010. Or, bien que contraire à nos attentes, il semblerait que cette dernière prennent justement naissance parmi les territoires d'accueil de la zone euro. C'est la raison pour laquelle la sous-section suivante sera consacrée à étudier de plus près la localisation des flux d'IDE s'implantant à l'intérieur des Etats membres<sup>306</sup>.

#### II.4.3 Application de notre régression IDE sur les Etats membres de la zone euro

Les réactions des flux d'IDE entrants de la zone euro<sup>307</sup> à notre équation spécifique sur les années 1995-2010, 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010 sont retranscrites dans le **tableau 29** ci-dessous. Les nombres d'observations sur lesquels s'appuient les régressions de sous-périodes correspondantes, compris entre 76 et 98, restent suffisants pour assurer la précision de notre estimateur *pooling*.

En outre, signalons que le fait de ne limiter l'étendue temporelle de la spécification 1995-2010 présente qu'aux seules années ayant accompagné l'euro ne modifie pas significativement les coefficients obtenus. En conséquence nous ne présenterons qu'en annexe les résultats des estimations portant sur les IDE entrants de la zone euro entre 1999 et 2010 (voir **annexe 9**). Notons qu'en ceci les investissements transnationaux durables à destination de l'Union Economique et Monétaire, et notamment les fusions-acquisitions, se révèlent moins sensibles à la mise en place de la monnaie unique que les *greenfields*.

---

<sup>306</sup> Notons que, malheureusement, à l'instar de l'étude que nous menions sur les *greenfields* EIM entrants du vieux continent, nous ne pouvons, faute de points d'observations suffisants, enrichir notre étude d'une analyse similaire sur les IDE entrants des pays en développement européens.

<sup>307</sup> Pour rappel, les 14 Etats membres considérés sont énumérés dans la sous-section III.2.4 du chapitre 2.

**Tableau 29 : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, Etats membres de la zone euro, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1998-2010	Régression IDE Période retenue 1998-2003	Régression IDE Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.23 (3.45)*	0.19 (2.69)*	-0.05 (-0.49)	0.11 (1.23)
<i>Taux de croissance</i>	0.10 (0.83)	0.13 (0.89)	0.36 (1.32)	0.05 (0.29)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.06 (5.98)*	0.06 (5.75)*	0.07 (4.31)*	0.09 (5.54)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.02 (-1.03)	-0.03 (-1.41)	0.006 (0.14)	-0.005 (-0.12)
<i>Consommation/PIB</i>	0.01 (0.14)	-0.05 (-0.53)	-0.25 (-1.61)	0.26 (1.67)**
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.03 (3.56)*	0.03 (3.46)*	0.02 (1.68)**	0.05 (3.35)*
<i>Taux d'endettement public</i>	0.03 (2.13)*	0.05 (2.65)*	0.01 (0.57)	0.05 (2.10)*
<i>C</i>	-5.53 (-0.67)	-1.06 (-0.11)	13.71 (0.89)	-32.78 (-2.04)*
<b>R2 ajusté</b>	0.37	0.36	0.46	0.43
<b>Nombre d'observations</b>	207	174	76	98
<b>Nombre de Pays</b>	14	14	14	14

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Comme attendu, les coefficients associés ici à la *variable à expliquer retardée* sont inférieurs et moins souvent significatifs que ceux que nous obtenions à travers les régressions spécifiques portant sur les IDE entrants de l'Europe et de ses économie avancées (cf. sous-sections II.4.1 et II.4.2 de ce chapitre). Ceci confirme bien que la création de la zone euro a bouleversé la régularité d'une année sur l'autre des flux d'IDE qui se dirigeaient vers les Etats membres, chose que nous percevions déjà au cours de nos analyses portant sur des échantillons européens élargies. Toutefois, en dépit des moins bonnes performances de la *variable autorégressive* au sein des estimations présentes, les R carrés présentés par le **tableau 29** sont légèrement supérieurs à ceux que nous rencontrons dans le **tableau 28** qui était dédié aux régressions portant sur les IDE entrants des pays développés européens. Un tel résultat vient du fait que la perte d'influence des flux d'IDE de l'année passée est plus que compensée par le rôle grandissant que jouent certains autres facteurs de notre équation spécifique dans l'attractivité des IDE à destination de la zone euro entre 1995 et 2010. Il convient donc de mettre en exergue ces nouvelles relations.

Les déterminants dont les coefficients acquièrent ici quelque significativité par rapport à l'étude portant sur la localisation des IDE entrants des pays développés européens entre 1995 et 2010 (sous-section II.4.2 de ce chapitre) sont au nombre de trois : la *part de la consommation dans le PIB*, celle de la *capitalisation boursière des entreprises cotées* et le *taux d'endettement public*. Nous verrons que chacun de ces résultats souligne un comportement des IDE davantage dominé par des considérations de fusions-acquisitions. Par exemple, les sous-sections II.2.2 et II.3.1 de ce chapitre nous ont permis d'observer que, contrairement aux *greenfields*, les recompositions transnationales de capital à l'international étaient sensibles à la *taille des marchés* d'accueil, et notamment à celle des pays développés, en temps de crise économique. En effet, la nature exclusivement financière de ce type d'IDE permet à leurs investisseurs « *market seeking* » de se désengager plus facilement à l'approche d'une période délicate que dans le cas d'une implantation à l'étranger par le biais d'une création de filiale<sup>308</sup>. Or, dès lors que nous prenons la zone euro comme région d'accueil et non plus les pays développés européens, la *part de la consommation dans le PIB* se voit justement accorder un coefficient fortement positif et significatif au seuil des 10% à travers la régression

---

<sup>308</sup> En outre, le fait que les statistiques IDE de la CNUCED prennent en compte les désinvestissements, contrairement à celles *greenfields* du FDI Markets, accentue ce phénomène.

spécifique 2004-2010. Ainsi, le fait que la crise des *subprimes* ait été susceptible de renforcer à tel point les stratégies horizontales des IDE entrants de la zone euro signale que ces derniers sont principalement composés de fusions-acquisitions. Toutefois, ceci ne remet pas en question le constat que sur des périodes plus longues, et/ou moins houleuses, les firmes multinationales désirant s'implanter à l'intérieur de l'Union Economique et Monétaire, à l'instar de celles visant les pays développés européens, ne considèrent pas la taille du marché dans leur décision de localisation.

Le coefficient de la *part de la capitalisation boursière dans le PIB*, quant à lui, au-delà de conserver, voire d'accentuer légèrement, son pouvoir explicatif à travers les estimations concernant les autres périodes, arbore ici un signe positif et significatif au seuil des 10% au sein de la régression spécifique 1998-2003. Un tel résultat signifie que, pour les années considérées, l'effet liquidité cyclique de la variable l'emporte sur l'impact négatif – lié à une concurrence importante – qu'elle peut aussi exercer sur les flux d'IDE entrants de la zone euro. Pour mémoire, l'effet liquidité de la *capitalisation boursière rapportée au PIB* se manifeste par la tendance qu'ont les flux d'IDE à s'implanter dans des économies d'accueil dont les marchés boursiers sont les moins touchés quand la situation financière mondiale se dégrade. Or, la période 1998-2003 correspond exactement à la formation, au pic et surtout à l'éclatement de la bulle internet comme en témoigne l'**annexe 10**. Il est donc tout à fait logique de voir cet effet jouer ici dans nos résultats lors de la régression spécifique portant sur cette sous-période. En outre, le fait que ce phénomène touche les IDE à destination de la zone euro, et non ceux de l'échantillon européen et/ou de ses pays développés entre 1998 et 2003 (sous-sections II.4.1 et II.4.2 de ce chapitre), suggère, une nouvelle fois, que les firmes multinationales allant s'implanter dans l'Union Economique et Monétaire ont un goût plus prononcé pour les recompositions de capital.

Ceci étant dit, la singularité la plus marquante des régressions spécifiques appliquées aux IDE entrants de la zone euro entre 1995 et 2010 concerne les coefficients qu'y reçoit le *taux d'endettement public*. Ces coefficients arborent ici une significativité légèrement *positive au seuil des 5%* à travers les estimations 1995-2010, 1998-2010 et même 2004-2010. Nous en tirons donc trois enseignements. Premièrement, une influence positive indirecte de l'endettement public sur les flux d'IDE, que nous entrevoyions déjà lors de l'analyse portant sur les IDE entrants des pays développés européens (sous-section II.4.2 de ce chapitre), existe bel et bien. Deuxièmement, comme nous l'avons

alors mentionné, cette influence positive concerne principalement l'échantillon des Etats membres de l'Union Economique et Monétaire. Troisièmement, elle ne se déclarerait que récemment, au cours de la dernière sous-période 2004-2010. Plus précisément, un nouveau découpage temporel approprié nous apprend, sous réserve de robustesse statistique<sup>309</sup>, que l'attractivité des pays de la zone euro les plus endettés se déclarerait en même temps que la crise des *subprimes*, soit entre 2007 et 2010 (voir **annexe 11**). Cette dernière remarque nuance quelque peu l'explication du signe positif accordé au coefficient du *taux d'endettement public* que nous avons avancée lors de la sous-section II.4.2 précédente. Pour mémoire, nous avons soulevé le fait que certains Etats membres avaient pu profiter du gain de solvabilité lié à l'adoption de la monnaie unique pour emprunter davantage afin d'améliorer leurs performances économiques et ainsi attirer les firmes multinationales. Or, si, d'après les séries statistiques, ce phénomène semble bien avoir joué sur certains pays depuis la création de la zone euro (notamment pour la Grèce, Malte et le Portugal), il semble aussi s'estomper dès lors que nous ne considérons plus que les années 2007-2010.

Par conséquent, une autre explication serait à la base de l'influence positive du *taux d'endettement public* sur les flux d'IDE entrants de la zone euro en temps de sévère crise économique : les politiques fiscales agressives. En effet, il est intéressant de constater que les quatre pays membres recevant en moyenne le plus de flux d'IDE comparé à leur PIB entre 2007 et 2010 sont dans l'ordre : la Belgique, Malte, l'Irlande et les Pays-Bas. Or ces économies ont un point commun important. Ce sont les plus gros « centres financiers offshores » de notre échantillon zone euro. Selon Zoromé (2007, p.7) « Un centre financier offshore est un pays ou une juridiction qui fournit des services financiers aux non résidents à une échelle sans commune mesure avec la taille et le financement de son activité domestique ». En outre, ces centres peuvent être appréhendés par trois critères principaux. Tout d'abord une orientation des activités financières essentiellement tournée vers les non résidents. Ensuite, un environnement favorable et non contraignant se traduisant par un minimum de supervision et de transparence d'information. Enfin, l'absence, ou un très faible niveau, d'imposition. Notons au passage que chacun de ces critères va de pair avec une part conséquente du secteur financier dans l'économie totale. Sachant cela, il s'avère que la Belgique, Malte, l'Irlande et les Pays-

---

<sup>309</sup> Le nombre d'observations de la régression spécifique appliquée à la période 2007-2010 ne s'élève qu'à 56.

Bas sont les seuls de nos 14 Etats membres retenus apparaissant dans au moins deux des trois grandes listes dénombrant les centres financiers offshores<sup>310</sup>. Or, s'il va de soi que, d'un côté, une telle caractéristique permet d'attirer de larges flux de capitaux, dont certains comptabilisés comme IDE par leur importance, de l'autre, elle n'arrange en rien les finances publiques des territoires les proposant. Ainsi, la crise des *subprimes* a eu deux effets notables et simultanés sur ces pays. D'une part, en obligeant les firmes à faire le plus d'économie possible pour survivre, elle a dynamisé les phénomènes de délocalisations et de transferts fiscaux intra-zones. Ceci explique pourquoi la Belgique, Malte, l'Irlande et les Pays-Bas sont les Etats membres qui ont reçu en moyenne le plus d'IDE sur PIB entre 2007 et 2010 dans un contexte fortement baissier. Néanmoins, comme le signale Artus (2010), ces capitaux ne sont aucunement créateurs d'activités et peuvent même se révéler dangereux en portant avec eux le syndrome hollandais. D'autre part, en ébranlant sérieusement la spécialité financière des territoires abritant les centres financiers offshores, la crise des *subprimes* n'a pas laissé d'autre choix aux pouvoirs publics en place que d'emprunter massivement pour recapitaliser/nationaliser leurs banques<sup>311</sup>. En conséquence la Belgique atteint le troisième rang de notre échantillon zone euro en termes de niveau de taux d'endettement public entre 2007 et 2010 (91.35%). Parallèlement, les taux de croissance de ceux de l'Irlande (41.96%) et des Pays-Bas (8.01%)<sup>312</sup> sur la même période comptent parmi les six plus élevées de l'Union Economique et Monétaire<sup>313</sup>. D'où la relation positive, indirecte, existante entre les flux d'investissements étrangers entrants et le degré d'endettement public que nous trouvons dans le **tableau 29** entre 2007 et 2010. Il est à souligner que, ici encore, cette relation prévaut essentiellement pour les fusions-acquisitions et non pour les *greenfields*.

---

<sup>310</sup> Les trois listes sont : Le Potentially Harmful Preferential Tax Regimes de l'OCDE (2001, 2004, 2006), la liste d'Offshore Financial Centers du FMI reprise et testée par Zoromé (2007), et le classement du Financial Secrecy Index de 2011 procuré par le Tax Justice Network.

<sup>311</sup> Le gouvernement irlandais a dû porter secours à l'Anglo Irish Bank, à l'Allied Irish Bank et à l'Irish Nationwide. L'Etat belge a, pour sa part, sauvé Fortis, Dexia, KBC et Ethias. Quant aux Pays-Bas, ils ont injecté plusieurs dizaines de milliards d'euros dans ABN Amro, ING, SNS Reaal NV et Aegon NV. De fait ces pays ont connu un accroissement conséquent de leur taux d'endettement public entre 2007 et 2010.

<sup>312</sup> Ces chiffres sont calculés à partir des séries de variables du taux d'endettement public de la base statistique du World Development Investors proposée par la Banque Mondiale.

<sup>313</sup> Les comptes publics de Malte, en revanche, ont été relativement épargnés par la crise des *subprimes*. Selon le site du Ministère des Affaires Etrangères, ceci vient du fait que les banques maltaises sont traditionnellement positionnées sur des secteurs peu risqués et ont donc très peu investi dans des actifs toxiques. Ainsi, le taux d'endettement public de l'île n'a augmenté que de 2% entre 2007 et 2010 jusqu'à atteindre le 69.41%.

A l'exception des apparitions des coefficients positifs du *taux d'endettement public* ainsi que des *parts de consommation et de capitalisation boursière dans le PIB*, que nous venons de présenter, les résultats de nos régressions spécifiques appliquées aux IDE entrants de la zone euro entre 1995 et 2010 ressemblent très fortement à ceux auxquels nous parvenions lorsque nous retenions les pays développés européens comme échantillon (sous-section II.4.2). La seule autre petite différence existante concerne le coefficient du *taux de croissance* qui perd ici sa significativité lors de l'estimation spécifique 1998-2003. Néanmoins, cette variable n'exerçait aucune influence sur les IDE entrants des pays développés européens, et n'en exerce pas plus sur ceux de la zone euro, *lors des autres découpages temporels*. De fait, le *taux de croissance* n'apparaît généralement pas comme étant un critère de localisation important aux yeux des firmes multinationales désirant s'implanter dans l'un ou dans l'autre de ces deux groupes d'économies. Cette observation, combinée au faible soutien statistique qui est également accordé à la *part du PIB consommé*, souligne ainsi que, au même titre que pour les pays développés européens, les IDE prenant le chemin des Etats membres ne sont pas majoritairement horizontaux.

Ce qui ne veut pas dire pour autant qu'ils soient obligatoirement verticaux. En effet, la non significativité qu'arborent les coefficients du *taux de change réel* dans les **tableaux 28 et 29** nous signale que les IDE entrants de la zone euro et des pays développés européens ne sont pas principalement attirés par les faibles coûts de production entre 1995 et 2010. Ce résultat corrobore donc une fois de plus l'approche théorique de Lafay (2004a, 2004b). Pour mémoire, l'« effet de change sur les activités productives – et non sur les simples recompositions de capital – d'un pays » de Lafay stipule que le taux de change réel a un impact négatif sur la localisation des *investissements créateurs d'activités* en rendant les salaires d'une économie relativement élevés par rapport à ceux d'une autre. De fait, les flux de *greenfields* devraient y être sensibles contrairement aux simples recompositions transnationales de capital. Bien entendu, adapté au cas de pays d'accueil partageant la même monnaie, et donc le même taux de change nominal, cet effet perd une partie de son ampleur. Toutefois, il n'en demeure pas moins valable, quoique diminué, à travers les écarts de prix, comme en attestent les résultats que nous trouvons lors de notre étude du comportement des *greenfields* entrants de la zone euro de la sous-section III.2.4 du chapitre 2. Or, les IDE à destination de l'UEM entre 1995 et 2010 sont principalement entrepris sous la forme de

recomposition de capital. Plus précisément, sous réserve de compatibilité des séries entre les statistiques F&A de la CNUCED et celles *greenfields* de l'EIM<sup>314</sup>, les fusions-acquisitions et les *greenfields* entrants des Etats membres représentent respectivement 1.70% et 0.51% du PIB de la zone euro en moyenne entre 1998 et 2009. Sachant cela, il n'est pas étonnant de voir que les IDE totaux entrants de l'Union Economique et Monétaire ne soient pas principalement attirés par des salaires relatifs plus faibles. Comme attendu, cette conclusion contraste avec celle que nous obtenions à travers nos régressions correspondantes sur les *greenfields* (sous-section III.2.4 du chapitre 2). Alors même que nous prenions en compte les pays partageant la monnaie unique comme échantillon, le taux de change réel y obtenait bel et bien un coefficient négatif et légèrement significatif sur les années 2004-2010 et 1999-2010. Par conséquent, si les écarts de prix et de salaires entre les Etats membres déterminent la localisation des *greenfields* à travers la zone, ils n'ont, en revanche, aucun impact sur le lieu d'implantation des fusions-acquisitions. Notons que ces résultats vont à l'encontre de la théorie de l'effet richesse de Froot et Stein (1991)<sup>315</sup>.

Si les IDE allant s'implanter à l'intérieur de la zone euro entre 1995 et 2010 ne sont pas majoritairement horizontaux ni verticaux, nous en inférons qu'ils doivent être principalement « *export-platform* ». D'où le coefficient positif et significatif qui est associé au *taux d'ouverture* pour chacune des régressions présentées dans le **tableau 29**. Toutefois, dans le cas présent, cette variable n'est plus vraiment légitime pour appréhender les barrières aux frontières. En effet, comme nous l'avions développé dans la sous-section III.2.4.1 du chapitre 2, la mise en place du marché unique depuis 1993 impose un régime général de libéralisation commercial identique pour tous les membres de l'Union Européenne, et ce même vis-à-vis des pays tiers. Ainsi, à l'image des résultats auxquels nous parvenions lors de notre étude portant sur les *greenfields* entrants de la zone euro (sous-section III.2.4 du chapitre 2), nous n'aurions pas été surpris de voir une baisse de significativité du coefficient accordé au *taux d'ouverture* à travers les estimations spécifiques présentes. Le fait que cela ne soit pas le cas indique que le taux

---

<sup>314</sup> Trois grandes différences méthodologiques distinguent les données F&A de la CNUCED de celles *greenfields* de l'EIM. Tout d'abord les premières citées sont calculées sur une base nette (investissement direct étranger –désinvestissement direct étranger) contrairement aux secondes qui ne sont qu'un décompte des IDE *greenfields*. En outre, les données F&A de la CNUCED prennent en compte tous les secteurs de production, alors que les données *greenfields* de l'EIM occultent le secteur primaire, le secteur public, l'immobilier, les loisirs, l'hôtellerie-restauration et le remplacement des machines. Enfin, chaque projet de vente de F&A est associé à un montant dans la base de données de la CNUCED, ce qui n'est pas le cas pour les projets *greenfields* comptabilisés par l'EIM.

<sup>315</sup> Voir sous-section IV.1.3 du chapitre 1.

d'ouverture capte d'autres attributs commerciaux susceptibles d'attirer les firmes multinationales que la simple baisse des barrières aux frontières (de meilleures infrastructures de transport, un placement géographique favorable, des accords privilégiés avec certains pays tiers...). Quoi qu'il en soit, un tel résultat suggère que les filiales qui sont implantées au sein des pays partageant la monnaie unique ont vocation à échanger sur le plan régional et/ou mondial. Cette caractéristique, combinée au fait que les faibles coût de production ne fassent pas partie de leurs principaux déterminants de localisation, comme le signale la non significativité du *taux de change réel* dans l'étude présente, permet d'appuyer notre déduction selon laquelle les IDE entrants de la zone euro sont de nature « *export-platform* » entre 1995 et 2010. En ceci, ils ont un comportement très proche des IDE qui sont destinés aux pays développés européens sur la période considérée.

\*\*\*\*\*

En conclusion, la sous-section II.4 nous a permis de mettre en exergue les réactions particulières qu'ont les flux d'IDE totaux entrants en Europe lorsqu'ils sont soumis à notre régression spécifique entre 1995 et 2010. De ces réactions nous avons tiré deux enseignements. D'une part, il apparaît que le mode d'implantation privilégié par les firmes multinationales dans la région européenne sur la période considérée est la fusion-acquisition. En effet, fidèles aux caractéristiques des F&A, et contrairement aux *greenfields*, les IDE totaux sont moins affectés par les coûts du travail (« effet de change sur les activités productives – et non sur les simples recompositions de capital – d'un pays ») et se dirigent davantage vers les places financières les plus « liquides » en temps de crise financière internationale (effet liquidité). D'autre part, le poids important des pays développés au sein de notre échantillon européen va de pair avec des IDE entrants davantage tertiaires et également moins sensibles au niveau d'endettement public. En outre, l'appartenance de nombre de ces économies à l'Union Européenne ainsi qu'à la zone euro se traduit par des investissements transnationaux durables moins réguliers d'une année sur l'autre et de nature moins horizontale à l'échelle nationale que ceux portant sur une couverture géographique élargie.

L'affinement de notre analyse aux échantillons des pays développés européens (II.4.2) et de la zone euro (II.4.3), que nous avons opéré par la suite, s'est lui aussi révélé très utile afin de mieux appréhender la localisation des IDE à l'intérieur de l'Europe

globale entre 1995 et 2010. Tout d'abord, il a dévoilé que si ces IDE apparaissaient comme étant moins « *market seeking* » au niveau national, c'est notamment parce que leur fraction se dirigeant vers les économies avancées européennes et vers les Etats membres s'avérait essentiellement « *export-platform* ». Ensuite, il a démontré que l'introduction de la monnaie unique a été à l'origine d'une moindre régularité de ces flux d'investissements d'année en année. Enfin, la focalisation de notre étude sur l'Union Economique et Monétaire a permis de mettre en lumière une relation inattendue, à savoir que les IDE entrants de la zone euro pouvaient être indirectement attirés par les territoires d'accueil à fort taux d'endettement public entre 2007 et 2010. La clé de ce paradoxe se trouve dans le fait que les territoires d'accueil en question sont ceux étant considérés comme les centres financiers offshores de la zone euro. En conséquence, bien qu'ils aient bénéficié d'un fort mouvement de délocalisation fiscale, leur économie très financiarisée a aussi été plus exposée à la crise financière internationale. D'où la dégradation importante de leurs comptes publics alors même qu'ils accueilleraient un afflux massif d'IDE au cours de cette période.

Jusqu'à présent, nous avons étudié de façon détaillée le comportement de localisation des investissements directs étrangers. Cependant, il nous semble que, plutôt que leurs IDE entrants, les Etats ont davantage intérêt à dynamiser leurs *investissements productifs*, que ces derniers soient d'origine domestique ou étrangère (*greenfields*). La section III suivante a donc pour objectif d'analyser méticuleusement les déterminants des *investissements productifs*, et ce en s'intéressant tout particulièrement au rôle joué par le taux de change réel.

### III LE TAUX DE CHANGE RÉEL COMME DÉTERMINANT DES *INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS*

Les analyses empiriques que nous avons menées jusqu'ici lors des chapitres 3 et 4 ont mis en exergue – entre autres résultats – l'influence différente qu'exerce le niveau du taux de change réel sur les deux formes d'investissement direct étranger. Il en ressort que des prix relatifs plus faibles rendraient un territoire plus attractif vis-à-vis des *greenfields* et non vis-à-vis des fusions-acquisitions. De tels résultats vont à l'encontre des théories de Froot et Stein (1991) et de Blonigen (1997) qui mettent en exergue un impact négatif du taux de change réel sur les recompositions transnationales de capital via l'effet richesse<sup>316</sup>. En revanche, ils abondent dans le sens de l'approche théorique de Lafay (2004a, 2004b) des *effets des coûts relatifs sur les investissements productifs d'un pays* (voir sous-section IV.2 du chapitre 1). Cependant, cette approche n'est pas encore confirmée jusqu'à présent ; en effet, les *investissements productifs* d'une économie ne se constituent pas que de ses *greenfields* entrants, ils comprennent également, et surtout, les *investissements productifs domestiques*. En conséquence, il nous faudra nous appuyer sur une nouvelle spécification si nous voulons tester économétriquement la relation envisagée par Lafay dans toute son ampleur. Cette section III a donc pour objectif de définir (III.1), de tester et d'analyser (III.2) une nouvelle équation consacrée à l'explication des *investissements productifs*.

#### III.1 Une nouvelle spécification consacrée à l'analyse des *investissements productifs*

Compte tenu des différences de concept existant entre les investissements directs étrangers et les *investissements productifs*, il convient d'apporter quelques modifications

---

<sup>316</sup> Pour mémoire, les théories de Froot et Stein (1991) ainsi que de Blonigen (1997) stipulent qu'un taux de change réel plus faible, en rendant des firmes domestiques bon marché tout en avantageant les acquéreurs d'origine étrangère, devrait stimuler essentiellement les fusions-acquisitions sur le territoire domestique et beaucoup moins les *greenfields* (voir sous-section IV.1.3 du chapitre 1).

importantes à l'équation économétrique que nous avons spécialement conçues pour analyser les premiers avant de l'appliquer sur les seconds (III.1.1). Une fois définie cette nouvelle spécification, nous présenterons l'échantillon de pays et les périodes sur lesquels elle pourra être testée (III.2).

### *III.1.1 Une nouvelle équation économétrique plus appropriée pour expliquer les investissements productifs*

La première étape nécessaire à l'établissement d'une spécification appropriée pour expliquer les *investissements productifs* a trait au choix de la variable dépendante à retenir. Lafay (2004a, p. 130) décrit l'*investissement productif* comme étant « l'usage que l'entreprise fait de ses ressources financières en achetant des biens d'équipement, non seulement pour améliorer la productivité, mais surtout pour étendre les activités de production ». Par opposition aux fusions-acquisitions, il s'agit donc de la création de nouvelles activités (qu'elles soient d'origine domestique ou étrangère) sur un territoire. Précisons que par nouvelles activités, l'auteur fait principalement référence à celles qui sont destinées à la *production réelle* et non celles vouées à la finance pure ou à la location immobilière.

Pour prendre en compte ce phénomène, nous nous sommes donc appuyés sur la variable de « formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, en volume », proposée par l'OCDE via sa base de données « OECD.Stat Extracts ». Cette variable est disponible pour 17 pays de l'OCDE à partir de 1970. Elle est décrite comme étant la valeur totale des acquisitions nettes *d'immobilisation corporelle*<sup>317</sup> réalisées par les activités productives – mises à part celles ayant trait au secteur de construction résidentielle – d'une unité institutionnelle privée. Il est intéressant de noter qu'elle exclut de fait les acquisitions de nouveaux bâtiments de résidence – qui sont généralement davantage tournées vers la location que vers la création d'une nouvelle production – mais également les dépenses publiques. Elle nous semble donc être la plus à même d'appréhender les *investissements productifs* d'un pays en constituant une

---

<sup>317</sup> Selon Gaiga (2009), les immobilisations corporelles « sont des actifs physiques qui sont détenus par une entreprise soit pour être utilisés dans le cadre de la production ou la fourniture de biens et de services, soit pour être loués à des tiers, soit à des fins administratives et dont on s'attend à ce qu'ils soient utilisés sur plus d'un exercice ».

approximation valable du concept proposé par Lafay. A l’instar de nos variables dépendantes précédentes (*greenfield* ou IDE), la « formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, en volume » sera rapportée au produit intérieur brut afin de contrôler l’effet « grand pays » (voir sous-section I.1 du chapitre 2). Pour ce faire, le produit intérieur brut en volume tiré de l’« OECD.Stat Extracts », est utilisé. Au final, notre terme exogène exact sera donc la *part de la formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, dans le PIB* (IPROD).

La variable dépendante de notre nouvelle spécification étant choisie, il nous reste à retenir les régresseurs les plus pertinents pour expliquer le comportement des *investissements productifs*. Pour ce faire nous nous inspirons, dans un premier temps, de la régression de référence que nous utilisons lors de notre étude de détermination de localisation des *greenfields* (voir sous-sections I.1 et I.2 du chapitre 2). Il nous semble plus judicieux de nous fonder sur cette dernière plutôt que sur celle que nous avons travaillée pour examiner le comportement des IDE totaux (voir sous-section II.2.1 du chapitre 3) étant donné que les *greenfields* font justement partie des *investissements productifs*. Cependant, il nous faut modifier quelque peu cette régression *greenfield* de manière à ce qu’elle prenne davantage en considération les *investissements productifs domestiques*.

Pour ce faire, nous avons examiné en détail la littérature économique afin de prendre connaissance des principaux déterminants des *investissements productifs*. Dans son article justement intitulé « les principaux déterminants des *investissements productifs* dans les modèles macro-économiques », Joly (1987) les récapitule en mettant l’accent sur les plus importants, à savoir la demande anticipée (où l’« accélérateur flexible »), le coût relatif des facteurs de production, le taux de profit, la fiscalité de l’investissement et les conditions d’obtention des crédits. Si la majorité de ces déterminants de création d’activités nouvelles était d’ores et déjà appréhendée par l’équation économétrique que nous avons conçue pour expliquer les *greenfields*<sup>318</sup>, il en est deux que nous pouvons utilement intégrer dans notre spécification dédiée aux *investissements productifs* : la *fiscalité de l’investissement* et les *conditions d’obtention de crédit*.

---

<sup>318</sup> En effet, la demande anticipée, le coût relatif des facteurs de production et dans une moindre mesure le taux de profit sont pris en compte dans notre régression consacrée à l’explication des *greenfields* respectivement à travers les variables de taux de croissance (retardé), de taux de change réel, et de part de la capitalisation boursière des entreprises cotées dans le PIB (voir sous-section I.1 du chapitre 2).

Somme toute, la *fiscalité de l'investissement* est une composante de la notion plus large de « coût de faire des affaires » dans un territoire (encore appelée climat d'investissement). Or, le coût de faire des affaires était déjà pris en compte à travers la variable explicative supplémentaire d'*indice de liberté d'entreprendre* au sein de l'équation que nous régressions lors de l'étude globale de localisation des *greenfields* (voir sous-section I.2 du chapitre 2). En conséquence, à la place d'une mesure précise de la fiscalité de l'investissement, nous inclurons plutôt l'*indice de liberté d'entreprendre* (BUSFREE) – décrit dans la sous-section I.2 du chapitre 2 – dans notre spécification consacrée à déterminer les *investissements productifs*. Bien entendu, nous nous attendons à ce qu'un climat d'investissement plus favorable améliore les performances d'un pays en termes de créations d'activités nouvelles, quelle que soit l'origine de ces dernières.

S'agissant des *conditions d'obtention de crédit*, il va de soi qu'un élément crucial dont va dépendre le niveau d'*investissements productifs* des entreprises d'un pays, tout du moins de celles qui n'ont pas accès aux marchés de financement mondiaux, est le coût d'emprunt national (soit le taux d'intérêt auquel les banques accordent des prêts). Or ce coût d'emprunt national, via les mécanismes de marché, peut être considéré comme une fonction décroissante à long terme de la *quantité d'épargne dont dispose une économie* (sur ce point, voir notamment Orr, Edey et Kennedy (1995)). Quoi qu'il en soit, cette variable nous semble pertinente en tant que telle dans l'analyse du phénomène étudié. Ainsi, nous remplaçons la variable explicative du *taux de croissance de l'épargne brute* – qui était incluse au sein des régressions *greenfields* – par celle du *taux d'épargne brute* (S) dans notre spécification vouée à l'explication des *investissements productifs*. Pour mémoire, nos données sur l'épargne nationale proviennent de la base de données World Development Indicators de la Banque Mondiale. Théoriquement, cette variable du *taux d'épargne brute* devrait exercer une influence positive sur les *investissements productifs* d'un pays en rendant le coût de leur financement moins cher.

Du reste, il est à noter que, si la *croissance de l'épargne* pouvait se trouver aux côtés de la *part de la consommation totale dans le PIB* en tant que variable explicative de nos régressions *greenfields*, il n'en va plus de même concernant le *taux d'épargne brute* dans notre équation vouée à expliquer les *investissements productifs*. En effet les variations de la part de la consommation dans le PIB d'un pays impliquent *de facto* des variations proportionnelles en sens inverse de son taux d'épargne. Ceci se voit illustrer par le coefficient de corrélation de -0.94 entre ces deux variables qui est obtenu lorsque

nous tentons tout de même de les inclure ensemble dans une même estimation<sup>319</sup>. Par conséquent, la *part de la consommation dans le PIB* sera exclue de notre équation économétrique dédiée à l'explication des *investissements productifs*.

De la même manière, la *variable à expliquer retardée* des *investissements productifs* s'avère extrêmement corrélée, de manière positive cette fois, au terme dépendant non retardé (le coefficient de corrélation entre ces deux variables est de 0.96<sup>320</sup>). Autrement dit, la *part de la formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, dans le PIB* des pays est relativement stable d'année en année. En conséquence, la *variable à expliquer retardée* capte une grande partie du pouvoir explicatif des autres régresseurs dès lors qu'elle est incluse au sein d'une estimation de détermination des *investissements productifs*. C'est la conclusion à laquelle nous parvenons après avoir testé des modèles autorégressifs dont les résultats ne sont pas satisfaisants statistiquement. De fait, nous n'intégrerons pas la *variable à expliquer retardée* dans la spécification que nous construisons présentement.

De plus, à l'exception de l'*indice de liberté d'entreprendre* dont nous avons parlé plus haut, les autres variables supplémentaires que nous testions à travers les régressions *greenfields* de l'étude globale (voir sous-section I.2 du chapitre 2), à savoir le *taux d'inflation*, la *part de fioul dans les exportations totales de marchandise*, le *taux d'endettement*, ainsi que l'*indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme*, ne seront pas retenues dans l'équation économétrique vouée à l'explication des *investissements productifs*. Deux raisons sont à la base de leur mise à l'écart. D'une part ces variables supplémentaires ne sont pas citées parmi la liste des déterminants principaux des *investissements productifs* selon les études standards sur cette question, d'autre part elles n'apparaissent pas comme des facteurs d'attractivité de *greenfields* significatifs (bien que le *taux d'endettement public* apparaissait utile dans l'explication des IDE; voir sous-sections II.2 et II.3 du chapitre 2 ainsi que la section II du chapitre 3).

En revanche, toutes les autres variables explicatives qui faisaient partie de l'estimation économétrique de référence des *greenfields* (voir la sous-section I.1 du

---

<sup>319</sup> L'estimation pour laquelle nous avons tenté cette expérience est celle des *investissements productifs* dans 15 pays de l'OCDE entre 1995 et 2010 (voir le **tableau 31** de la sous-section III.2.1).

<sup>320</sup> Voir note 319 précédente.

chapitre 2) sont conservées au sein de la régression que nous consacrons aux *investissements productifs*. Nous y retrouvons donc, bien entendu, le *taux de change réel* (R), mais aussi le *taux de croissance du PIB réel retardé* (GROW<sub>t-1</sub>), le *taux d'ouverture* (OPEN), le *taux de chômage* (UNEMP) ainsi que la *part de la capitalisation boursière des entreprises cotées en bourse dans le PIB* (CAPIT).

Au final, notre équation économétrique vouée à l'explication des *investissements productifs* se présente donc sous la forme :

$$IPROD_{i,t} = \alpha + \beta_1 GROW_{i,t-1} + \beta_2 OPEN_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 UNEMP_{i,t} + \beta_5 CAPIT_{i,t} + \beta_6 Si,t + \beta_7 BUSFREE_{i,t} + u_{i,t}$$

Où  $u_{i,t}$  est le terme de l'erreur ; les indices  $i$  et  $t$  représentant respectivement le pays d'accueil et l'année  $t$ .

### III.1.2 Champ d'application de notre analyse économétrique sur les investissements productifs

Comme nous l'avons mentionné dans la sous-section III.1.1 précédente, la variable de « formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, en volume » proposée par l'OCDE n'est malheureusement, pour le moment, disponible que pour 17 pays développés. Ces pays sont les suivants : l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, la Corée du sud, le Danemark, les Etats-Unis, la Finlande, la France, l'Islande, le Japon, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, les Pays-Bas, la Suède, le Royaume-Uni et la Suisse. Néanmoins, parmi eux, il en est deux qui sont susceptibles de fausser les résultats compte tenu de la place qu'occupe le secteur bancaire et financier dans leur économie : il s'agit de l'Islande et de la Suisse.

En effet, selon les statistiques de l'OCDE, l'Islande est le pays membre de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique qui possède, en moyenne entre 1998 et 2010, la plus grande part d'activités d'intermédiation financière et de marché immobilier dans la valeur ajoutée réelle totale (7,31% contre seulement 3,61%

pour l'ensemble de la zone OCDE). La Suisse, quant à elle, fait partie des plus grands « centres financiers offshores »<sup>321</sup> parmi les économies avancées. C'est en tout cas ce que démontrent les travaux de Zoromé (2007, pp.15-16). Or, les activités financières, et à plus forte raison celles qui sont les plus douteuses, ne sont pas comprises dans la notion d'activité productive entendue par Lafay (2004a, 2004b). C'est la raison pour laquelle nous ne retiendrons ni l'Islande ni la Suisse dans notre échantillon de pays lié à notre étude empirique du comportement des *investissements productifs*.

Par conséquent, notre analyse sur les *investissements productifs* portera sur les 15 pays de l'OCDE restants pour lesquels nous disposons de données sur la « formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, en volume ». Ces derniers sont répertoriés dans le **tableau 30** suivant en fonction de leur appartenance ou non à l'Union Economique et Monétaire européenne. Il est intéressant de remarquer que la totalité de ces quinze économies était déjà comprise dans la couverture géographique associée à notre étude globale des déterminants de localisation des *greenfields* (voir la sous-section II.1 du chapitre 2).

**Tableau 30 : Présentation des quinze pays de l'OCDE objets de notre analyse sur les *investissements productifs***

Pays non membres de la zone euro	Etats membres de la zone euro
Australie Canada Corée du sud Danemark Etats-Unis Japon Nouvelle-Zélande Norvège Royaume-Uni Suède	Allemagne Belgique Finlande France Pays-Bas
Pays non membres de la zone euro : 10	Etats membres de la zone euro : 5

<sup>321</sup> Voir sous-section II.4.3 du chapitre 3 pour plus de précisions sur la notion de « centres financiers offshores ».

S'agissant de la période qui sera concernée par notre étude économétrique du comportement des *investissements productifs*, deux raisons nous poussent à retenir la couverture temporelle 1995-2010. La première raison a trait à la disponibilité des données de certaines variables que nous intégrons dans notre nouvelle spécification. Si les statistiques de « formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle, en volume » issues de la base de l'OCDE remontent jusqu'à 1970, il n'en est pas de même de celles correspondant à l'*indice de liberté d'entreprendre* proposées par l'Heritage Foundation. Ces dernières ne sont justement disponibles qu'entre 1995 et 2010 (voir sous-section I.2 du chapitre 2).

La seconde motivation qui nous incite à baser notre cadre analytique sur cette l'étendue temporelle 1995-2010 provient d'un souci de comparaison. En effet, la prise en compte de ces années nous donnera la possibilité de comparer les résultats que nous obtiendrons avec ceux qui prévalaient lors des études que nous avons menées précédemment sur les *greenfields* et les IDE totaux (cf. chapitres 2 et 4). Plus précisément, nous adopterons, dans tous les cas où ce sera possible, le découpage en périodes et sous-périodes qui prévalait au cours de la sous-section II.4 de ce chapitre, à savoir 1995-2010, 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010.

Maintenant que nous avons défini l'équation économétrique qui nous permettra d'expliquer au mieux les *investissements productifs*, ainsi que le champ d'application sur lequel nous comptons la tester, il nous reste à présenter et à analyser les résultats auxquels nous parvenons après régression.

### **III.2 L'impact du taux de change réel sur les *investissements productifs*, résultats empiriques**

La régression de l'équation économétrique que nous venons de présenter (sous-section III.1 de ce chapitre) va nous permettre d'évaluer empiriquement l'influence du taux de change réel sur les *investissements productifs* d'un territoire. Il nous sera ainsi possible de vérifier si cette influence est bien négative comme le suggère l'approche de Lafay (2004a, 2004b) et comme le laissent supposer nos résultats sur les *greenfields* et les

IDE (voir section II du chapitre 3). Pour ce faire, nous appliquerons, dans un premier temps, notre nouvelle estimation sur les *investissements productifs* des quinze pays de l'OCDE de notre échantillon pour les périodes et sous-périodes retenues (III.2.1). Il conviendra, dans un second temps, d'analyser si les résultats auxquels nous parvenons sont du même ordre dès lors que nous ne gardons que des pays d'accueil partageant une monnaie unique (III.2.2).

### *III.2.1 Application de la régression des investissements productifs sur l'ensemble de l'échantillon OCDE entre 1995 et 2010*

Les résultats obtenus à travers nos régressions des *investissements productifs* de l'échantillon OCDE sur les périodes 1995-2010, 1998-2010, 1998-2003 et 2004-2010 sont présentés dans chacune des colonnes du **tableau 31**. Les nombres d'observations, compris entre 86 et 227, sur lesquels s'appuient les estimations économétriques en données de panel sont suffisamment élevés pour pouvoir utiliser l'estimateur *pooling* (l'ensemble des tests que nous avons effectués de *pooling* contre effets fixes nous conduisent à choisir *pooling*).

**Tableau 31 : Régressions spécifiques déterminant les *investissements productifs* sur la période 1995 - 2010, pays de l'OCDE, données des *investissements productifs* tirées de l'OCDE**

(Variable dépendante : formation brute de capital fixe du secteur privé hors construction résidentielle/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1995-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2003	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 2004-2010
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.17 (2.89)*	0.13 (2.39)*	0.17 (1.97)*	0.17 (2.17)*
<i>Taux d'ouverture</i>	-0.01 (-3.96)*	-0.01 (-4.14)*	-0.01 (-2.78)*	-0.01 (-3.25)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.05 (-7.35)*	-0.05 (-8.13)*	-0.04 (-4.78)*	-0.06 (-6.54)*
<i>Taux de chômage</i>	-0.23 (-3.59)*	-0.16 (-2.47)*	-0.09 (-1.18)	-0.23 (-2.16)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.01 (-4.15)*	-0.01 (-3.51)*	-0.01 (-2.83)*	-0.01 (-2.62)*
<i>Taux d'épargne</i>	0.30 (10.33)*	0.27 (10.24)*	0.28 (7.31)*	0.25 (6.64)*
<i>Indice de liberté d'entreprendre</i>	0.07 (5.09)*	0.09 (6.75)*	0.05 (2.07)*	0.09 (4.25)*
<i>C</i>	8.17 (4.47)*	7.11 (4.23)*	8.71 (3.12)*	9.88 (3.72)*
<b>R2 ajusté</b>	0.56	0.55	0.59	0.55
<b>Nombre d'observations</b>	227	190	86	104
<b>Nombre de Pays</b>	15	15	15	15

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

*Source* : calculs de l'auteur.

Le premier enseignement que nous pouvons tirer des résultats affichés par le **tableau 31** est que la spécification que nous avons retenue apparaît comme étant bien adaptée pour expliquer le comportement des *investissements productifs*. En effet, les R carrés ajustés associés aux régressions présentes (entre 0.55 et 0.59) sont relativement élevés. Le fait que notre échantillon OCDE ne soit composé que de pays développés n'y est peut-être pas anodin. Pour mémoire, les qualités d'ajustement qui prévalaient pour les estimations *greenfields* portant sur les échantillons d'économies avancées d'accueil étaient supérieures à celles qu'obtenaient les estimations des *greenfields* entrants des pays en développement et émergents (voir notamment la sous-section II.4 du chapitre 2). Cela peut être dû à la meilleure qualité des données pour les pays développés.

Dans ce contexte de spécification relativement bien paramétrée, le *taux de change réel* exercerait bel et bien une influence négative et significative sur les *investissements productifs* des 15 pays de l'OCDE retenus entre 1995 et 2010. Notons, de surcroît, que cet effet est en réalité loin d'être négligeable puisqu'il compterait pour 5% dans la localisation des activités productives au sein de notre analyse. De fait, il est supérieur à celui de 1% seulement qui prévalait lorsque nous étudions le comportement des *greenfields* entrants des pays développés entre 2004 et 2010. Un tel résultat se retrouve également en termes d'élasticité. En effet, d'après le coefficient correspondant à la période 2004-2010, une augmentation de 10% du taux de change réel réduirait de 4.7%<sup>322</sup> les *investissements productifs* d'un pays de l'OCDE (alors qu'elle diminuerait de 3.5% les *greenfields* entrants d'un pays développé). Puisque les *investissements productifs* globaux réagissent davantage que les *greenfields*, nous en déduisons que les *investissements productifs* domestiques doivent être plus sensibles que les *investissements productifs* d'origine étrangère (qui s'apparente aux *greenfields*). Par ailleurs, nous pouvons remarquer, grâce aux régressions de sous-périodes, que l'impact négatif du *taux de change réel* sur le choix du lieu d'implantation des activités productives a tendance à se renforcer avec le temps. Peut-être est-ce dû au fait que la dernière sous-période 2004-2010 a connu une crise économique mondiale aiguë lors de laquelle les entreprises ont davantage cherché à faire des économies de coût de production pour survivre (voir sous-section II.4.1 du chapitre 2). Quoi qu'il en soit, les résultats que nous obtenons ici soutiennent parfaitement l'approche théorique de Lafay selon laquelle un taux de change

---

<sup>322</sup> Ce résultat est obtenu grâce à la moyenne des parts d'investissements productifs dans le PIB du groupe de pays OCDE qui s'élève à 12.86% entre 2004 et 2010.

réel élevé nuit à l'attractivité d'un territoire vis-à-vis des *investissements productifs*. Le fait que l'effet est sensiblement plus élevé dans le cas de l'*investissement productif* (par rapport aux *greenfields*) vient conforter cette même approche en confirmant que la variable la plus pertinente à observer – si elle était disponible pour un grand nombre de pays – est bien celle de l'*investissement productif* plutôt que toute autre. Du reste, c'est cette limitation drastique des données disponibles qui nous a fait choisir d'autres variables expliquées qui constituent, en partie, des « *proxy* ».

S'agissant des autres variables explicatives considérées, il est à souligner que celles que nous avons spécialement rajoutées pour mieux appréhender les *investissements productifs*, et qui constituent en quelque sorte des variables de contrôle (le *taux d'épargne* et l'*indice de liberté d'entreprendre*) se voient attribuer des résultats très satisfaisants à travers les régressions de l'étude présente. Avec un coefficient positif et significatif compris entre 0.25 et 0.30, le *taux d'épargne brute* apparaît ainsi comme étant le déterminant le plus important de localisation des activités productives au sein de notre échantillon OCDE entre 1995 et 2010. En d'autres termes, la possibilité d'accéder à des liquidités locales abondantes, et ce à moindre coûts, stimule grandement la création d'activités productives sur un territoire. Ceci serait d'autant plus vrai que le pays en question garantit un climat d'investissement favorable. C'est en tout cas ce qu'indique l'influence positive et significative que chacune de nos estimations d'*investissement productif* accorde à l'*indice de liberté d'entreprendre*. Plus précisément, cette variable compterait pour 7% dans l'attractivité d'un territoire vis-à-vis des activités productives, influence qui semble s'accroître ces dernières années. Rappelons ici que le climat d'investissement n'apparaissait pas comme jouant un rôle sur la localisation des *greenfields* lors de nos analyses empiriques des sections II et III du chapitre 2, ce qui là encore constitue un résultat important en tant que tel. Nous en inférons que le coût de faire des affaires a avant tout un impact sur la création des activités productives domestiques. Par ailleurs, ces deux résultats s'accordent parfaitement avec l'article de Joly (1987) qui place les conditions d'obtention de crédit et la fiscalité de l'investissement parmi les principaux déterminants de l'*investissement productif* (voir sous-section III.1.1 de ce chapitre).

Au-delà d'évaluer l'impact du taux de change réel sur les *investissements productifs* totaux, l'examen économétrique présent nous permet donc de constater que les *investissements productifs* domestiques ne réagissent pas de la même manière que les

*investissements productifs* transnationaux. Les coefficients du **tableau 31** associés aux variables explicatives du *taux d'ouverture* et du *taux de chômage* viennent confirmer cette affirmation. En effet, bien qu'affichant des niveaux comparables, ils arborent des signes différents de ceux qui étaient accordés à leurs homologues lors de l'étude sur les *greenfields* entrants des pays développés (voir sous-section II.4.1 du chapitre 2).

Ainsi, alors que le *taux d'ouverture* semblait jouer légèrement positivement sur la localisation des *investissements productifs* transnationaux entre 2004 et 2010, ce même indicateur économique apparaît ici comme dissuadant légèrement les *investissements productifs* totaux sur chaque période considérée. Ce résultat suggère que l'effet bénéfique des mesures protectionnistes vouées à protéger les activités productives locales serait supérieur en termes d'*investissement productif* à celui, négatif, que de telles politiques exerceraient sur les *greenfields* reçus. Toutefois, cet impact du *taux d'ouverture* sur les activités productives d'un pays reste très faible. En revanche, celui du *taux de chômage* s'avère autrement plus important, tout du moins dans le cadre de notre champ d'application. Pour mémoire, le *taux de chômage*, ou plutôt la disponibilité d'une main d'œuvre moins exigeante en salaires, se révélait être un important facteur d'attractivité des pays développés à travers nos études économétriques sur les *greenfields* (sous-sections II.4.1 et III.2.3 du chapitre 2). Or, au contraire, cette même variable semble ici décourager fortement les *investissements productifs* d'un pays de l'OCDE, exception faite de la première sous-période 1998-2003. Ce résultat n'est pas surprenant à partir du moment où on suppose que le taux de chômage d'une économie est en grande partie dû aux mauvaises performances de ses entreprises domestiques. Ceci expliquerait pourquoi ces dernières n'engageraient pas d'*investissement productif* dans un contexte de fort taux de chômage contrairement à certaines firmes multinationales étrangères qui profiteraient de la situation et des salaires pressurés vers le bas que celle-ci permet.

Ceci étant dit, toujours d'après nos analyses empiriques, le comportement des *investissements productifs* totaux semble rejoindre celui des seuls *greenfields* sur deux points. Premièrement, contrairement aux IDE, ces deux mesures de création d'activités apparaissent comme étant fortement stimulées par un *taux de croissance retardé*<sup>323</sup> élevé. Comme nous l'avons développé lors de la sous-section I.1 du chapitre 2 ceci viendrait du

---

<sup>323</sup> Il est à noter que, contrairement aux *greenfields*, les *investissements productifs* apparaissent également comme sensibles, quoique de manière moindre, au *taux de croissance non retardé*. Ceci est cohérent étant donné qu'une création d'activité domestique nécessite vraisemblablement moins de temps d'élaboration qu'une création d'activité à l'étranger.

fait que les *investissements productifs* demandent un certain temps pour se mettre en place, ce qui fait que les performances économiques sur lesquelles se basent leur adoption peuvent changer au moment de leur engagement. Quoi qu'il en soit, nos régressions montrent que le *taux de croissance du PIB réel retardé* compte à hauteur de 17% dans l'attractivité d'un territoire vis-à-vis des activités productives entre 1995 et 2010. A l'instar de beaucoup d'études sur les *investissements productifs*, la demande anticipée fait donc bien partie des principaux déterminants des *investissements productifs* (voir sous-section III.1.1).

Deuxièmement, contrairement aux IDE, les *greenfields* et les *investissements productifs* sont tous deux plus volontiers entrepris dans des territoires caractérisés par une faible concentration du capital. Ceci se traduit par les coefficients faiblement négatifs et significatifs de la *part de la capitalisation boursière dans le PIB* affichés par les **tableaux 6 et 31**. Autrement dit, les marchés avancés dont la concurrence est la moins rude sont légèrement plus à même de voir se développer des activités productives nouvelles. En outre, ces activités productives, de par leur nature moins volatile, se montrent insensibles à l'effet liquidité véhiculé également par la variable de *part de la capitalisation boursière dans le PIB* (voir sous-section II.1.2 du chapitre 3).

Finalement, notre étude économétrique démontre que le taux de change réel exerce bien une influence négative sur les *investissements productifs* des pays de l'OCDE entre 1995 et 2010. De plus, elle souligne que, bien qu'affichant certaines similitudes, les activités productives domestiques ne se comportent pas de la même manière que les activités productives transnationales. L'ensemble de ces résultats est très stable dans le temps. Il nous reste maintenant à analyser si de tels résultats se retrouveront dans une analyse par sous-groupes de pays d'accueil qui puisse nous permettre notamment de distinguer les Etats membres de la zone euro.

### III.2.2 Application de la régression des investissements productifs sur des groupes de pays en fonction de leur appartenance à la zone euro entre 1995 et 2010

L'impact négatif du taux de change réel sur les *investissements productifs* auquel nous parvenons empiriquement dans la sous-section III.1.2 précédente tient-il toujours lorsque l'échantillon OCDE retenu est limité aux seuls pays de la zone euro ? En d'autres termes, est-ce que les écarts des prix nationaux expliquent le comportement des activités productives dans une région partageant la même monnaie ? Il s'agit là, on en conviendra, d'une question fort débattue – pas toujours avec des arguments statistiques solides – et qui est d'une grande importance ! L'étude que nous avons menée sur les *greenfields* démontrait que les créations d'activités transnationales ne commençaient à considérer les taux de change réel comme critère d'implantation au sein de la zone euro qu'à partir de la mise en place de la monnaie unique et de la fin concomitante du processus de convergence des prix relatifs intra-zones (voir sous-section III.2.4 du chapitre 2), ce qui constituait un résultat passionnant. Il s'agit à présent d'analyser s'il en va de même s'agissant des *investissements productifs* totaux.

Pour ce faire, nous appliquons notre spécification explicative des *investissements productifs* au groupe des 5 Etats membres de la zone euro présents dans notre échantillon OCDE ainsi qu'à celui des 10 autres pays n'en faisant pas partie, et ce sur les périodes 1995-2010, 1998-2010 et 1999-2010. Il nous faut souligner que, compte tenu du peu de pays qui constituent le groupe de la zone euro lié à cette étude, les nombres d'observations sur lesquels s'appuient les régressions correspondantes, compris entre 57 et 71, sont suffisants bien que notablement plus faibles qu'auparavant (nous avons effectué plusieurs tests de robustesse concluants, notamment en modifiant certaines des variables utilisées).

**Tableau 32 : Régressions spécifiques déterminant les *investissements productifs* sur la période 1995 - 2010, groupe de pays hors zone euro/zone euro, données**

***Investissements productifs de l'OCDE***

(Variable dépendante : formation brute de capital fixe du secteur privé hors construction résidentielle/PIB, résultats des tests en *pooling*)

Noms des variables	Pays de l'échantillon OCDE hors zone euro			Pays de l'échantillon OCDE zone euro		
	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1995-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1999-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1995-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1999-2010
<i>Taux de croissance</i>	0.19 (2.30)*	0.15 (1.88)**	0.15 (1.87)**	0.13 (2.58)*	0.18 (3.97)*	0.20 (4.39)*
<i>Taux d'ouverture</i>	-0.01 (-1.78)**	-0.01 (-2.33)*	-0.02 (-2.61)*	0.02 (5.55)*	0.02 (6.51)*	0.02 (6.81)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.05 (-6.82)*	-0.06 (-7.57)*	-0.06 (-7.53)*	-0.006 (-0.45)	-0.01 (-0.83)	-0.01 (-1.07)
<i>Taux de chômage</i>	-0.29 (-2.23)*	-0.19 (-1.33)	-0.20 (-1.28)	0.14 (2.65)*	0.24 (4.66)*	0.28 (5.43)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.01 (-2.48)*	-0.009 (-2.10)*	-0.009 (-1.83)**	0.002 (0.76)	0.00005 (0.01)	-0.00007 (-0.02)
<i>Taux d'épargne</i>	0.32 (8.26)*	0.30 (8.78)*	0.31 (8.41)*	-0.07 (-1.31)	-0.08 (-1.67)**	-0.08 (-1.72)**
<i>Indice de liberté d'entreprendre</i>	0.09 (4.23)*	0.12 (5.70)*	0.13 (5.77)*	0.02 (1.70)**	0.02 (2.06)*	0.03 (2.34)*
C	6.67 (2.35)*	4.99 (1.93)**	4.71 (1.75)**	7.85 (4.90)*	7.57 (5.34)*	7.15 (5.09)*
<b>R2 ajusté</b>	0.59	0.59	0.59	0.36	0.49	0.55
<b>Nombre d'observations</b>	156	129	119	71	61	57
<b>Nombre de Pays</b>	10	10	10	5	5	5

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Nous pouvons remarquer que les résultats des régressions portant sur les *investissements productifs* du groupe de pays « hors zone euro » sont quasiment identiques à ceux auxquels parvenaient nos estimations lorsque l'ensemble de l'échantillon OCDE était retenu (voir sous-section III.1.1 de ce chapitre), ce qui est rassurant. En conséquence, nous concentrerons notre analyse sur les créations d'activités productives *au sein des cinq Etats membres de l'UEM*. Cependant, il est à noter que, à l'instar de notre étude sur les *greenfields* entrants européens (sous-sections III.2.3 et III.2.4 du chapitre 2), la qualité d'ajustement des estimations « zone euro » présentées dans le **tableau 32** est inférieure à celle des estimations « hors zone euro ». Ceci découle notamment du fait qu'une partie des régresseurs de notre spécification perdent leur significativité dans l'examen des seuls Etats partageant la monnaie unique.

C'est notamment le cas du *taux de change réel*. En effet, d'après notre étude économétrique, les prix relatifs ne feraient plus partie des déterminants des *investissements productifs* lorsque les seuls pays de la zone euro de notre échantillon OCDE sont considérés, et ce quelle que soit la période retenue. Ceci signifierait alors que du fait de la monnaie unique, les écarts de coûts de production entre ces pays ne sont pas assez importants pour conférer un avantage à l'un d'eux en termes d'attractivité vis-à-vis des activités productives. Ce qui irait en quelque sorte à l'encontre de l'idée souvent évoquée, en particulier actuellement, de dangereuses divergences de coût de production entre les membres de la zone euro. Les résultats étaient plus favorables à cet effet dans le cas des *greenfields* entrants de l'Union Economique et Monétaire pour lesquels, comme nous l'avons évoqué plus haut, les créations d'activités transnationales à destination de l'UEM commençaient à devenir négativement sensibles au *taux de change réel* à partir de 1999, date à laquelle prix relatifs intra-zones ont cessé de converger, voire même ont commencé à diverger légèrement (cf. sous-section III.2.4.1 du chapitre 2).

Toutefois, nous disposons à cet égard, et pour expliquer ce résultat paradoxal (dans le cas des *investissements productifs*), d'une explication qui semble évidente. En effet, il convient de rappeler que l'examen économétrique sur les *greenfields* portait sur un échantillon d'Etats membres de la zone euro autrement plus grand et hétérogène que les cinq pays que nous retenons ici (voir sous-section III.2.4 du chapitre 2). Or, ces cinq pays sont certainement très homogènes. Ils n'incluent pas les pays les plus « divergents » de la zone euro. Il est donc parfaitement cohérent qu'on ne puisse voir apparaître clairement un effet significatif de ces mêmes divergences. A nos yeux, et compte tenu de

l'ensemble des résultats de cette sous-section III.2.2, il fait peu de doute que, si nous disposions des données pour les autres pays de la zone euro, les résultats conduiraient certainement à mettre en relief l'influence négative du taux de change réel. Du reste, nous pouvons tout de même constater une tendance au renforcement avec le temps des coefficients négatifs du *taux de change réel* à travers les différentes régressions d'*investissement productif* « zone euro » (même si la significativité est très faible).

Tout ceci nous conduit donc à penser que, même si les écarts de prix relatifs ne semblent pas jouer négativement sur la localisation des activités productives parmi les cinq Etats membres de l'UEM que nous considérons ici entre 1995 et 2010, il en irait probablement autrement pour une analyse similaire portant sur davantage de pays partageant la monnaie unique et/ou sur des périodes plus récentes (qui ne sont pas envisageables eu égard au nombre trop faible de données).

Il est à noter que le comportement des *investissements productifs* des cinq Etats membre de l'UEM se distingue également de celui des *investissements productifs* des autres pays de notre échantillon OCDE quant aux autres variables que le taux de change réel. En effet, les résultats présentés dans le **tableau 32** soulignent que les coefficients de certaines autres variables explicatives de notre spécification se voient attribuer des signes et des significativités contraires selon le groupe de pays « zone euro » ou « hors zone euro » étudié.

Le *taux de chômage*, par exemple, qui apparaissait comme dissuadant fortement les *investissements productifs* de l'ensemble de l'échantillon OCDE entre 1995 et 1998, semble, au contraire, être l'un des stimulateurs les plus importants de ces investissements à l'intérieur des 5 économies partageant la monnaie unique. Nous pensons que l'explication de cette influence opposée selon le groupe de pays considéré passe par les écarts de coûts des facteurs de production. En effet, les Etats membres de l'euro ont, de fait, des prix relatifs plus homogènes que les autres pays de l'OCDE. Comme nous venons de le voir, ceci s'est notamment traduit par le manque d'influence du *taux de change réel* sur les activités productives des pays de l'UEM. En conséquence, les entreprises sont susceptibles de rechercher les territoires de la zone euro où elles auront un plus fort pouvoir de négociation salariale pour implanter leurs nouvelles (ou relocaliser leurs) activités productives. Ceci expliquerait pourquoi le *taux de chômage* exercerait un impact positif sur ces dernières seulement dans le cas des cinq pays

partageant la monnaie unique. Notons, de surcroît, que ce phénomène a tendance à se renforcer avec le temps et qu'il se rencontre également chez les *greenfields* entrants de la zone euro (voir sous-sections III.2.4.1 et III.2.4.2 du chapitre 2).

De la même manière, le *taux d'ouverture* qui exerçait une influence légèrement négative sur les activités productives de l'ensemble de l'échantillon OCDE, se voit accorder un coefficient légèrement positif et significatif par chacune des régressions « zone euro » du **tableau 32**. Selon nous, deux raisons peuvent être à l'origine de cette inversion de signe. *Primo*, si le protectionnisme peut encourager le développement d'activités productives d'un pays, un tel effet peut difficilement se déclarer au sein d'un groupe d'économies partageant la même politique commerciale, en l'occurrence celle de l'Union Européenne. *Secundo*, comme nous l'avions démontré lors de notre étude sur les *greenfields* entrants de la zone euro (sous-section III.2.4 du chapitre 2), il semblerait qu'une grande partie des créations d'activités au sein de l'UEM – tout du moins celles d'origine étrangère – considère le marché européen (ou des pays ayant adopté la monnaie unique) plutôt que le marché national. Dans ce cas, il ne serait pas surprenant que les Etats membres possédant les caractéristiques les plus favorables pour desservir la région (qui sont susceptibles d'être ceux affichant le *taux d'ouverture* le plus élevé) connaissent davantage d'activités productives. Quoi qu'il en soit, cet effet serait assez faible puisque le taux d'ouverture ne compterait qu'à hauteur de 2% dans l'attractivité des activités productives à l'intérieur de la zone euro entre 1995 et 2010.

Le *taux d'épargne*, quant à lui, qui était le déterminant d'*investissements productifs* le plus influent de notre spécification s'agissant de l'ensemble de l'échantillon OCDE, exerce ici un impact *négatif* assez important et significatif au seuil des 10% sur les créations d'activités productives des Etats membres de la zone euro entre 1998 et 2010. Ici encore, les propriétés d'une monnaie unique sont à la base d'un tel revirement de résultat. En effet, étant donné que l'autorité monétaire commune de l'Allemagne, la Belgique, la Finlande, la France et le Pays-Bas est la Banque Centrale Européenne, les coûts d'emprunts proposés à l'intérieur de ces pays ne sont plus dépendants (à long terme) de leur taux d'épargne national mais plutôt du taux d'épargne de l'intégralité de la zone euro. Dans un tel contexte, les créations d'activités productives sont plus à même d'apparaître dans les pays qui dépensent davantage leur revenu aujourd'hui plutôt que dans ceux qui préfèrent remettre leur consommation à plus tard. D'où le signe négatif plutôt que positif qui est attribué aux coefficients du taux d'épargne à travers les

régressions d'*investissements productifs* du groupe « zone euro » sur les périodes 1998-2010 et 1999-2010.

Une dernière différence entre les résultats des régressions « zone euro » et ceux des régressions « hors zone euro » du **tableau 32** se situe au niveau de la variable de la *part de la capitalisation boursière des entreprises cotée en bourse dans le PIB*. Alors que les *investissements productifs* du groupe des 10 pays de l'OCDE possédant leurs propres monnaies semblent légèrement stimulés par les marchés où la concentration du capital – et donc la concurrence – est moindre entre 1995 et 2010, il n'en irait pas de même s'agissant des *investissements productifs* des Etats membres de l'UEM. Il est à noter que ce comportement caractériserait principalement les activités productives *domestiques* des pays de la zone euro. En effet, *la part de la capitalisation boursière dans le PIB* apparaissait comme exerçant une légère influence *négative* sur les *greenfields* entrants des Etats membres entre 1998 et 2010 (voir sous-sections III.2.4.1 et III.2.4.2 du chapitre 2). Nous ne disposons pas pour le moment d'une explication satisfaisante de ce phénomène qui est peut être expliqué simplement par la limitation des données.

En revanche, au même titre que ceux des pays hors zone euro de l'échantillon OCDE, les *investissements productifs* des Etats membres de la zone euro sont positivement sensibles au *taux de croissance retardé* et à l'*indice de liberté d'entreprendre* entre 1995 et 2010. Ceci confirme que le dynamisme du marché est bien l'un des déterminants les plus importants de la création d'activités productives dans un territoire. Cette variable compterait ainsi pour 20% dans la localisation des activités productives parmi les économies de la zone euro entre 1999 et 2010. Sans compter que cette influence n'a de cesse de croître depuis 1995. De la même manière, le climat d'investissement, même s'il a un impact moindre sur les *investissements productifs* parmi les seuls Etats membres de l'UEM entre 1995 et 2010, se révèle être un facteur d'attractivité non négligeable quel que soit l'échantillon considéré. Ces résultats parfaitement cohérents montrent d'une part la relative fiabilité de notre analyse économétrique, d'autre part ils ont tout de même une grande importance puisqu'ils confirment l'existence d'un problème européen bien connu et l'enjeu que représente les réformes structurelles pour les Etats membres. Enfin, il n'est pas sans intérêt de disposer des chiffres précis de ces effets (qui sont élevés).

\*\*\*\*\*

En résumé, cette section III nous a permis de construire et de tester une nouvelle spécification économétrique destinée à mieux appréhender les *investissements productifs*, et notamment leur réaction vis-à-vis du *taux de change réel*. Plus précisément, nous avons modifié notre équation initialement conçue pour expliquer les *greenfields* afin de la rendre plus appropriée pour déterminer les *investissements productifs*. Pour ce faire, nous avons notamment inclus deux nouvelles variables explicatives dans l'estimation.

De notre analyse empirique portant sur 15 pays de l'OCDE entre 1995 et 2010, il ressort très généralement que les prix relatifs exercent effectivement une influence négative sur la création d'activités productives d'un pays, ce qui constitue un résultat important et une contribution de notre travail au débat et à la littérature sur ces questions. Certes, cette influence perd sa significativité dès lors que nous recentrons notre champ d'application sur les seuls pays de l'échantillon partageant la monnaie unique européenne. Cependant, plusieurs signes observés au cours de ce travail nous suggèrent que le taux de change réel jouerait probablement négativement sur la localisation des *investissements productifs* parmi les Etats membres de la zone euro dès lors que des périodes plus récentes et un plus grand nombre de pays pourraient être pris en compte. Peut-être aurons-nous la chance de pouvoir bénéficier dans l'avenir, grâce à l'OCDE, de données sur davantage de pays européens qui nous permettront alors de valider notre hypothèse.

Enfin, nos résultats soulignent que les *investissements productifs* domestiques ne se comportent pas de la même manière que les investissements créateurs d'activités transnationales (ou *greenfields*). En effet, contrairement à ces derniers, les *investissements productifs* totaux semblent pouvoir être stimulés par des mesures protectionnistes et également par de meilleures performances en termes d'emploi du pays considérés.

## IV CONCLUSION DU CHAPITRE 3

Le chapitre 3 entend contribuer à la littérature économique spécialisée en proposant une compréhension approfondie de la logique animant les flux d'investissements directs étrangers totaux ainsi qu'en examinant en détail le rôle du taux de change réel dans l'attractivité d'un pays, notamment vis-à-vis des *investissements productifs*.

Notre premier objectif a été de déterminer, parmi les réactions globales des IDE, celles qui étaient dues à leur composante *greenfield* et celles qui étaient imputables à leur composante fusion-acquisition.

1. L'étape préalable à ce travail a consisté en l'élaboration d'une synthèse historique de l'évolution des flux d'IDE de 1900 à nos jours, notamment à partir des World Investment Report publiés par la CNUCED (section I). Les grandes tendances passées et récentes qui en ont été tirées se révèlent non seulement très instructives mais également très précieuses pour mieux appréhender les résultats économétriques que nous avons obtenus par la suite. Ainsi, tout au long de la première moitié du XX<sup>e</sup> siècle, les IDE furent principalement des *greenfields* coloniaux extractifs et agricoles. Puis, entre 1960 et le début des années 80, ces derniers ont connu une mutation sur le plan géographique et sectoriel. Géographique, car le processus de décolonisation les a redirigés alors vers les pays développés. Sectoriel, parce que le modèle de croissance *industrielle* de la superpuissance américaine a rendu la part du secteur secondaire dominante dans leur composition au cours de la période considérée (sous-section I.1).

L'accroissement spectaculaire qui a touché les nouvelles technologies de l'information et de communication, combiné à la baisse des coûts des moyens de transport ainsi qu'à la vague mondiale de libéralisation, de dérégulation et de privatisation des économies, ont profondément changé la donne au milieu des années 80. Profitant de ces circonstances favorables, les firmes multinationales ont commencé à s'organiser de façon à maximiser les différents avantages proposés aux quatre coins du globe. De fait, un éclatement stratégique de chaque processus de conception, de fabrication et de fonctionnement a vu le jour, redéfinissant par la même occasion le rôle

des IDE. Les recours à ces derniers se sont dès lors largement répandus à travers des délocalisations d'activités gagnant à rester internalisées. D'où leur premier véritable essor, jusqu'en 1997, marqué par quatre grandes caractéristiques encore d'actualité aujourd'hui. Premièrement, la diffusion des NTIC, en facilitant l'échange de service à l'international, a largement concouru à ce que le secteur tertiaire devienne le plus représenté parmi les IDE, devant le secteur manufacturier et le secteur primaire. Deuxièmement, l'accroissement et plus généralement les fluctuations des IDE correspondent pour une grande partie à la montée en puissance du phénomène des fusions-acquisitions qui comptent pour plus de la moitié des investissements transnationaux durables entrepris en 1997. Troisièmement, ces recompositions de capital à l'étranger – achat et vente – sont l'apanage presque exclusif des pays développés, ce qui renforce encore un peu plus leur place de principaux territoires d'origine et d'accueil. Néanmoins, et ce sera notre quatrièmement, la Chine, et dans son sillage toute l'Asie du sud-est, gagne de plus en plus en attractivité à partir de 1997 (sous-section I.2).

Bien que les flux d'IDE internationaux de la période 1998-2010 conservent ces quatre particularités, ils vont tout de même se distinguer par l'ampleur sans précédent de leurs variations (sous-section I.3). En effet, la nature beaucoup plus volatile des fusions-acquisitions dont ils sont majoritairement composés jusqu'en 2008, tout du moins ceux ayant trait aux économies avancées, les rend extrêmement sensibles aux cycles économiques et financiers. C'est en tout cas ce qu'indiquent les deux pics de flux d'IDE atteints en 2000 et en 2007, soit respectivement à l'apogée de la bulle internet et de celle des *subprimes*. La contrepartie de ce phénomène est que la part des recompositions transnationales de capital est automatiquement surreprésentée au sein des IDE en période d'emballlement des marchés boursiers internationaux, ce qui affermit par ricochet le poids des économies avancées comme territoire d'accueil. Bien entendu, un processus inverse prévaut en situation d'effondrement des cours financiers mondiaux. Toujours est-il qu'en dépit de ces mouvements conjoncturels exacerbés, quatre nouvelles tendances lourdes viennent se greffer à celles que nous avons déjà mentionnées. La première est que les flux d'IDE s'accroissent toujours en moyenne sur le long terme, même si cette augmentation n'est pas continue. La deuxième est qu'ils sont de plus en plus émis et reçus par les pays en développement dans leur ensemble, ce privilège n'étant plus seulement réservé à l'Asie du sud-est. La troisième tendance, qui a commencé à se dessiner depuis peu, est qu'ils ne sont plus exclusivement entrepris par des firmes multinationales. Ils ont fini par

susciter, de surcroît, l'intérêt des fonds souverains et des institutions collectives d'investissement. Enfin, la dernière particularité des flux d'IDE est que, même si, *en temps normal*, leur composition sectorielle est toujours largement dominée par les services, nous pouvons remarquer que le secteur primaire y gagne petit à petit en importance alors que le secteur secondaire y poursuit son déclin. En supposant qu'aucun changement majeur ne viendra modifier profondément le fonctionnement économique mondial actuel, ces grandes évolutions récentes nous permettent ainsi de nous faire une idée assez précise de ce à quoi ressembleraient les flux d'IDE internationaux de demain (sous-section I.4).

2. Toutefois, dans l'immédiat, les conclusions de notre synthèse historique nous ont surtout été utiles afin d'interpréter plus justement les résultats économétriques auxquels nous sommes parvenus tout au long de notre étude empirique vouée aux déterminants de localisation des IDE (section II). Au même titre que la majorité de la littérature économique consacrée à ce sujet, la variable dépendante que nous y avons retenue, à savoir les flux d'IDE entrants rapportés au PIB, est issue de la base statistique UNCTADSTAT de la CNUCED. Comme nous l'avons développé dans la sous-section II.1.1 de ce chapitre, ces données comportent deux grandes différences méthodologiques avec celles que nous utilisons pour mesurer les *greenfields* lors du chapitre précédent. Non seulement elles retracent les flux globaux des capitaux transnationaux durables, plutôt que de les décompter projet par projet, mais en plus elles sont comptabilisées en partie double (investissement – désinvestissement). Malheureusement, ces incompatibilités techniques nous ont empêchés de dresser un parallèle direct entre les deux séries, chose qui aurait pu nous permettre d'évaluer avec précision la part des composantes *greenfields* et fusions-acquisitions au sein des IDE.

Néanmoins, si nous n'avons pu en déduire leur proportion, il nous a été possible de distinguer les réactions respectives de ces deux composantes (*greenfields* et fusion-acquisitions) à travers l'outil économétrique (sous-section II.1.2). Pour ce faire, nous avons appliqué la régression de l'étude globale des *greenfields* portant sur l'ensemble de l'échantillon de 64 pays entre 2004 et 2010 (sous-section II.2 du chapitre 2) au cas des IDE. L'idée sous-jacente étant, bien entendu, de comparer les résultats obtenus avec l'utilisation des deux variables endogènes distinctes. Il ressort de cet exercice que les IDE

totaux se comportent bel et bien différemment des *greenfields*, et ce en raison de trois grandes particularités des fusions-acquisitions. En premier lieu, le fait que ces dernières n'impliquent pas la création d'activités et d'emplois nouveaux les rend fort logiquement insensibles aux facteurs de notre équation de base reflétant la disponibilité et les coûts du travail, soit le *taux de chômage* et le *taux de change réel*. Notons que la perte, pour les IDE, de l'influence négative qu'exerçait le *taux de change réel* sur les *greenfields* va dans le sens de l'approche de Lafay (2004a, 2004b) selon laquelle les coûts relatifs auraient essentiellement un impact sur les *investissements productifs*, et non sur les simples recompositions de capital. Autrement dit, un territoire connaissant une augmentation de ses prix relatifs risque de voir son attractivité vis-à-vis des *investissements productifs* étrangers diminuer. En revanche, ceci va à l'encontre des effets richesses de Froot et Stein (1991) et de Blonigen (1997) selon lesquels la relation négative aurait dû concerner principalement les fusions-acquisitions.

En second lieu, en raison de leur plus grande volatilité et dépendance au cycle économique, les IDE totaux réagissent autrement que les *greenfields* aux déterminants financiers. Ainsi, la recherche de liquidité des firmes multinationales projetant d'entreprendre une fusion-acquisition en temps de crise économique fait que le coefficient de *la part de la capitalisation boursière dans le PIB* se voit accorder par nos régressions IDE un signe positif et significatif contraire à celui qu'il arborait tout au long de l'analyse du chapitre 2 portant sur les *greenfields*. En conséquence, dans ce cas précis, l'effet liquidité l'emporte sur le signal dissuasif, annonçant la présence de concurrents puissants, que véhicule également cet indicateur auprès des investisseurs. Par ailleurs, les IDE totaux, davantage volatils que les seuls *greenfields*, quittent plus facilement les pays d'accueil dont les gouvernements sont les plus endettés (ou plutôt les moins solvables). Ajoutons à cela qu'ils sont également plus réguliers d'une année sur l'autre, les refinancements importants de filiales par la maison-mère et/ou les achats de part de capital d'une entreprises étrangères étant plus à même de se répéter annuellement que la création de nouvelles structures de production.

En troisième lieu, compte tenu de leur propension à se mettre en place plus rapidement, les projets de fusion-acquisition s'appuient davantage sur des critères de localisation contemporains plutôt que sur des critères passés ou anticipés. De fait, si l'idée d'investissement et de croissance potentielle à venir que comporte, entre autres, la variable du *taux de croissance de l'épargne brute* était pertinente pour expliquer des

*greenfields* prévoyants, elle perd son sens dans la détermination des flux d'IDE réactifs. En effet, ces derniers préféreront attendre l'arrivée effective des performances économiques avant d'aller s'installer dans la foulée dans le pays correspondant. Pour des raisons similaires, notre régresseur *taux de croissance* n'a plus lieu d'être « retardé » dès qu'il est inclus dans une estimation dont les IDE/PIB correspondent au terme dépendant. Rappelons que cette transformation avait justement été opérée pour mieux prendre en compte le temps de préparation conséquent nécessaire à l'élaboration d'un *greenfield*.

Parallèlement, les variables du *taux d'ouverture* et de la *part du PIB consommée* sont les deux seules de notre équation de base qui influencent positivement et de la même manière les *greenfields* et les IDE entre 2004 et 2010 pour notre échantillon complet. À l'inverse, mis à part celui du *taux d'endettement public*, les coefficients des facteurs supplémentaires (*taux d'inflation, part de fioul dans les exportations totales de marchandise, indices institutionnel et de stabilité politico-social*) échouent, quant à eux, à obtenir de la significativité dans les deux cas. Enfin, trois dernières remarques ont pu être tirées à partir de l'ensemble des résultats obtenus lors de notre comparaison économétrique entre le comportement des IDE et des *greenfields*. Tout d'abord, ces résultats démontrent que les fusions-acquisitions dominent la composition des IDE. Ensuite, ils ne plaident pas pour une motivation distincte (horizontal, vertical et « *export-platform* ») selon la composante d'IDE étudiée (*greenfield* ou fusion-acquisition). Néanmoins, ils mettent en exergue que la régression que nous utilisons pour les *greenfields* n'est plus tout à fait appropriée pour expliquer les IDE totaux.

3. En conséquence, afin de mieux restituer le comportement de localisation des flux d'IDE, nous avons légèrement adapté notre équation initiale aux propriétés des fusions-acquisitions (sous-section II.2.1). Ainsi quatre modifications y ont été apportées : le *taux de chômage* et la *croissance de l'épargne* en ont été enlevés ; le *taux d'endettement public* y a été inclus de façon permanente ; le *taux de croissance* n'y apparaît plus comme retardé ; et les *variables supplémentaires* ont été supprimées. En outre, les données d'IDE de la CNUCED, remontant jusqu'en 1970, nous permettent d'approfondir notre analyse en retenant une couverture temporelle plus étendue. L'équation spécifique nouvellement créée a, dans un premier temps, été appliquée à l'ensemble de l'échantillon global pour la période 1995-2010 et les sous-périodes 1995-

2000, 2001-2006, 2007-2010 (sous-section II.2). Les résultats qui en découlent se sont révélés tout à fait conformes à ceux que nous avons obtenus lors de la comparaison économétrique entre les IDE et les *greenfields*, à ceci près que le taux de croissance *non retardé* apparaît bien comme étant positivement significatif. Par ailleurs, le découpage temporel nous confirme que les fusions-acquisitions sont bien plus sensibles aux grandes crises financières mondiales que les créations d'activités transnationales.

L'étude par catégorie de pays en fonction de leur niveau de développement que nous avons menée par la suite (sous-section II.3) est instructive à plusieurs égards. Tout d'abord, elle nous indique que les IDE s'implantant dans les pays développés se comportent différemment, et revêtent une forme distincte, de ceux allant s'installer parmi les pays en développement. Pour ce qui est des économies avancées, les résultats que nous obtenons sont très proches de ceux qui prévalaient dans le cas de l'ensemble de l'échantillon global, même s'ils soulignent une plus grande sensibilité des IDE totaux aux variables explicatives de notre régression spécifique *en période de crise*. Ceci suggère donc que les pays développés recevraient principalement des IDE sous la forme de fusions-acquisitions, cette forme d'implantation étant plus réactive que les créations d'activités transnationales en temps de difficulté économique. A l'inverse, le comportement de localisation des IDE en direction des pays en développement trahit, quant à lui, quelques similitudes avec celui que nous obtenions pour les *greenfields*. Nous en déduisons donc que la majorité des *greenfields* se dirigent vers ces pays tandis que la majorité des fusions-acquisitions se dirigent vers les pays développés, ce qui confirme l'état des lieux que nous avons fait sur cette question lors de notre présentation historique des IDE (sous-section I.1). Ensuite, les firmes multinationales n'auraient de l'aversion au *taux d'endettement public* que dans le cas où elles désireraient s'implanter dans les économies les moins avancées de notre couverture géographique. Nous en avons déduit que, plus que le stock de dette en soi, c'est la *solvabilité* d'un gouvernement qui importe à leurs yeux. Ajoutons que, il apparaît également que, les IDE totaux pourraient être attirés par une main d'œuvre qualifiée plus dispendieuse dans le cas des pays développés. Un tel résultat souligne que les services occupent une part importante dans la composition sectorielle de ces investissements. En effet, les seules autres régressions conduisant à une telle relation sont celles concernant les *greenfields* tertiaires européens et de la zone euro lors de la section III du chapitre précédent.

Enfin, l'attention particulière que nous avons portée aux nations européennes met en exergue que, comme le soulignait déjà l'étude sur les *greenfields*, les IDE désirant s'installer à l'intérieur de ce continent sont un cas à part (sous-section II.4). Bien que proches de ceux démontrés par l'étude des pays développés, les résultats de l'équation spécifique appliquée à l'Europe dévoilent des investissements transnationaux durables entrants moins réguliers d'une année sur l'autre mais aussi moins « *market seeking* » au niveau national. Un premier affinement de notre analyse au groupe des économies avancées européennes nous permet d'appuyer ces observations tout en apportant quelques éléments d'explications. Il semblerait ainsi que la constance des IDE entrants européens d'année en année ait été mise à mal par la création de la monnaie unique. En outre, leur caractère moins horizontal sur le plan national peut provenir du fait que leur fraction à destination des pays développés européens soit essentiellement de nature « *export-platform* ». En d'autres termes, les firmes multinationales chercheraient avant tout à accéder au marché de l'union plutôt qu'à celui d'un pays membre isolé. La focalisation sur la zone euro seule permet de confirmer pour de bon les éclaircissements qui se devinaient à travers l'étude sur les pays développés européens. Par ailleurs, elle souligne une relation *a priori* paradoxale. Les IDE à destination des Etats membres auraient été indirectement attirés par les territoires d'accueil dont les gouvernements étaient les plus endettés en temps de crise des *subprimes*. Ceci est dû au fait que les centres financiers offshore de la zone ont accueilli un afflux massif de délocalisation fiscale entre 2007 et 2010 alors même que le manque de liquidité de leur système bancaire appelait à un sauvetage public de grande envergure.

Quoi qu'il en soit, la singularité européenne à laquelle nous aboutissons souligne que les critères de localisation d'IDE diffèrent selon les régions étudiées. Par conséquent, les travaux portant sur des couvertures géographiques trop larges gagneraient à enrichir leur analyse en opérant un découpage plus fin à l'échelle régionale.

4. Parallèlement à notre étude empirique du comportement de localisation des IDE, nous avons examiné en détail le rôle du taux de change réel dans l'attractivité d'un territoire. Plus précisément, à côté de l'impact que nos régressions *greenfields* et IDE conféraient aux prix relatifs, nous nous sommes intéressés à l'influence que cette variable pouvaient exercer sur les *investissements productifs* (section III).

Pour ce faire, nous avons, dans un premier temps, apporté quelques modifications à notre spécification *greenfields* de manière à la rendre appropriée pour appréhender les *investissements productifs* d'origine domestique et étrangère. Ces modifications ont consisté en un ajout de l'*indice de liberté d'entreprendre*, en un remplacement de la *croissance de l'épargne brute* et de *la part de la consommation dans le PIB* par le *taux d'épargne brute*, ainsi qu'en l'abandon de la *variable à expliquer retardée*. Chacune de ces transformations a été motivée par le souci de prendre en considération les caractéristiques des créations d'activités productives, quelle que soit leur nationalité. Ces créations d'activités productives, pour leur part, sont représentées par la variable de *formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle* proposée par l'OCDE.

Dans un second temps, nous avons testé cette nouvelle spécification sur un échantillon de 15 pays de l'OCDE entre 1995 et 2010. Les résultats obtenus nous ont permis de constater que les *investissements productifs* domestiques se comportaient différemment des *investissements productifs* transnationaux. Mais aussi, et surtout, notre exercice économétrique démontre que le taux de change réel exerce, en général, un impact négatif sur les *investissements productifs*, et ce de manière robuste et sensible. Plus précisément, une augmentation de 10% des prix relatifs d'un pays de l'OCDE diminuerait de 4.7% ses *investissements productifs*. Il apparaît donc que les prix relatifs ont un impact encore plus prononcé sur les *investissements productifs* que sur les *greenfields* entrants d'une économie. Le seul cas où la relation négative du taux de change réel sur les créations d'activités productives perd sa significativité est celui où l'échantillon n'est constitué que des seuls pays de la zone euro. Cependant, même dans ce dernier cas, nous observons plusieurs signes qui suggèrent clairement que les prix relatifs dissuaderaient les *investissements productifs* dès lors que des données plus récentes et sur davantage d'Etats membres seraient disponibles. Ces résultats contribuent ainsi directement à la littérature portant sur l'importance du taux de change réel dans le jeu d'attractivité des territoires.



# Conclusion générale

---

Depuis les années 80, et l'accélération du processus de mondialisation, la question de l'attractivité des territoires est devenue l'un des principaux thèmes de recherche en économie internationale. Jusqu'à présent, le sujet a surtout été abordé à travers une littérature abondante portant sur les déterminants des investissements directs étrangers. Nous nous sommes inspirés des découvertes fondamentales déjà accomplies par cette littérature pour conduire, dans cette thèse, une analyse comparative approfondie des comportements des deux formes d'IDE (*greenfields*, fusions-acquisitions) et des *investissements productifs*. Nous avons notamment estimé le rôle joué par le taux de change réel dans l'attractivité des économies vis-à-vis de ces trois types d'investissements. Il convient de revenir un peu plus en détail sur les contributions et les résultats de ce travail avant d'en déduire les implications potentielles en termes de politique économique à suivre.

## **I LES CONTRIBUTIONS DE NOTRE TRAVAIL**

1. Au tout début de notre travail, nous avons effectué un *survey* empirique qui nous a permis de retracer les différentes variables utilisées par la littérature économique pour expliquer le comportement des IDE. Il présente chacune d'entre elles de façon détaillée et analyse les effets qui leur sont accordés par les études existantes. Il met en exergue que la question de la spécification la plus adéquate pour étudier les IDE est importante. En effet, certains des déterminants utilisés par cette littérature dénotent une relative instabilité vis-à-vis des changements d'échantillons ou de spécifications. Toutefois, les résultats fondamentaux de ces études empiriques nous fournissent les bases à partir desquelles nous avons pu concevoir notre propre examen économétrique approfondi.

2. Un premier grand apport *empirique* du présent travail réside dans l'analyse économétrique détaillée qu'il entreprend de la détermination des *greenfields* entrants. A notre connaissance, aucune étude existante ne s'est attachée à expliquer

le comportement de localisation des *greenfields* en valeur parmi un large échantillon de pays. A cet égard, nous avons appréhendé la variable dépendante à partir de deux bases de données jusqu'ici peu exploitées, voire ignorées, par la littérature consacrée à l'attractivité des territoires : Le FDI Markets du Financial Times et L'European Investment Monitor d'Ernst & Young. Celles-ci nous ont permis de mener non seulement un examen global couvrant un échantillon important de 64 pays d'accueil entre 2004 et 2010 mais aussi une étude plus approfondie, notamment par secteur d'activité, pour le cas européen sur la période 1998-2010. Les résultats obtenus par une économétrie des données de panel en *pooling* ont ensuite été comparés à ceux auxquels nous parvenions en opérant le même exercice sur des statistiques de flux d'IDE totaux entrants provenant de la CNUCED. Se dégagent de cet exercice les conclusions suivantes :

Premièrement, les deux formes d'IDE ont des comportements de localisation différents. En particulier, seuls les *greenfields*, contrairement aux fusions-acquisitions, sont dissuadés par des taux de change réels élevés, reflétant des coûts relatifs de production importants. En réalité ce résultat est très cohérent étant donné que les *greenfields* engagent, par définition, la création de nouvelles activités et de nouveaux emplois, alors que les fusions-acquisitions représentent de simples recompositions de capital. Par ailleurs, notre examen souligne le caractère plus cyclique et plus réactif des fusions-acquisitions par rapport aux *greenfields*.

Deuxièmement, cette étude montre à quel point les déterminants fondamentaux des *greenfields* et des IDE totaux dépendent considérablement des groupes de pays retenus en fonction de leur niveau de développement, et donc à quel point il est essentiel, dans les examens sur cette question, de différencier de tels groupes, sans quoi les résultats sont trop généraux ou biaisés. Bien entendu, une rigueur similaire devrait aussi s'appliquer aux périodes examinées, et ce d'autant plus qu'elles couvrent une phase de crise économique internationale.

Troisièmement, alors que les créations d'activités transnationales *industrielles* en Europe semblent mues principalement par des motivations verticales (recherche de faibles coûts de production) ou « *export-platform* », celles ayant trait aux *services* apparaissent comme étant animées par des stratégies horizontales (recherche de nouveaux marchés). Cette déduction provient notamment de l'influence différente qu'exerce le taux

de change réel – appréhendant notamment les coûts relatifs – sur les *greenfields* des secteurs secondaire et tertiaire. Si pour les premiers, il joue bien un rôle négatif attendu, il n'a, en revanche, aucun effet sur les seconds, voire même un effet positif dans certains cas (dès lors que les firmes multinationales recherchent une main d'œuvre qualifiée).

3. Une deuxième contribution *empirique* importante de notre thèse a été d'élargir le champ d'analyse de l'attractivité des territoires à l'explication de l'évolution de l'ensemble des *investissements productifs*, qu'ils soient d'origine domestique ou étrangère (*greenfields*). Pour ce faire, nous nous sommes appuyés sur une variable dépendante construite à partir des données de *formation brute de capital fixe du secteur privé, hors construction résidentielle* provenant de la base statistique de l'OCDE. Celle-ci nous a permis d'étudier le comportement des *investissements productifs* de 15 pays de l'OCDE entre 1995 et 2010. En conséquence, nous avons pu évaluer l'impact du taux de change réel sur cette forme particulière d'investissement, chose qui n'avait jamais été entreprise jusqu'à présent. Il ressort de cet examen particulier que le taux de change réel a un impact négatif robuste et sensible sur les *investissements productifs* des pays. Cet impact apparaît même comme étant plus prononcé que celui auquel aboutissait notre étude sur les *greenfields* entrants des pays développés.

Au total, l'ensemble des résultats évoqués nous paraît représenter un apport très substantiel à la littérature empirique disponible sur les facteurs d'attractivité des territoires. Ces résultats, nonobstant la cohérence d'ensemble qu'ils manifestent, sont importants en termes de politique économique pour comprendre dans quelle mesure les investissements étrangers et domestiques durables réagissent à des stimulations très différentes. Ceci nous semble être un point essentiel qui n'est pas toujours pris en compte dans les discussions qu'il nous est donné d'entendre.

## II PROPOSITIONS DE RECHERCHES FUTURES ET IMPLICATIONS

### POLITIQUES DE NOS RESULTATS

Notre étude a démontré les principales différences de comportement de localisation des investissements durables (*greenfields*, IDE totaux et *investissements productifs*), et ce en particulier vis-à-vis du taux de change réel. Nous pensons que ce terrain de recherche gagnerait à être exploré encore davantage dans de multiples directions eu égard aux résultats encourageants auxquels nous parvenons dans notre travail. Nous envisageons trois pistes qui nous permettraient d'enrichir encore, pour l'avenir, ce champ d'analyse.

- A l'image de la grande majorité de la littérature empirique des déterminants des IDE, nous avons analysé ici les facteurs d'attractivité d'un territoire à partir du comportement de ses IDE totaux et de ses *greenfields entrants*. Nous pensons qu'une étude symétrique à partir des investissements transnationaux durables *sortants* mérite également développement. Ceci constitue une prochaine étape que nous comptons entreprendre.

- Il serait très intéressant de pouvoir disposer des mêmes données OCDE sur les *investissements productifs* mais pour davantage de pays, et en particulier pour les pays émergents. Malheureusement, pour le moment, tel n'est pas le cas, et nous sommes en contact avec cette institution pour espérer la voir proposer de telles données à l'avenir.

- Enfin, l'analyse sectorielle que nous menons sur les *greenfields* démontre l'importance de distinguer les facteurs d'attractivité en fonction du secteur d'activité des investissements étudiés. Ce point est d'autant plus important dans le contexte de désindustrialisation des pays développés que nous connaissons aujourd'hui. Il s'agira donc pour nous de le développer davantage en entreprenant notamment une analyse sectorielle sur les IDE totaux et sur les *investissements productifs*.

Le présent travail a analysé, de manière précise et robuste, les principales caractéristiques sur lesquelles les Etats devraient agir pour permettre à leurs territoires d'être plus attractifs à la fois vis-à-vis de la scène internationale et en ce qui concerne les investissements domestiques. Parmi ces caractéristiques, notre travail montre sans ambiguïté que le taux de change réel représente une variable primordiale pour stimuler les *investissements productifs* (d'origine domestique et étrangère) créateurs d'activités et d'emplois. Cette conclusion conduit, de fait, à s'interroger sur la politique caractéristique de la Banque Centrale Européenne qui semble peu se soucier des conséquences qu'un euro fort peut faire subir aux activités productives de la zone, et de certains pays en particulier. Plus globalement, nos résultats mettent en exergue l'importance considérable que doivent jouer les considérations de taux de change réel dans tout système monétaire destiné à fonctionner durablement et adéquatement. Ces considérations ne dispensent pas pour autant de tenir compte de l'ensemble des autres facteurs d'attractivité que notre travail a mis en évidence.

# Bibliographie

---

ADAM Antonis, FILIPPAIOS Fragkiskos (2007) “Foreign Direct Investment and Civil Liberties: A New Perspective”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 23, Issue 4, December, pp. 1038-1052.

AIZENMAN Joshua (1992) “Exchange Rate Flexibility, Volatility and Domestic and Foreign Direct Investment”, *IMF Staff Paper*, Vol. 39, N° 4, December.

AIZENMAN Joshua (1994) “Monetary and Real Shocks, Productive Capacity and Exchange Rate Regimes”, *Economica*, Vol. 61, N° 244, November, pp. 407-434.

AIZENMAN Joshua, SPIEGEL Mark M. (2002) “Institutional Efficiency, Monitoring Costs, and the Investment Share of FDI”, *NBER Working Papers*, N° 9324.

ALFARO Laura, CHARLTON Andrew (2007) “Intra-industry Foreign Direct Investment”, *NBER Working Papers*, N° 13447.

ALONSO-BORREGO César, ARELLANO Manuel (1999) “Symmetrically Normalized Instrumental Variable Estimation Using Panel Data”, *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 17, N° 1, pp. 36-49.

ALSAN Marcella, BLOOM David E., CANNING David (2004) “The Effect of Population Health on Foreign Direct Investment”, *NBER Working Papers*, N° 10596.

ALTSHULER Rosanne, GRUBERT Harry, NEWLON T. Scott (2000) “Has U.S. Investment Abroad Become More Sensitive to Tax Rate?”, NBER Chapters N° 10718, in: James R. Hines, Jr. *International Taxation and Multinational Activity*, pp. 9-38, National Bureau of Economic Research, Inc.

ARELLANO Manuel, BOND Stephen “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies*, Vol. 58, Issue 2, pp. 277-297.

ARTUS Patrick (2010) “Les effets négatifs possibles des politiques fiscales agressives: l'exemple de l'Irlande”, *Flash Economie – Recherche économie*, Natixis, N° 693, Décembre.

ASIEDU Elizabeth, ESFAHANI Hadi S. (2001) “Ownership Structure in Foreign Direct Investment Projects”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 83, Issue 4, November, pp. 647-662.

ASIEDU Elizabeth, LIEN Donald (2011) “Democracy, Foreign Direct Investment and Natural Resources”, *Journal of International Economics*, Vol. 84, pp. 99-111.

AUBIN Christian, BERDOT Jean-Pierre, GOYEAU Daniel, LEONARD Jacques (2006) “Investissements directs américains et européens dans les PECO : quel rôle des effets de change ?”, *Revue Economique*, Vol. 57, N° 4, pp. 771-792.

AUBIN Christian, BRICIU Lucian, ROMOCEA-TURCU Camelia (2008) “The Influence of Foreign Direct Investment on the Central and Eastern European Countries Production Structures”, in M. Bîrsan, G. Hunya et I. Siedschlag eds, *Foreign Direct Investment, Economic Growth and Labour Market Performance: Empirical Evidence from the New EU Countries*, EFES, Cluj-Napoca, Octobre.

AUERBACH Alan J., HASSETT Kevin (1993) “Taxation and Foreign Direct Investment in the United States: A Reconsideration of the Evidence”, NBER Chapters N° 7996, in: Alberto Giovanni, R. Glen Hubbard, and Joel Slemrod *Studies in International Taxation*, pp. 119-148, National Bureau of Economic Research, Inc.

AZRAK Paul, WYNNE Kevin (1995) “Protectionism and Japanese Direct Investment in the United States”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 17, Issue 3, June, pp. 293-305.

BAEK H. Young, KWOK Chuck C.Y. (2002) “Foreign Exchange Rates and the Corporate Choice of Foreign Entry Mode”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 11, Issue 2, pp. 207-227.

BAILEY Martin J., TAVLAS George S. (1991) “Exchange Rate Variability and Direct Investment”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 516, Foreign Investment in the United States, July, pp. 106-116.

BALTAGI Badi H., EGGER Peter, PFAFFERMAYR Michael (2007) “Estimating Models of Complex FDI: Are There Third-Country Effects?”, *Journal of Econometrics*, Vol. 140, Issue 1, pp. 260-281.

BANQUE DE FRANCE (2003) “Les écarts d'inflation dans la zone euro: éléments de quantification et d'analyse”, *Bulletin de la banque de France*, N° 115, Juillet.

BANQUE MONDIALE (1998) *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*, World Bank Latin American and Caribbean Studies, Viewpoints, Washington D.C.

BARRELL Ray, PAIN Nigel (1998) "Trade Restraints and Japanese Direct Investment Flows", *European Economic Review*, Vol. 43, Issue 1, pp. 29-45.

BARRELL Ray, PAIN Nigel (1999) "Domestic Institutions, Agglomerations and Foreign Direct Investment in Europe", *European Economic Review*, Vol. 43, Issue 4-6, April, pp. 925-934.

BARRIOS Salvador, GÖRG Holger, STROBL Eric (2003) "Multinational Enterprises and New Trade Theory: Evidence for the Convergence Hypothesis", *Open Economies Review*, Vol. 14, Issue 4, pp. 397-418.

BATT Rosemary, DOELLGAST Virginia, KWON Hyunji, NOPANY Mudit, NOPANY Priti, DA COSTA, Anil (2005). "The Indian Call Centre Industry: National benchmarking report strategy, HR practices, & performance", *CAHRS Working Paper*, Cornell University, School of Industrial and Labor Relations, July.

BEHRMAN Jack N. (1972) *The Role of International Companies in Latin America: Autos and Petrochemicals*, Lexington, Lexington Books.

BELDERBOS René (1997) "Antidumping and Tariff Jumping: Japanese Firms' DFI in the European Union and the United States", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 133, Issue 3, September, pp. 419-457.

BÉNASSY-QUÉRÉ Agnès, COUPET Maylis, MAYER Thierry (2007) "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment", *World Economy*, Vol. 30, Issue 5, pp. 764-782.

BÉNASSY-QUÉRÉ Agnès, FONTAGNÉ Lionel, LAHRÈCHE-RÉVIL Amina (2001) "Exchange-Rate Strategies in the Competition for Attracting Foreign Direct Investment", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 15, pp. 178-198.

BENGOA Marta, SANCHEZ-ROBLES Blanca (2003) "Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Growth: New Evidence from Latin America", *European Journal of Political Economy*, Vol. 19, pp. 529-545.

BENNETT Peter D., GREEN Robert T. (1972) "Political Instability as a Determinant of Direct Foreign Investment in Marketing", *Journal of Marketing Research*, Vol. 9, May, pp. 182-186.

BERGER Axel, BUSSE Matthias, NUNNENKAMP Peter, ROY Martin (2010) “Do Trade and Investment Agreements Lead to More FDI? Accounting for Key Provisions Inside the Black Box”, *World Trade Organization Staff Working Paper*, Economic Research and Statistics Division, ERSD-2010-13.

BERGSTEN C. Fred (2004) “The IMF and Exchange Rates”, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, Washington DC, May.

BERGSTRAND Jeffrey H., EGGER Peter (2007) “A Knowledge-and-Physical-Capital Model of International Trade Flows, Foreign Direct Investment, and Multinational Enterprises”, *Journal of International Economics*, Vol. 73, pp. 278-308.

BERTRAND Ayse (2004) “Mergers and Acquisitions (M&As), Greenfield Investments and Extension of Capacity”, *DITEG Issue Papers*, #4, #28, #29, IMF Committee on Balance of Payments Statistics and OECD Workshop on International Investment Statistics.

BEVAN Alan A., ESTRIN Saul (2000) “The Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies”, *William Davidson Institute Working Papers Series*, N° 342.

BEVAN Alan, ESTRIN Saul, MEYER Klaus (2004) “Foreign Investment Location and Institutional Development in Transition Economies”, *International Business Review*, Vol. 13, Issue 1, pp. 43-64.

BIGLAISER Glen, DEROUEN Karl (2006) “Economic Reforms and Inflows of Foreign Direct Investment in Latin America”, *Latin American Research Review*, Vol. 41, N° 1, pp. 51-75.

BILLINGTON Nicholas (1999) “The Location of Foreign Direct Investment: an Empirical Analysis”, *Applied Economics*, Vol. 31, Issue 1, pp. 65-76.

BLACK Stanley W. (1977) *Floating Exchange Rates and National Economic Policy*, New Haven, Yale University Press.

BLONIGEN Bruce A. (1997) “Firm-Specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 87, N° 3, June, pp. 447-465.

BLONIGEN Bruce A. (2002) “Tariff-Jumping Antidumping Duties”, *Journal of International Economics*, Vol. 57, Issue 1, June, pp. 31-49.

BLONIGEN Bruce A. (2005) “A review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, *NBER Working Papers*, N° 11299.

BLONIGEN Bruce A., DAVIES Ronald B. (2000) “The Effects of Bilateral Tax Treaties on U.S. FDI Activity”, *NBER Working Paper*, N° 7929.

BLONIGEN Bruce A., DAVIES Ronald B. (2002) “Do Bilateral Tax Treaties Promote Foreign Direct Investment”, *NBER Working Paper*, N° 8834.

BLONIGEN Bruce A., DAVIES Ronald B., HEAD Keith (2003) “Estimating the Knowledge-Capital Model of the Multinational Enterprise: Comment”, *The American Economic Review*, Vol. 93, N° 3, June, pp. 980-994.

BLONIGEN Bruce A., DAVIES Ronald B., WADDELL Glen R., NAUGHTON Helen T. (2007) “FDI in Space: Spatial Autoregressive Relationships in Foreign Direct Investment”, *European Economic Review*, Vol. 51, Issue 5, pp. 1303-1325.

BLONIGEN Bruce A., FEENSTRA Robert C. (1996) “Protectionist Threats and Foreign Direct Investment”, *California Davis Department of Economics Paper*, February, N° 96-01.

BLONIGEN Bruce A., PIGER Jeremy (2011) “Determinants of Foreign Direct Investment”, *NBER Working Papers*, N° 16704.

BLOOMFIELD Arthur I. (1968) “Patterns of Fluctuations in International Investment Before 1914”, *Princeton Studies in International Finance*, N° 21, Princeton, NJ, Princeton University, International Finance Section.

BLUNDELL Richard, BOND Stephen (1998) “Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models”, *Journal of Econometrics*, Vol. 87, Issue 1, November, pp. 115-143.

BOSKIN Michael J., GALE William G. (1987) “New Results on the Effects of Tax Policy on the International Location of Investment”, *NBER Working Paper*, N° 1862.

BRACONIER Henrik, NORBÄCK Pehr-Johan, URBAN Dieter (2002) “Vertical FDI Revisited”, *Research Institute of Industrial Economics Working Paper Series*, N° 579.

BRACONIER Henrik, NORBÄCK Pehr-Johan, URBAN Dieter (2005) “Reconciling the Evidence on the Knowledge Capital Model”, *Review of International Economics*, Vol. 13, Issue 4, pp.770-786.

BRAINARD Lael S. (1993) “An Empirical Assessment of the Factor Proportions Explanation of Multinational Sales”, *NBER Working Papers*, N° 4583.

BRAINARD Lael S. (1997) “An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade”, *The American Economic Review*, Vol. 87, N° 4, Septembre, pp. 520-544.

BRENTON Paul, DI MAURO Francesca, LÜCKE Matthias (1999) “Economic Integration and FDI: An Empirical Analysis of Foreign Investment in the EU and in Central and Eastern Europe”, *Empirica*, Vol. 26, Issue 2, pp. 95-121.

BROUHERS Keith D., BROUHERS Lance Eliot (2000) “Acquisition or Greenfield Start-up? Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences”, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Issue 1, pp. 89-97, January.

BROUHERS Lance E., GAO Yan, MCNICOL Jason P. (2008) “Corruption and Market Attractiveness Influences on Different Types of FDI”, *Strategic Management Journal*, Vol. 29, pp. 673-680.

BROUWER Jelle, PAAP Richard, VIAENE Jean-Marie (2008) “The Trade and FDI Effects of EMU Enlargement”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, pp. 188-208.

BUCH Claudia M., KLEINERT Jörn (2008) “Exchange Rates and FDI: Goods versus Capital Market Frictions”, *World Economy*, Vol. 31, Issue 9, pp. 1185-1207.

BUCH Claudia M., KLEINERT Jörn, LIPPONER Alexander, TOUBAL Farid, MARKUSEN James R., MIDELFART Karen-Helene (2005) “Determinants and Effects of Foreign Direct Investment: Evidence from German Firm-Level Data”, *Economic Policy*, Vol. 20, N° 41, January, pp.51-110.

BUCH Claudia M., KLEINERT Jörn, TOUBAL Farid (2003) “Determinants of German FDI: New Evidence from Micro Data”, *Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 09/03.

BUCH Claudia M., LIPPONER Alexander (2005) “Business Cycles and FDI: Evidence from German Sectoral Data”, *Discussion Paper*, Series 1: Economic Studies, N° 09/2005, Deutsche Bundesbank.

BUSSE Matthias (2004) “Transnational Corporations and Repression of Political Rights and Civil Liberties: An Empirical Analysis”, *Kyklos*, Vol. 57, Issue 1, pp. 45-66.

BUSSE Matthias, KÖNIGER Jens, NUNNENKAMP Peter (2010) “FDI Promotion through Bilateral Investment Treaties: More than a Bit?”, *Review of World Economics*, Vol. 146, pp. 147-177.

BUSSE Matthias, HEFEKER Carsten (2007) “Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 23, pp. 397-415.

BÜTHE Tim, MILNER Helen V. (2008) “The Politics of Foreign Direct Investment into Developing Countries: Increasing FDI through International Trade Agreements?”, *American Journal of Political Science*, Vol. 52, N° 4, October, pp. 741-762.

CAETANO José Martins, CALEIRO Antonio Bento (2009) “Economic Freedom and Foreign Direct Investment: How Different are the MENA Countries from the EU”, *iBusiness*, Vol. 1, N° 2, pp. 65-74.

CAETANO José Martins, CALEIRO Antonio Bento (2009b) “Is There a Relationship between Transparency in Economic and Political Systems and Foreign Direct Investment Flows?”, *The Icfai University Journal of Applied Economics*, Vol. 8, N° 2.

CAMPA José Manuel (1993) “Entry by Foreign Firms in the United States under Exchange Rate Uncertainty”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 75, N° 4, November, pp. 614-622.

CAMPOS Nauro F., KINOSHITA Yuko (2003) “Why does FDI go Where it goes? New Evidence from the Transition Economies”, *University of Michigan William Davidson Institute Working Papers Series*, N° 2003-573.

CAMPOS Nauro F., KINOSHITA Yuko (2008) “Foreign Direct Investment and Structural Reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America”, *IZA Discussion Paper Series*, N° 3332, February.

CARR David L., MARKUSEN James R., MASKUS Keith E. (1998) “Estimating the Knowledge-Capital Model of the Multinational Enterprise”, *NBER Working Papers*, N° 6773.

CASSEL Gustav (1916) “The Present Situation of the Foreign Exchanges”, *The Economic Journal*, Vol. 26, N° 101, Mars, pp. 62-65.

CASSOU Steven P. (1997) “The Link between Tax Rates and Foreign Direct Investment”, *Applied Economics*, Vol. 29, pp. 1295-1301.

CAVES Richard E., (1989) “Exchange-Rate Movements and Foreign Direct Investment in the United States”, in *The Internationalization of U.S. Markets*, David B. Audretsch and Michael P. Claudon, New York University Press, New York and London.

CAVES Richard E. (1996) *Multinational Enterprise and Economic Analysis, Second Edition*, Cambridge Surveys of economic literature, Cambridge University Press.

CHAKRABARTI Avik (2001) “The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions”, *KYKLOS*, Vol. 54, Fasc. 1, pp. 89-114.

CHEN Chunlai (1997) “The Location Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, *University of Adelaide Chinese Economies Research Centre Working Paper*, N° 97/12.

CHENG Yung-Ming (2006) “Determinants of FDI Mode Choice: Acquisition, Brownfield, and Greenfield Entry in Foreign Markets”, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 23, Issue 3.

CLICK Reid W. (2005) “Financial and Political Risks in US Direct Foreign Investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 36, Issue 5, September, pp. 559-575.

CREEL Jérôme, LE CACHEUX Jacques (2006) “La nouvelle désinflation compétitive européenne”, *Revue de l'OFCE*, N° 98, Juillet.

CUERVO-CAZURRA Alvaro (2008) “Better the Devil you don't Know: Types of Corruption and FDI in Transition Economies”, *Journal of International Management*, Vol. 14, pp. 12-27.

- CULEM Claudy G. (1988) “The Locational Determinants of Direct Investment among Industrialized Countries”, *European Economic Review*, Vol. 32, Issue 4, pp.885-904.
- CUSHMAN David O. (1985) “Real Exchange Rate Risk, Expectations, and the Level of Direct Investment”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, N° 2, May, pp. 297-308.
- CUSHMAN David O. (1988a) “Exchange Rate Uncertainty and Foreign Direct Investment in the United States”, *Review of World Economics*, Vol. 124, N° 2, pp. 322-336.
- CUSHMAN David O. (1988b) “The Effects of Real Wages and Labor Productivity on Foreign Direct Investment”, *Southern Economic Journal*, Vol. 54, N° 1, pp. 174-185.
- DAUDE Christian, FRATZSCHER Marcel (2006) “The Pecking Order of Cross-border Investment”, *European Central Bank Working Paper Series*, N° 590, February.
- DAVIDSON William (1980) “The Location of Foreign Direct Investment Activity: Country Characteristics and Experience Effects”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 11, Issue 2, pp. 9-22.
- DAVIES Ronald B. (2004) “Tax Treaties and Foreign Direct Investment: Potential versus Performance”, *International Tax and Public Finance*, Vol. 11, pp. 775-802.
- DE MOOIJ Ruud A., EDERVEEN Sjef (2001) “Taxation and Foreign Direct Investment – A Synthesis of Empirical Research”, *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis CPB Discussion Paper*, N° 3.
- DESAI Mihir A., FOLEY C. Fritz, HINES James R. (2002) “Chains of Ownership, Regional Tax Competition, and Foreign Direct Investment”, *NBER Working Papers*, N° 9224.
- DE SANTIS Roberto, ANDERTON Robert, HIJZEN Alexander (2004) “On the Determinants of Euro Area FDI to the United States: The Knowledge-Capital-Tobin’s Q Framework”, *Working Paper Series*, N° 329, April, European Central Bank.
- DESBORDES Rodolphe, VICARD Vincent (2009) “Foreign Direct Investment and Bilateral Investment Treaties: An International Political Perspective”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 37, pp. 372-386.

DE SOUSA José, LOCHARD Julie (2011) “Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment”, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 113, Issue 3, pp. 553-578, September.

DEVEREUX Michael P., GRIFFITH Rachel (1998) “Taxes and the Location of Production: Evidence from a Panel of US Multinationals”, *Journal of Public Economics*, Vol. 68, pp. 335-367.

DEWENTER Kathryn L. (1995) “Do Exchange Rate Changes Drive Foreign Direct Investment?”, *Journal of Business*, Vol. 68, N° 3.

DIXIT Avinash (1989a) “Hysteresis, Import Penetration, and Exchange Rate Pass-Through”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, N° 2, May, pp. 205-228.

DIXIT Avinash (1989b) “Entry and Exit Decisions under Uncertainty”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 97, N° 3, June, pp. 620-638.

DJANKOV Simeon, LA PORTA Rafael, LOPEZ-DE-SILANES Florencio, SHLEIFER Andrei (2002) “The Regulation of Entry”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, Issue 1, February.

DORNBUSCH Rudiger (1987) “Purchasing Power Parity”, in *The New Palgrave – A Dictionary of Economics*, Vol. 3, edited by Eatwell J., Milgate M., Newman P., The Macmillan Press Limited, London, pp. 1075-1085.

DRABEK Zdenek, PAYNE Warren (2002) “The Impact of Transparency on Foreign Direct Investment”, *World Trade Organization Economic Research and Analysis Division (ERAD)*, N° 99-02.

DUANMU Jing-Lin (2011) “The Effect of Corruption Distance and Market Orientation on the Ownership Choice of MNEs: Evidence from China”, *Journal of International Management*, Vol. 17, 162-174.

DUNNING John H. (1970) *Studies in International Investment*, London, Allen & Unwin, Ltd.

DUNNING John H. (1981) “Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 117, Issue 1, March, pp.30-64.

DUNNING John H. (1983) “Changes in the level and structure of international production: the last one hundred years”, in Mark Casson, ed., *The Growth of International Business* (London : Allen and Unwin), pp. 84-139.

DUNNING John H. (1993) *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison Wesley, Redwood City (USA).

DUNNING John H., SARIANNA M. Lundan (2008) *Multinational Enterprises and the Global Economy (Second Edition)*, Published by Edward Elgar, MPG Books Ltd, Great Britain.

DURAN Jose E. (1999) “Los Determinantes de la IED en los Paises de America Latina y el Caribe: su Impacto Sobre el Comercio y la Integracion Regional”, ECLAC, Mimeo.

EGGER Peter, PFAFFERMAYR Michael (2004) “Distance, Trade and FDI: A Hausman-Taylor SUR Approach”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 19, N° 2, pp. 227-246.

EGGER Peter, LARCH Mario, PFAFFERMAYR Michael, WINNER Hannes (2006) “The Impact of Endogenous Tax Treaties on Foreign Direct Investment: Theory and Evidence”, *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 39, N° 3, pp. 901-931.

EGGER Peter, WINNER Hannes (2005) “Evidence on Corruption as an Incentive for Foreign Direct Investment”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 21, pp. 932-952.

EGGER Peter, WINNER Hannes (2006) “How Corruption Influences Foreign Direct Investment: A Panel Data Study”, *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 54, Issue 2, January, pp. 459-486.

EICHER Theo, KANG Jong Woo (2005) “Trade, Foreign Direct Investment or Acquisition: Optimal Entry Modes for Multinationals”, *Journal of Development Economics*, Vol. 77, Issue 1, pp. 207-228, June.

EKHOLM Karolina (1998) “Proximity Advantages, Scale Economies, and the Location of Production”, in Braunerhjelm, P., Ekholm, K. (eds.), *The Geography of Multinational Firms*, Boston: Kluwer Academic Publishers.

EKHOLM Karolina, FORSLID Rikard, MARKUSEN James R. (2007) “Export-Platform Foreign Direct Investment”, *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, Vol. 5, pp. 776-795.

EICHER Theo, HELFMAN Lindy, LENKOSKI Alex (2011) “Robust FDI Determinants: Bayesian Model Averaging in the Presence of Selection Bias”, *University of Washington, Department of Economics Working Paper*.

ENGEL Charles, ROGERS John H. (2004) “European Product Market Integration after the Euro”, *Economic Policy*, Vol. 19, N° 39, pp. 347-384.

ERNST & YOUNG (2012) “Growth, Actually”, *Ersnt & Young's European attractiveness survey*.

EUROPEAN COMMISSION (2009) “The Euro and Prices: Changeover-related Inflation and Price Convergence in the Euro Area”, *Economic Papers*, N° 381, Economic and Financial Affairs, June.

EUROPEAN COMMISSION (2010) “Surveillance of Intra-Euro-Area: Competitiveness and Imbalances”, *European Economy*, 1/2010, Economic and Financial Affairs.

FABRY Nathalie, ZEGHNI Sylvain (2006) “How Former Communist Countries of Europe May Attract Inward Foreign Direct Investment? A Matter of Institutions”, *Communist and Post-Communist Studies*, Vol. 39, pp. 201-219.

FAN Joseph P. H., MORCK Randall, XU Lixin C., YEUNG Bernard (2007) “Institutions and Foreign Investment: China versus the World”, *NBER Working Papers*, N° 13435.

FARRELL Roger, GASTON Noel, STURM Jan-Egbert (2004) “Determinants of Japan’s Foreign Direct Investment: An Industry and Country Panel Study, 1984-1998”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 18, Issue 2, pp. 161-182.

FEDDERKE Johannes W., ROMM Aylit T. (2006) “Growth Impact and Determinants of Foreign Direct Investment into South Africa, 1956-2003”, *Economic Modelling*, Vol. 23, Issue 5, pp. 738-760.

FRIEDMAN Joseph, GERLOWSKI Daniel A., SILBERMAN Jonathan (1996) “Foreign Direct Investment: The Factors Affecting the Location of Foreign Branch Plants in the United States”, *Global Finance Journal*, Summer, Vol. 7, N° 1.

FROOT Kenneth A. and STEIN Jeremy C. (1991) “Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, n° 4, November, pp. 1191-1217.

FUKUMI Atsushi, NISHIJIMA Shoji (2010) “Institutional Quality and Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean”, *Applied Economics*, Vol. 42, pp. 1857-1864.

Gaiga Marc (2009) “Norme IAS 16 : Les immobilisations corporelles”, *IAE*, Université Nancy 2.

GARIBALDI Pietro, MORA Nada, SAHAY Ratna, ZETTELMEYER Jeromin (2001) “What Moves Capital to Transition Economies?”, *IMF Working Papers*, WP/02/64.

GEORGOPOULOS George (2008) “Cross Border Mergers and Acquisitions: Does the Exchange Rate Matter? Some Evidence for Canada”, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 41, Issue 2, May, pp. 450-474.

GIRMA Sourafel, GREENAWAY David, WAKELIN Katharine (1999) “Anti-dumping, Trade Barriers and Japanese Direct Investment in the UK”, *Centre for Research on Globalisation and Labour Markets Research Paper*, University of Nottingham School of Economics, N° 99/4.

GLOBERMAN Steven, SHAPIRO Daniel (2002) “Global Foreign Direct Investment Flows: The Role of Governance Infrastructure”, *World Development*, Vol. 30, N° 11, pp. 1899-1919.

GLOBERMAN Steven, SHAPIRO Daniel (2003) “Governance Infrastructure and U.S. Foreign Direct Investment”, *EconWPA International Finance Papers*, N° 0404008.

GLOBERMAN Steven, SHAPIRO Daniel (2003b) “Foreign Investment Policies and Capital Flows in Canada: A Sectoral Analysis”, *Journal of Business Research*, Vol. 56, pp. 779-790.

GOLDBERG Linda S., KLEIN Michael W. (1997) “Foreign Direct Investment, Trade and Real Exchange Rate Linkages in Southeast Asia and Latin America”, *NBER Working Paper*, N° 6344.

GOLDBERG Linda S., KOLSTAD Charles D. (1995) “Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty”, *International Economic Review*, Vol. 36, N° 4, November, pp. 855-873.

GOLDSTEIN Morris (2005) “Currency Manipulation and Enforcing the Rules of the International Monetary System”, Paper prepared for conference on 'IMF Reform', Institute for International Economics, September.

GOLDSTEIN Morris (2005) “Adjusting China's Exchange Rate Policies”, Revised version of the paper presented at the International Monetary Fund's seminar on China's Foreign Exchange System, Dalian, China, May.

GOODSPEED Timothy J., MARTINEZ-VAZQUEZ Jorge, ZHANG Li (2006) “Attracting FDI: Are Other Government Policies More Important than Taxation in Attracting FDI ?”, *Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series*, Georgia State University, Department of Economics International Studies Program, Working Paper 06-28, March.

GÖRG Holger, MOLANA Hassan, MONTAGNA Catia (2009) “Foreign Direct Investment, Tax Competition and Social Expenditure”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 18, Issue 1, pp. 31-37.

GROSSMAN Gene, HELPMAN Elhanan, SZEIDL Adam (2006) “Optimal Integration Strategies for the Multinational Firm”, *Journal of International Economics*, Vol. 70, Issue 1, pp. 216-238.

GROSSMANN Axel, SIMPSON Marc W., BROWN Cynthia J. (2009) “The Impact of Deviation from Relative Purchasing Power Parity Equilibrium on U.S. Foreign Direct Investment”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 49, pp. 521-550.

GRUBERT Harry, MUTTI John (1991) “Taxes, Tariffs and Transfer Pricing in Multinational Corporate Decision Making”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 73, N° 2, May, pp. 285-293.

GRUBERT Harry, MUTTI John (2000) “Do Taxes Influence Where U.S. Corporations Invest?”, *National Tax Journal*, Vol. 53, N° 4, Part 1.

HABIB Mohsin, ZURAWICKI Leon (2002) “Corruption and Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 33, N° 2, pp. 291-307.

HAKKALA Katariina, NORBÄCK Pehr-Johan, SVALERYD Helena (2005) “Asymmetric Effects of Corruption on FDI: Evidence from Swedish Multinational Firms”, *Research Institute of Industrial Economics Working Paper Series*, N° 641.

HALL Stephen G., PETROULAS Pavlos (2008) “Spatial Interdependencies of FDI Locations: A Lessening of the Tyranny of Distance?”, *Bank of Greece Working Papers*, N° 67, February.

HALLWARD-DRIEMEIER Mary (2003) “Do Bilateral Investment Treaties Attract Foreign Direct Investment? Only a Bit... and they Could Bite”, *The World Bank Policy Research Working Paper Series*, N° 3121.

HANSON John R. (1996) “Human Capital and Direct Investment in Poor Countries”, *Explorations in Economic History*, Vol. 33, pp. 86-106, Article N° 0004.

HANSON Gordon H., MATALONI Raymond J., SLAUGHTER Matthew J. (2001) “Expansion Strategies of U.S. Multinational Firms”, *BEA Papers*, WP2001-01, May 10-11, Bureau of Economic Analysis.

HARMS Philipp, URSPRUNG Heinrich W. (2002) “Do Civil and Political Repression Really Boost Foreign Direct Investments?”, *Economic Inquiry*, Vol. 40, Issue 4, October, pp. 651-663.

HARRIS Chauncy D. (1954) “The Market as a Factor in the Localization of Industry in the United States”, *Annals of the Association of American Geographers*, Vol. 44, N° 4, December, pp. 315-348.

HARRIS Robert S., RAVENSCRAFT David (1991) “The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market”, *The Journal of Finance*, Vol. 46, N° 3, Papers and Proceedings, Fiftieth Annual Meeting, American Finance Association, Washington D.C., December 28-30, 1990 (July 1991), pp. 825-844.

HARTMAN David G. (1985) “Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States”, *NBER Working Paper*, N° 0967.

HATZIUS Jan. (1997) “Foreign Direct Investment, Capital Formation and Labour Costs: Evidence from Britain and Germany” *Discussion Paper*, N° 336, Centre for Economic Performance.

HAUSMANN Ricardo, FERNANDEZ-ARIAS Eduardo (2000) “Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?”, *Inter-American Development Bank Research Department RES Working Papers*, N° 4203.

HEAD Keith, MAYER Thierry (2004) “Market Potential and the Location of Japanese Investment in the European Union”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, N° 4, November, pp. 959-972.

HEALY Paul, PALEPU Krishna G. (1993) “International Equity Acquisitions: Who, Where, and Why?”, in *Foreign Direct Investment*, edited by K. Froot. Chicago: University of Chicago Press.

HELPMAN Elhanan (1984) “A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 92, N° 3, June, pp. 451-471.

HELPMAN Elhanan (1985) “Multinational Corporations and Trade Structure”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 52, N° 3, July, pp. 443-457.

HENISZ Witold J. (2000) “The Institutional Environment for Multinational Investment”, *Journal of Law Economics and Organization*, Vol. 16, Issue 2, October, pp. 334-364.

HENNART Jean-François, PARK Young-Ryeol (1993) “Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States”, *Management Science*, Vol. 39, n° 9, September.

HINES James R. (1995) “Forbidden Payment: Foreign Bribery and American Business After 1977”, *NBER Working Papers*, N° 5266.

HINES James R., RICE Eric M. (1994) “Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, N° 1, February, pp. 149-182.

HOLLAND Dawn, PAIN Nigel (1998) “The Diffusion of Innovations in Central and Eastern Europe: A Study of the Determinants and Impact of Foreign Direct Investment”, *National Institute of Economic and Social Research Discussion Papers*, N° 137.

HONGLIN ZHANG Kevin (2005) “Why Does so much FDI from Hong Kong and Taiwan Go to Mainland China?”, *China Economic Review*, Vol. 16, pp. 293-307.

HORSEFIELD John K. (1969) *The International Monetary Fund, 1945-1965*, Washington, D.C.: IMF.

HORST Thomas (1972) “The Industrial Composition of U.S. Exports and Subsidiary Sales to the Canadian Market”, *The American Economic Review*, Vol. 62, N° 1, Mars, pp. 37-45.

ITAGAKI Takao (1981) “The Theory of the Multinational Firm under Exchange Rate Uncertainty”, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 14, May, pp. 276-297.

ITO Takatoshi, ISARD Peter, SYMANSKY Steven A., BAYOUMI Tamim A. (1996) “Exchange Rate Movements and Their Impact on Trade and Investment in the APEC Region”, *IMF Occasional Paper*, N° 145, December.

JAKOBSEN Jo (2006) “Does Democracy Moderate the Obsolescing Bargain Mechanism? – An Empirical Analysis, 1983-2001”, *Transnational Corporations*, Vol. 15, Issue 3.

JAKOBSEN Jo, DE SOYSA Indra (2006) “Do Foreign Investors Punish Democracy? Theory and Empirics, 1984-2001”, *Kyklos*, Vol. 59, N° 3, 383-410.

JAVORCIK Beata S., WEI Shang-Jin (2009) “Corruption and Cross-Border Investment in Emerging Markets: Firm-Level Evidence”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, pp. 605-624.

JENSEN Nathan M. (2003) “Democratic Governance and Multinational Corporations: Political Regimes and Inflows of Foreign Direct Investment”, *International Organization*, Vol. 57, N° 3, Summer, pp. 587-616.

JENSEN Nathan M. (2004) “Crisis, Conditions, and Capital: The Effect of International Monetary Fund Agreements on Foreign Direct Investment Inflows”, *The Journal of Conflict Resolution*, Vol. 48, N° 2, April, pp. 194-210.

JOLY Pierre (1987) “Les principaux déterminants de l’investissement productif dans les modèles macro-économiques”, *Revue d’économie industrielle*, Vol. 40-41, pp.37-48.

JUN Joosung (1994) “How Taxation Affects Foreign Direct Investment (Country-Specific Evidence)”, *The World Bank Policy Research Working Paper Series*, N° 1307.

KAUFMANN Daniel, KRAAY Aart, ZOIDO-LOBATON Pablo (1999a) “Aggregating Governance Indicators”, *World Bank Policy Research Working Paper*, N° 2195.

KAUFMANN Daniel, KRAAY Aart, ZOIDO-LOBATON Pablo (1999b) “Governance Matters”, *World Bank Policy Research Working Paper*, N° 2196.

KENISARIN Murat M., ANDREWS-SPEED Philip (2008) “Foreign Direct Investment in Countries of the Former Soviet Union: Relationship to Governance, Economic Freedom and Corruption Perception”, *Communist and Post-Communist Studies*, Vol. 41, pp. 301-316.

KEYNES John M. (1923) *The collected writings of John Maynard Keynes Volume IV : A tract on monetary reform* Macmillan, St Martin’s Press for the Royal Economic society edition de 1971 première édition de 1923.

KEYNES John M. (1936) *The General Theory of Employment Interest and Money*, London MacMillan & Co LTD 1964.

KLEIN Michael W. and ROSENGREN Eric S. (1992) “The Real Exchange Rate and Foreign Direct Investment in the United States: Relative Wealth vs. Relative Wage Effects” *Journal of International Economics*, Vol. 36, May 1994, p. 373.

KOGUT Bruce, CHANG Sea Jin (1996) “Platform Investments and Volatile Exchange Rates: Direct Investment in the U.S. by Japanese Electronic Companies”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, N° 2, May, pp. 221-231.

KOGUT Bruce, SINGH Harbir (1988) “The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, N° 3, Autumn, pp. 411-432.

KOHLHAGEN Steven W. (1974) “Comment on the Effects of Exchange-Rate Adjustment on International Investment” in *The Effects of Exchange Rate Adjustments*, (1977) Peter B. Clark, Dennis E. Logue and Richard J. Sweeney, Oasia Research Department of the Treasury.

KOHLHAGEN Steven W. (1977) “Exchange Rate Changes, Profitability, and Direct Foreign Investment”, *Southern Economic Journal*, Vol. 44, N° 1, pp. 43-52, July.

KOLSTAD Ivar, VILLANGER Espen (2008) “Determinants of Foreign Direct Investment in Services”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, Issue 2, pp. 518-533.

KOSTELETOU Nikolina, LIARGOVAS Panagiotis (2000) “Foreign Direct Investment and Real Exchange Rate Interlinkages”, *Open Economies Review*, Vol. 11, pp. 135-148.

KNUTSEN Carl H., RYGH Asmund, HVEEM Helge (2011) “Does States Ownership Matter? Institutions’ Effect on Foreign Direct Investment Revisited”, *Business and Politics*, Vol. 13, Issue 1, Article 2.

KRAVIS Irving B., LIPSEY Robert E. (1982) “The Location of Overseas Production and Production for Export by U.S. Multinational Firms”, *NBER Working Papers*, N° 482.

KRUGMAN Paul R., OBSTFELD Maurice (2006) *International Economics: Theory and Policy*, 7<sup>th</sup> edition, published by Pearson Education Inc, Addison-Wesley.

LAFAY Gérard (1984) “Pour des taux de change de référence”, *Economie prospective internationale*, Revue du CEPII, N° 17, pp. 37-62, 1<sup>er</sup> trimestre.

LAFAY Gérard (1985) “Taux de change réel et dynamique de l’échange international” dans *Le protectionnisme*, B. Lassudrie-Duchêne, J-L. Reiffers, Colloque du GRECO CNRS EFIQ, Economica, Collection Approfondissement de la Connaissance Economique, Paris, pp. 433-450.

LAFAY Gérard (1996) *Comprendre la mondialisation*, Economica, Paris.

LAFAY Gérard (1997) “Distorsions monétaires et commerce”, *Revue française d’économie*, Volume XII, 4, automne 1997, pp. 123-140.

LAFAY Gérard (2004a) *Initiation à l’économie internationale*, Economica, Paris.

LAFAY Gérard (2004b) “Une théorie du taux de change dans une économie mondialisée”, *Revue d’économie politique*, N° 114, novembre - décembre 2004, Editions Dalloz.

LAFAY Gérard (2006) “Stratégies de change et pouvoir de l’Etat” dans *la question politique en économie internationale*, P. Berthaud et G. Kebabdjian eds, La Découverte.

LANSBURY Melanie, PAIN Nigel, SMIDKOVA Katerina (1996) “Foreign Direct Investment in Central Europe since 1990: An Econometric Study”, *National Institute Economic Review*, May.

LA PORTA Rafael, LOPEZ-DE-SILANES Florencio, SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert W. (1998a) “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113-1155.

LA PORTA Rafael, LOPEZ-DE-SILANES Florencio, SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert W. (1998b) “The Quality of Government”, *NBER Working Papers*, N° 6727.

LEBARBIER Emilie, MARY-HUARD Tristan (2004) “Le critère BIC: fondements théoriques et interpretation”, *INRIA Rapport de recherche*, N° 5315, Septembre.

LEWIS Cleona (1938) *America's Stake in International Investment*, American Business Abroad, Washington, D.C. : Brookings Institution.

LEWIS Mario (1979) “Does Political Instability in Developing Countries Affect Foreign Investment Flow?”, *Management International Review*, Vol. 19, N° 3, pp. 59-68.

LI Shaomin (2005) “Why a Poor Governance Environment Does Not Deter Foreign Direct Investment: The Case of China and its Implications for Investment Protection”, *Business Horizons*, Vol. 48, pp. 297-302.

LI Shaomin, FILER Larry (2007) “The Effects of the Governance Environment on the Choice of Investment Mode and the Strategic Implications”, *Journal of World Business*, Vol. 42, pp. 80-98.

LI Quan, RESNICK Adam (2003) “Reversal of Fortunes: Democratic Institutions and Foreign Direct Investment Inflows to Developing Countries”, *International Organization*, Vol. 57, Winter, pp. 175-211.

LIM Ewe-Ghee (2001) “Determinants of, and the Relation between Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature”, *IMF Working Papers*, N° 01/175.

LIN Chia-Ching, CHEN Kun-Ming, RAU Hsiu-Hua (2010) “Exchange Rate Volatility and the Timing of Foreign Direct Investment: Market-Seeking versus Export-Substituting”, *Review of Development Economics*, Vol. 14, Issue 3, pp. 466-486.

LIPSEY Robert E. (1999a) “The Location and Characteristics of U.S. Affiliates in Asia”, *NBER Working Papers*, N° 6876.

LIPSEY Robert E. (1999b) “The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows” in Martin Feldstein, ed., *International Capital Flows*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 307-362.

LIPSEY Robert E. (2001) “Foreign Direct Investment and the Operations of Multinational Firms: Concepts, History, and Data”, *NBER Working Paper*, N° 8665.

LIU Xiaming, SONG Haiyan, WEI Yingqi, ROMILLY Peter (1997) “Country Characteristics and Foreign Direct Investment in China: A Panel Data Analysis”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 133, Issue 2, pp. 313-329.

LOGUE Dennis E., WILLETT Thomas D. (1974) “The Effects of Exchange-Rate Adjustment on International Investment” in *The Effects of Exchange Rate Adjustments*, (1977) Peter B. Clark, Dennis E. Logue and Richard J. Sweeney, Oasia Research Department of the Treasury.

LOREE David W., GUISSINGER Stephen E. (1995) “Policy and Non-Policy Determinants of U.S. Equity Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, N° 2, pp. 281-299.

MARKOWITZ Harry M. (1959) *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley and Sons, New York.

MARKUSEN James R., MASKUS Keith E. (2001a) “Multinational Firms: Reconciling Theory and Evidence”, in M. Blomstrom and L.S. Goldberg eds, *Topics in Empirical International Economics: A Festschrift in Honor of Robert E. Lipsey*, University of Chicago Press.

MARKUSEN James R., MASKUS Keith E. (2002) “Discriminating among alternative theories of the multinational enterprise”, *Review of International Economics*, Vol. 10, N° 4, pp. 694-707.

MARKUSEN James R., VENABLES Anthony J. (1996) “The Increased Importance of Direct Investment in North Atlantic Economic Relationships: A Convergence Hypothesis”, In M. Cazoneri, W. Ethier, and V. Grilli (eds.), *The New Transatlantic Economy*. Cambridge University Press.

MARKUSEN James R., VENABLES Anthony J. (1998) “Multinational Firms and New Trade Theory”, *Journal of International Economics*, Vol. 46, Issue 2, December, pp. 183-203.

MARKUSEN James R., VENABLES Anthony J. (2007) “Interacting Factor Endowments and Trade Costs: A Multi-Country, Multi-Good Approach to Trade Theory”, *Journal of International Economics*, Vol. 73, pp. 333-354.

MARTIN Carmela, VELAZQUEZ Francisco J. (1997) “The Determining Factors of Foreign Direct Investment in Spain and the Rest of the OECD: Lessons for CEECs”, *CEPR Discussion Papers*, N° 1637.

MATHA Thomas (2000) “Proximity-Concentration versus Factor Proportion Explanation: The Case of Swedish Multinationals in the EU”, *SSE/EFI Working Paper Series*, N° 416, Stockholm School of Economics, The Economic Research Institute.

MATHA Thomas (2002) “The Single European Market, Swedish Investment Liberalization, and Horizontal and Vertical Multinationals”, *Working Paper Series in Economics and Finance*, Stockholm School of Economics, N° 483.

MATYAS Laszlo, SEVESTRE Patrick (1996) *The Econometrics of Panel Data, A Handbook of the Theory with Applications*, Second Revised Edition, Kluwer Academic Publishers, Netherlands.

MCCULLOCH Rachel (1989) “Japanese Investment in the United States” in *The Internationalization of U.S. Markets*, David B. Audretsch and Michael P. Claudon, New York University Press, New York and London.

MÉON Pierre-Guillaume, SEKKAT Khalid (2004) “Does the Quality of Institutions Limit the MENA’s Integration in the World Economy?”, *The World Economy*, Vol. 27, Issue 9, pp. 1475-1498.

MOOSA Imad A., CARDAK Buly A. (2006) “The Determinants of Foreign Direct Investment: An Extreme Bounds Analysis”, *Journal of Multinational Financial Management*, N° 16, pp. 199-211.

MURTHY N.R. Vasudeva (1989) “The Effects of Taxes and Rates of Return on Foreign Direct Investment in the United States: Some Econometrics Comments”, *National Tax Journal*, Vol. 42, N° 2, June, pp. 205-207.

NEUMAYER Eric, SPESS Laura (2005) “Do Bilateral Investment Treaties Increase Foreign Direct Investment to Developing Countries?”, *World Development*, Vol. 33, N° 10, pp. 1567-1585.

NETO Paula, BRANDAO Antonio, CERQUEIRA Antonio (2008) “The Macroeconomic Determinants of Cross Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments”, *FEP Working Papers*, Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto, June.

NONNEMBERG Marcelo Braga, CARDOSO DE MENDONÇA Mario Jorge (2004) “The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, *Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia*, ANPEC, N° 061.

NOORBAKHSH Farhad, PALONI Alberto, YOUSSEF Ali (2001) “Human Capital and FDI Inflows to Developing Countries: New Empirical Evidence”, *World Development*, Vol. 29, N° 9, pp. 1593-1610.

NUNES Luis C., OSCATEGUI José, PESCHIERA Juan (2006) “Determinants of FDI in Latin America”, *Pontificia Universidad Católica del Perú, Departamento de Economía Working Papers*, Octubre, N° 2006-252.

O’DONNELL Guillermo (1978) “State and Alliances in Argentina, 1956-1976”, *Journal of Development Studies*, Vol. 15, Issue 1, pp. 3-33.

O’DONNELL Guillermo (1988) *Bureaucratic Authoritarianism: Argentina 1966-1973 in Comparative Perspective*, Berkeley: University of California Press.

OCDE (2001) *Towards Global Tax Co-operation: Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices*, OECD Publishing.

OCDE (2004) *The OECD’s Project on Harmful Tax Practices: 2004 Update on Progress in Member Countries*, OECD Publishing.

OCDE (2006) *The OECD’s Project on Harmful Tax Practices: 2006 Update on Progress in Member Countries*, OECD Publishing.

OHLIN Bertil (1933) *Interregional and International Trade*, Cambridge, Harvard University Press.

ORR Adrian, EDEY Malcolm, KENNEDY Michael (1995) “Taux d’intérêt réels à long terme: indications fournies par les séries chronologiques groupées”, *Revue économique de l’OCDE*, N° 25, 1995/II.

PAUL Sanjay, SAN VICENTE PORTES Luis (2009) “Corruption and Foreign Direct Investment”, *Journal of Ethics and Critical Thinking*, Special Issue, Global Landscapes: Business. Ethics and Sustainability in the 21<sup>st</sup> Century.

PETROULAS Pavlos (2007) “The Effect of the Euro on Foreign Direct Investment”, *European Economic Review*, Vol. 51, Issue 6, pp. 1468-1491.

PRACHOWNY Martin F. J. (1972) “Direct Investment and the Balance of Payments of the United States: A Portfolio Approach”, in *International Mobility and Movement of Capital*, F. Machlup, W. Salant, and L. Tarshis, eds. Columbia Univ. Press, New York.

PROTSENKO Alexander (2003) “Foreign Direct Investment in Transition Countries”, *Inaugural-Dissertation*, Doctor oeconomiae publicae an der Ludwig-Maximilians-Universität, München.

RAMMAL Hussain G., ZURBRUEGG Ralf (2006) “The Impact of Regulatory Quality on Intra-Foreign Direct Investment Flows in the ASEAN Markets”, *International Business Review*, Vol. 15, pp. 401-414.

RASCIUTE Simona, PENTECOST Eric J. (2010) “A Nested Logit Approach to Modelling the Location of Foreign Direct Investment in the Central and Eastern European Countries”, *Economic Modelling*, Vol. 27, Issue 1, pp. 32-39.

RAMASAMY Bala, YEUNG Matthew (2010) “The Determinants of Foreign Direct Investment in Services”, *The World Economy*, Vol. 33, Issue 4, pp. 573-596.

RAZIN Assaf, SADKA Efraim (2006) “Vying for Foreign Direct Investment: An EU-Type Model of Tax Competition”, *NBER Working Papers*, N° 11991.

RAZIN Assaf, SADKA Efraim, TONG Hui (2005) “Bilateral FDI Flows: Threshold Barriers and Productivity Shocks”, *NBER Working Papers*, N° 11639.

RESMINI Laura (2000) “The Determinants of Foreign Direct Investment into the CEECs: New Evidence from Sectoral Patterns”, *The Economics of Transition*, The European Bank for Reconstruction and Development, Vol. 8, Issue 3, pp. 665-689, November.

RICARDO David (1817), *The Principles of Political Economy and Taxation*, third edition (1921), Everyman's Library, N° 590, Last reprinted 1969.

RODRIK Dani (1996) "Labor Standards in International Trade: Do they Matter and What Do We Do about Them?" in: Robert Lawrence, Dani Rodrik and John Whalley (eds.), *Emerging Agenda for Global Trade: High States for Developing Countries*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, pp. 35-79.

ROGERS John H., HUFBAUER Gary Clyde, WADA Erika (2001) "Price Level Convergence and Inflation in Europe", *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S), N° 699.

ROGOFF Kenneth (1995) "What Remains of Purchasing Power Parity?", *C.V. Starr Center for Applied Economics*, New York University.

ROGOFF Kenneth (1996) "The Purchasing Power Parity Puzzle", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXIV, June, pp. 647-668.

ROOT Franklin R., AHMED Ahmed A. (1979) "Empirical Determinants of Manufacturing Direct Foreign Investment in Developing Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 27, N° 4, pp. 751-767.

ROSENSTEIN-RODAN Paul N. (1967) "Philosophy of International Investment in the Second Half of the Twentieth Century" in *Capital Movements*, John H. Adler, eds, London : Macmillan.

SAY Jean-Baptiste (1803) *Traité d'économie politique*, Edition perspectives de l'économique – Les Fondateurs, Paris : Calmann-Lévy Editeur, 1972.

SCAPERLANDA Anthony E., MAUER Laurence J. (1969) "The Determinants of U.S. Direct Investment in the E.E.C.", *The American Economic Review*, Vol. 59, N° 4, Part 1, pp. 558-568.

SCHWARZ Gideon (1978) "Estimating the Dimension of a Model", *The Annals of Statistics*, Vol. 6, N° 2, pp. 461-464.

SCHNEIDER Friedrich, FREY Bruno S. (1985) "Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment", *World Development*, Vol. 13, Issue 2, pp. 161-175.

SCHOLES Myron S., WOLFSON Mark A. (1990) “The Effects of Changes in Tax Laws on Corporate Reorganization Activity”, *The Journal of Business*, Vol. 63, N° 1, Part 2, January, pp. S141-S164.

SEYOUM Belay (2009) “Formal Institutions and Foreign Direct Investment”, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 51, Issue 2, March-April, pp. 165-181.

SHATZ Howard J., VENABLES Anthony J. (2000) “The Geography of International Investment”, *World Bank Policy Research Working Paper*, N° 2338.

SHAWKAT Kamal (2009) “Greenfield vs Acquisitions: Determinants of Choice in Emerging Economies”, *BRAC University Journal*, Vol. 6, N° 2, 2009, pp. 63-71.

SINGH Harinder, JUN Kwang W. (1995) “Some New Evidence on Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, *Policy Research Working Paper Series*, World Bank, N° 1531.

SLEMROD Joel (1990) “Optimal Taxation and Optimal Tax Systems”, *The Journal of Econometric Perspectives*, Vol. 4, N° 1, Winter, pp. 157-178.

SMARZYNSKA JAVORCIK Beata (2004) “The Composition of Foreign Direct Investment and Protection of Intellectual Property Rights: Evidence from Transition Economies”, *European Economic Review*, Vol. 48, pp. 39-62.

SMARZYNSKA Beata K., WEI Shang-Jin (2000) “Corruption and Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence”, *NBER Working Paper*, N° 7969.

SMITH Adam (1976) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Vol. I and II, edition R.H. Campbell and A.S. Skinner, textual editor W. B. Todd, Oxford: Clarendon Press.

STEIN Ernesto, DAUDE Christian (2001) “Institutions, Integration and the Location of Foreign Direct Investment”, *Inter-American Development Bank Paper*, Research Department, Prepared for the Seminar ‘Towards Competitiveness: The Institutional Path’.

STEVENS Guy V. G. (1973) “The Multinational Firm and the Determinants of Investment”, in *Discussion Paper*, N° 29, May 23, Division of International Finance: Board of Governors of the Federal Reserve System.

STEVENS Guy V. G. (1974) “Comment on the Effects of Exchange-Rate Adjustment on International Investment” in *The Effects of Exchange Rate Adjustments*, (1977) Peter B. Clark, Dennis E. Logue and Richard J. Sweeney, Oasia Research Department of the Treasury.

STEVENS Guy V. G. (1998) “Exchange Rates and Foreign Direct Investment: A Note”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 20, Issue 3, pp. 393-401

STOLPER Wolfgang F., SAMUELSON Paul A. (1941), “Protection and Real Wages”, *Review of Economic Studies*, Vol. 9, N° 1, pp. 58-73.

STURM Jan-Egbert, FRITSCHÉ Ulrich, GRAFF Michael, LAMLA Michael, LEIN Sarah, NITSCH Volker, LIECHTI David, TRIET Daniel (2009) “The Euro and Prices: Changeover-related Inflation and Price Convergence in the Euro Area”, *European Economy Economic Paper*, Economic and Financial Affairs, European Commission, N° 381, June.

SVEDBERG Peter (1978) “The Portfolio-Direct Composition of Private Foreign Investment in 1914 Revisited”, *The Economic Journal*, Vol. 88, N° 352, December, pp. 763-777.

SWENSON Deborah L. (1994) “The Impact of U.S. Tax Reform on Foreign Direct Investment in the United States”, *Journal of Public Economics*, Vol. 54, pp. 243-266.

SWENSON Deborah L. (2000) “Transaction Type and the Effect of Taxes on the Distribution of Foreign Direct Investment in the United States”, NBER Chapters N° 10721, in: Deborah L. Swenson *International Taxation and Multinational Activity*, pp. 89-112.

TANAKA Kiyoyasu (2011) “Vertical Foreign Direct Investment: Evidence from Japanese and U.S. Multinational Enterprises”, *Japan and the World Economy*, Vol. 32, Issue 2, March, pp. 97-111.

TATOM John A. (2007) “The United States-China Currency Dispute: Is a Rise in the Yuan Necessary, Inevitable, or Desirable?”, *Global Economy*, Vol. 17, Issue 3, pp. 1-13.

TEKIN-KORU Ayça (2006) “Corruption and the Ownership Composition of the Multinational Firm at the Time of Entry: Evidence from Turkey”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 30, N° 2, Summer, pp. 251-269.

THEVENOT Céline (2006) “Convergence des niveaux de prix à la consommation et intégration de la zone monétaire européenne”, complément du rapport *Politique économique et croissance en Europe* de Philippe Aghion, Elie Cohen et Jean Pisani-Ferry, Conseil d’Analyse Economique, La Documentation française, Paris.

THOMAS Douglas E., GROSSE Robert (2001) “Country-of-origin Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market: the Case of Mexico”, *Journal of International Management*, Vol. 7, Issue 1, pp. 59-79.

TOBIN Jennifer, ROSE-ACKERMAN Susan (2005) “Foreign Direct Investment and the Business Environment in Developing Countries: The Impact of Bilateral Investment Treaties”, *Yale Law & Economics Research Paper*, N° 293.

TOBIN Jennifer, ROSE-ACKERMAN Susan (2011) “When BITs Have Some Bite: The Political-Economic Environment for Bilateral Investment Treaties”, *The Review of International Organizations*, Vol. 6, Issue 1, pp. 1-32.

TREVINO Len J., DANIELS John D., ARBELAEZ Harvey (2002) “Market Reform and FDI in Latin America: An Empirical Investigation”, *Transnational Corporations*, Vol. II, N° 1, April, United Nations Conference on Trade and Development.

UHLENBRUCK Klaus, RODRIGUEZ Peter, DOH Jonathan, EDEN Lorraine (2006) “The Impact of Corruption on Entry Strategy: Evidence from Telecommunication Projects in Emerging Economies”, *Organization Science*, Vol. 17, N° 3, May-June, pp. 402-414.

UNCTAD (1991) *World Investment Report 1991* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1992) *World Investment Report 1992* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1993) *World Investment Report 1993* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1994) *World Investment Report 1994* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1995) *World Investment Report 1995* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1996) *World Investment Report 1996* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1997) *World Investment Report 1997* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1998) *World Investment Report 1998* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (1999) *World Investment Report 1999* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2000) *World Investment Report 2000* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2001) *World Investment Report 2001* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2002) *World Investment Report 2002* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2003) *World Investment Report 2003* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2004) *World Investment Report 2004* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2005) *World Investment Report 2005* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2006) *World Investment Report 2006* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2007) *World Investment Report 2007* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2008) *World Investment Report 2008* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2009) *World Investment Report 2009* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2010) *World Investment Report 2010* New York et Genève, United Nation.

UNCTAD (2011) *World Investment Report 2011* New York et Genève, United Nation.

UNCTC (1983) *Transnational Corporations in World Development*, United Nations, New York.

UNCTC (1988) *Transnational Corporations in World Development – Trends and Prospects*, United Nations, New York.

UNCTC (1991) “Government Policies and Foreign Direct Investment”, *UNCTC Current Studies*, Series a, N° 17.

VASYECHKO Olga (2012) “A Review of FDI Theories: An Application for Transition Economies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 89.

VIJAYAKUMAR Jayaraman, RASHEED Abdul A., TONDKAR Rasoul (2009) “Foreign Direct Investment and Evaluation of Country Risk: An Empirical Investigation”, *The Multinational Business Review*, Vol. 17, N° 3, pp. 181-203.

VIJAYAKUMAR Narayanamurthy, SRIDHARAN Perumal, RAO Kode Chandra Sekhara (2010) “Determinants of FDI in BRICS Countries: A Panel Analysis”, *International Journal of Business Science and Applied Management*, Vol. 5, Issue 3.

VOYER Peter A., BEAMISH Paul W. (2004) “The Effect of Corruption on Japanese Foreign Direct Investment”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 50, pp. 211-224.

WALDKIRCH Andreas (2010) “The Structure of Multinational Activity: Evidence from Germany”, *Applied Economics*, Vol. 42, Issue 24, pp. 3119-3133.

WALSH James P., YU Jiangyan (2010) “Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach”, *IMF Working Papers*, WP/10/187.

WANG Zhen Quan, SWAIN Nigel (1997) “Determinants of Inflow of Foreign Direct Investment in Hungary and China: Time-Series Approach”, *Journal of International Development*, Vol. 9, N° 5, pp. 695-726.

WEI Shang-Jin (2000a) “How Taxing is Corruption on International Investors?”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, N° 1, February.

WEI Shang-Jin (2000b) “Local Corruption and Global Capital Flows”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 31, Issue 2, pp. 303-354.

WHEELER David, MODY Ashoka (1992) “International Investment Location Decisions – The Case of U.S. Firms”, *Journal of International Economics*, Vol. 33, pp. 57-76.

WILKINS Mira (1970) *The Emergence of Multinational Enterprise: American Business Abroad from the Colonial Era to 1914*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

WILKINS Mira (1989) *The History of Foreign Investment in the United States to 1914*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

WOODWARD Douglas P., ROLFE Robert J. (1993) “The Location of Export-Oriented Foreign Direct Investment in the Caribbean Basin”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 24, N° 1, pp. 121-144.

WORLD BANK (1997) *Helping Countries Combat Corruption – The Role of the World Bank*, Poverty Reduction and Economic Management, The World Bank.

WU Shih-Ying (2006) “Corruption and Cross-Border Investment by Multinational Firms”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, pp. 839-856.

XING Yuqing, WAN Guanghua (2006) “Exchange Rates and Competition for FDI in Asia”, *World Economy*, Vol. 29, Issue 4, pp. 419-434.

YEAPLE Stephen Ross (2003) “The Role of Skill Endowments in the Structure of U.S. Outward Foreign Direct Investment”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, N° 3, August, pp. 726-734.

YOUNG Kan H. (1988) “The Effects of Taxes and Rates of Return on Foreign Direct Investment in the United States”, *National Tax Journal*, Vol. 41, N° 1, March, pp. 109-121.

ZOROMÉ Ahmed (2007) “Concept of Offshore Financial Centers: In Search or an Operational Definition”, *IMF Working Paper*, WP/07/87.

# Annexe

---

# ***ANNEXE 1***

## ***La règle de la parité de pouvoir d'achat (PPA)***

### La PPA absolue

Toute compréhension de la version absolue de la parité de pouvoir d'achat passe nécessairement par la compréhension préalable du concept de loi du prix unique (LPU). La LPU stipule que, dans le cas où les hypothèses de concurrence pure et parfaite seraient effectivement respectées, les prix de chaque bien pris séparément et convertis dans la même monnaie tendraient à s'égaliser, formant ainsi un prix unique sur le plan international. En supposant un monde à deux pays, domestique et étranger, nous pouvons formaliser cette loi par l'équation suivante :

Pour tout bien  $i$ ,

$$N \cdot P_i = P^* \cdot i, \quad \text{ce qui équivaut à écrire en logarithme :} \quad (1)$$

$$n + p_i = p^* \cdot i$$

$N$  représentant le taux de change nominal au certain de la monnaie domestique ( $n$  étant son logarithme),  $P_i$  et  $P^* \cdot i$  symbolisant respectivement les prix du bien  $i$  exprimés en monnaie domestique et étrangère (soit  $p_i$  et  $p^* \cdot i$  en logarithme).

La logique de cette égalité fait appel au comportement rationnel des agents qui s'exprime par le biais de l'arbitrage. Toute différence de prix pour *le même bien*  $i$  entre deux pays laisse place à un gain potentiel pour les individus qui peuvent, dès lors, acheter  $i$  sur le marché le moins cher afin de le revendre sur l'autre marché. Cette action a pour effet de modifier le jeu de l'offre et de la demande du produit dans chaque économie allant dans le sens d'une réduction des écarts de prix. Le mécanisme fonctionne alors jusqu'à ce que le gain possible disparaisse, c'est-à-dire jusqu'à l'obtention du prix unique. Il va de soi que la vérification de l'arbitrage, et donc de la LPU, suppose l'absence de toute barrière aux échanges accompagnée de la nullité des coûts de transport au sein de marchés compétitifs.

La théorie de la parité de pouvoir d'achat (PPA) absolue repose fondamentalement sur la loi du prix unique, en ce sens que si cette dernière est respectée pour tout bien  $i$ , elle devrait également l'être de manière agrégée pour des paniers constitués par certains de ces biens. Bien entendu, cette relation ne peut prévaloir qu'à la condition que lesdits paniers soient composés de produits similaires et qu'ils soient soumis à des systèmes de pondérations identiques. En adoptant à nouveau les hypothèses de la LPU, la version absolue de la parité de pouvoir d'achat peut être exprimée par :

$$N \cdot P = P^* \text{ ou encore } N = P^* / P, \text{ soit en terme logarithmique :} \quad (2)$$

$$n + p = p^* \text{ ou encore } n = p^* - p$$

Avec  $P$  et  $P^*$ , les indices de prix nationaux et étrangers des paniers de référence choisis ( $p$  et  $p^*$  leur logarithme) et  $N$ , le taux de change nominal au certain de la monnaie domestique ( $n$  en logarithme).

Le respect de la PPA absolue implique donc que le niveau du taux de change nominal se fixe de manière à compenser le rapport des prix entre les pays considérés. Autrement dit, l'arbitrage permettrait d'obtenir un seul et même niveau général des prix exprimé dans la même monnaie. Il nous est possible de mettre en lumière cette relation à travers les prix relatifs, c'est-à-dire par le biais du taux de change réel,  $R$  :

Par définition, la formalisation du taux de change réel (coté au certain) est :

$$R = N / P^* / P \quad (\text{ou en logarithme : } r = n - p^* - p),$$

Or, si la condition de PPA absolue (2) est respectée on obtient :

$$R = 1 \quad (\text{soit } r = 0 \text{ en logarithme}) \quad (3)$$

Les points communs entre parité de pouvoir d'achat absolue et loi du prix unique ne doivent cependant pas cacher les différences importantes qui caractérisent ces deux concepts. D'une part, en prônant *l'égalisation moyenne* des prix d'un panier de bien, la PPA absolue n'impose pas nécessairement que chaque prix des biens du panier pris

séparément respecte la loi du prix unique. De ce point de vue elle apparaît donc comme plus latitudinaire. D'autre part, contrairement à la loi du prix unique qui ne fait référence qu'à un mécanisme d'ajustement dans un monde parfaitement concurrentiel, la PPA absolue est perçue comme une véritable théorie du taux de change à elle seule. En effet, elle a le mérite de proposer non seulement une méthode de détermination du taux de change mais également une norme à laquelle il peut être comparé. Cette norme serait exclusivement basée sur les écarts du niveau général des prix de chaque économie.

Toutefois, la loi du prix unique n'en demeure pas moins le fondement essentiel sur lequel se base la PPA absolue, ce qui constituera également son principal défaut. En effet, les hypothèses nécessaires à l'égalisation des prix par l'arbitrage sont bien trop restrictives pour être adaptées à la réalité. On ne peut nier l'existence de coûts de transport, de barrières à l'échange international (tarifaires et non tarifaires) et de marchés non concurrentiels qui ont tendance à griffer ce principe de LPU<sup>324</sup> et de PPA absolue. La présence de biens non échangeables nous en fournit une parfaite illustration. Le mécanisme d'unification des prix des produits par le commerce mondial ne peut évidemment pas se mettre en place au sein d'un secteur abrité de toute concurrence internationale. De fait, l'apparition de distorsions de change par rapport au taux de PPA à moyen terme devient quasiment inévitable. En outre, la condition de stricte homogénéité des biens dans tous les pays est, elle aussi, irrecevable. Par ailleurs, la validité empirique de la PPA absolue souffre du fait que la plupart des statistiques de prix procurées par les pays sont proposées sous forme d'indice calculé par rapport à une année de base (Rogoff (1995)). Ainsi s'il est possible de comparer les taux d'inflation entre les pays, il n'en est pas de même pour les niveaux des prix. C'est en cela que la deuxième forme de parité de pouvoir d'achat révèle toute sa force.

---

<sup>324</sup> Les fameuses comparaisons de prix internationales effectuées sur les « Big Mac » (indice Big Mac) par le magazine *The Economist* à partir de 1986 tendent à abonder dans ce sens.

## La PPA relative

D'aspect moins contraignante que son pendant absolu, la PPA relative se trouve être préférée par les économistes en raison d'une meilleure adéquation théorique et empirique<sup>325</sup>. Cette fois-ci, il ne sera plus question de se pencher sur les taux de change nominaux et les rapports de prix *en niveau* mais plutôt de s'intéresser à leur *variation*. La PPA relative stipule ainsi que les différentiels d'inflation doivent être compensés par l'évolution du taux de change nominal. Dans ce cas l'expression du taux de change nominal devient :

$$N = \alpha P^* / P \quad (\text{soit } n = \alpha + P^* - P \text{ en logarithme}) \quad (4)$$

Avec  $\alpha$ , constante retraçant les obstacles aux échanges mais également les différences de pondération des indices de prix susceptibles de faire dévier le taux de change nominal de la PPA absolue<sup>326</sup>. On peut donc en déduire la relation suivante :

$$\Delta N = \Delta P^* - \Delta P \quad (5)$$

$\Delta$  faisant référence au taux de croissance des variables<sup>327</sup>.

Les variations du taux de change nominal compensant l'intégralité des écarts de variations des prix des pays considérés, il devrait en résulter la constance du taux de change réel (R), soit pour les instants t et t-1:

$$R_t = R_{t-1} \text{ ou encore } \Delta R = 0 \quad (6)$$

Le cadre d'analyse proposé par la PPA relative apparaît comme moins rigide que celui mis en place par la version absolue en ceci qu'il autorise l'assouplissement des hypothèses initiales. En effet, la PPA relative peut être respectée quand bien même des imperfections de concurrence ( $\alpha$ ) sont présentes sur le marché tout du moins tant que

---

<sup>325</sup> La toute première vérification empirique de la PPA proposée par Cassel (1916) se focalise notamment sur sa version relative.

<sup>326</sup> Par conséquent la PPA absolue suppose  $\alpha = 1$ .

<sup>327</sup> Ainsi pour les instants t et t-1 on obtient :  $\Delta N = (N_t - N_{t-1}) / N_{t-1}$

celles-ci ne varient pas dans le temps. Par ailleurs, en se référant à des intervalles de temps plutôt qu'à des niveaux, la PPA relative ne prédit plus la stricte égalisation des parités de pouvoirs d'achat à tout instant. En revanche elle demeure limitée du fait que sa validation nécessite l'acceptation du postulat d'homogénéité. Si l'on en croit Dornbusch (1987, pp 1076), « ... la PPA ne peut être respectée, même sous sa forme relative, que si les perturbations remplissent les conditions du postulat d'homogénéité de la théorie monétariste. Le postulat d'homogénéité stipule qu'une perturbation purement monétaire, laissant tous les prix relatifs d'équilibre inchangés, conduira à une variation 'equi-proportionnelle' de la monnaie et de tous les prix, parmi lesquels celui du taux de change ». Ainsi, à défaut de se bâtir à partir de la loi du prix unique, la version relative de la PPA va, quant à elle, prendre racine dans la théorie quantitative de la monnaie.

## ***ANNEXE 2***

## ***Comparaison mondiale des coûts du travail***

### ***Indice des rémunérations du travail par heure dans l'industrie manufacturière en 2010 (Etats-Unis = 100)***

<b>Pays</b>	<b>Année : 2010</b>
Norvège	166
Suisse	153
Belgique	146
Danemark	131
Suède	126
Allemagne	126
Finlande	122
Autriche	118
Pays-Bas	118
Australie	117
France	117
Irlande	104
Canada	103
<b>Etats-Unis</b>	<b>100</b>
Italie	96
Japon	92
Royaume-Uni	85
Espagne	77
Grèce	64
Nouvelle-Zélande	59
Israël	58
Singapour	55
Corée du Sud	48
Argentine	36
Portugal	34
République Tchèque	33
Slovaquie	31
Brésil	29
Estonie	27
Hongrie	24
Taiwan	24
Pologne	23
Mexique	18
Philippines	5

Source : Bureau of Labor Statistics, International Comparisons database, International Comparisons of Hourly Compensation Costs in Manufacturing, 2010

## ***ANNEXE 3***

## Construction de l'indicateur du taux de change réel

### Les éléments d'une comptabilité mondiale

Les variables désignent les prix « p » ou les quantités « q ». Les notations en indices représentent le pays « i » ou le monde « . », pour l'année de base « o » ou l'année courante « t », et pour les différents produits « k ». N représente le taux de change nominal, mesuré au certain, de la monnaie nationale par rapport au numéraire utilisé pour les prix mondiaux. Pour simplifier les relations, on omet ici les coefficients 100 caractérisant les pourcentages.

Quelle que soit la monnaie nationale utilisée au départ comme numéraire (point de passage), le pouvoir d'achat de ce numéraire diffère de celui de la monnaie nationale retenue puisque, par construction, il est défini sur l'ensemble du monde. Ainsi, le rapport entre le pouvoir d'achat du « dollar mondial » et celui du « dollar US » est égal au rapport entre la moyenne des prix américains et la moyenne des prix mondiaux.

Année de base o

$$\text{Taux de parité de pouvoir d'achat } PPA_{i0} = \frac{\sum_k p_{ko} q_{iko}}{\sum_k p_{iko} q_{iko}}$$

$$\text{Indice de taux de change réel } TCR_{i0} = \frac{N_{i0}}{PPA_{i0}} = \frac{N_{i0} \times \sum_k p_{iko} q_{iko}}{\sum_k p_{ko} q_{iko}}$$

= Niveau relatif des prix par rapport à la moyenne mondiale.

$$\text{Part dans la production aux prix mondiaux de base } VMB_{i0} = \frac{\sum_k p_{ko} q_{iko}}{\sum_k p_{ko} q_{ko}}$$

= Indice de volume dans l'espace, mesuré au taux de PPA de l'année de base.

$$\text{Part dans le revenu mondial } VI_{i0} = \frac{N_{i0} \times \sum_k p_{iko} q_{iko}}{\sum_k p_{ko} q_{ko}} = TCR_{i0} \times VMB_{i0}$$

= Indice de valeur internationale.

Année courante t

Pour simplifier, on ne fait pas figurer dans les relations la notation « k » des produits sur lequel s'effectuent les sommations.

$$\text{Taux de parité de pouvoir d'achat } PPA_{it} = \frac{\sum p_{it} q_{it}}{\sum p_{it} q_{it}}$$

$$\text{Indice de taux de change réel } TCR_{it} = \frac{N_{it}}{PPA_{it}} = \frac{N_{it} \times \sum p_{it} q_{it}}{\sum p_{it} q_{it}}$$

= Niveau relatif des prix par rapport à la moyenne mondiale.

$$\text{Part dans la production aux prix mondiaux courants } VM_{it} = \frac{\sum p_{it} q_{it}}{\sum p_{it} q_{it}}$$

= Indice de volume dans l'espace, mesuré au taux de PPA de l'année courante.

$$\text{Part dans le revenu mondial courant } VI_{it} = \frac{N_{it} \times \sum p_{it} q_{it}}{\sum p_{it} q_{it}} = TCR_{it} \times VM_{it}$$

= Indice de valeur internationale.

Décomposition de l'indice de volume dans l'espace

$$VM_{it} = \underbrace{\left[ \frac{\sum p_{it} q_{it}}{\sum p_{o0} q_{it}} \cdot \frac{\sum p_{o0} q_{it}}{\sum p_{o0} q_{it}} \right]}_{TE_{i(t/o)}} \times \underbrace{\left[ \frac{\sum p_{o0} q_{it}}{\sum p_{o0} q_{it}} \right]}_{VMB_{it}}, \text{ avec:}$$

$TE_{i(t/o)}$  = Incidence, sur la valorisation du PIB, des termes de l'échange, c'est-à-dire de l'évolution des prix relatifs mondiaux des produits par rapport à l'année de base, et

$VMB_{it}$  = Part dans la production aux prix mondiaux de base = Indice de volume comparable dans le temps, mesuré au taux de PPA de l'année de base.

#### **Le partage du revenu mondial au cours du temps**

Les éléments précédents se regroupent logiquement de la façon suivante :

$$VI_{it} = [TCR_{it} \times TE_{i(t/o)}] \times [VMB_{it}]$$

Le premier terme entre crochets représente la **composante prix**, qui comprend l'*élément géographique* TCR et l'*élément sectoriel* TE.

Le second terme entre crochets représente la **composante volume**, comparable dans le temps.

#### **Interprétation des données CHELEM-PIB**

Dans CHELEM-PIB, les volumes aux prix relatifs mondiaux utilisent comme numéraire le « dollar US ». La comparaison des données nationales et des données mondiales permet néanmoins de retrouver la logique du « dollar mondial ».

Faute de pouvoir calculer directement VMB, on utilise une extrapolation VX, avec :

$$VMB_{it} = \{VX_{it}\} \cdot \{VS_{i(t/o)}\}, \text{ où}$$

$$= \left\{ \frac{\sum p_{o}q_{io}}{\sum p_{o}q_{o}} \times \left[ \frac{\sum p_{io}q_{it}}{\sum p_{io}q_{io}} \cdot \frac{\sum p_{o}q_{it}}{\sum p_{o}q_{o}} \right] \right\} \cdot \left\{ \frac{\sum p_{io}q_{it}}{\sum p_{io}q_{io}} \cdot \frac{\sum p_{o}q_{it}}{\sum p_{o}q_{io}} \right\}$$

$VX_{it}$  = extrapolation de la part en volume, en utilisant l'indice de volume aux prix de base du pays, et

$VS_{i(t/o)}$  = biais sur la croissance en volume du PIB, dû à l'écart de structure sectorielle entre les prix relatifs nationaux et les prix relatifs mondiaux de l'année de base.

Si l'on ne peut pas non plus séparer TCR et TE, on a en définitive :

$$VI_{it} = \underbrace{\left[ TCR_{it} \times TE_{i(t/o)} \times \frac{1}{VS_{i(t/o)}} \right]}_{TV_{it}} \times \underbrace{\left[ VMB_{it} \times VS_{i(t/o)} \right]}_{VX_{it}}$$

où TV représente le **taux de valorisation** et VX l'**extrapolation de la part en volume**, mesurée au taux de PPA de l'année de base.

Source : Lafay (2004, pp. 20-22).

## ***ANNEXE 4***

## **Estimations avec le modèle à effets fixes**

**Tableau 3-b : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* sur la période 2004 - 2010, ensemble de l'échantillon, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *effets fixes* – à comparer au tableau 3 du chapitre 2, sous-section II.2)

Noms des variables	Régression n° 1	Régression n° 2	Régression n° 3	Régression n° 4	Régression n° 5	Régression n° 6
	<i>SUP</i> = 0	<i>SUP</i> = taux d'inflation	<i>SUP</i> = Part de fioul dans les exportations totales de marchandise	<i>SUP</i> = Taux d'endettement public	<i>SUP</i> = Indice de liberté d'entreprendre	<i>SUP</i> = indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme
Variable à expliquer retardée	0.26 (6.92)*	0.29 (7.73)*	0.26 (6.88)*	0.25 (6.42)*	0.26 (6.95)*	0.27 (7.08)*
Taux de croissance retardé	0.16 (1.98)*	0.14 (1.66)**	0.16 (1.96)*	0.12 (1.49)	0.16 (2.03)*	0.16 (1.93)**
Taux d'ouverture	0.10 (3.59)*	0.08 (2.76)*	0.09 (3.29)*	0.11 (3.75)*	0.10 (3.47)*	0.10 (3.58)*
Taux de change réel	-0.01 (-2.23)*	-0.02 (-2.69)*	-0.02 (-3.03)*	-0.02 (-3.59)*	-0.01 (-2.47)*	-0.01 (-2.37)*
Consommation/PIB	0.14 (2.10)*	0.17 (2.06)*	0.16 (2.22)*	0.17 (2.35)*	0.15 (2.12)*	0.14 (2.05)*
Taux de chômage	0.17 (1.68)**	0.23 (1.74)**	0.14 (1.67)**	0.23 (1.74)**	0.17 (1.65)**	0.16 (1.79)**
Capitalisation boursière/PIB	-0.04 (-3.07)*	-0.02 (-2.15)*	-0.03 (-2.92)*	-0.04 (-3.40)*	-0.04 (-3.02)*	-0.03 (-3.10)*
Croissance de l'épargne	0.04 (3.45)*	0.04 (3.22)*	0.04 (3.56)*	0.04 (3.13)*	0.04 (3.46)*	0.04 (3.44)*
Variable supplémentaire ( <i>SUP</i> )	-	0.13 (1.51)	0.08 (1.29)	-0.01 (-1.15)	0.01 (0.34)	0.24 (0.15)
C	-	-	-	-	-	-
R2 ajusté	0.40	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40
Nombre d'observations	410	410	410	410	410	410
Nombre de Pays	64	64	64	64	64	64

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les constantes spécifiques à chaque pays ne sont pas reprises. Les nombres entre parenthèses correspondent aux t de student robustes à l'hétéroscédasticité. Les écarts-types correspondants sont calculés à partir d'une matrice robuste à l'hétéroscédasticité (Robust-White). Les tests F choisissent dans tous les cas le *pooling* de préférence aux effets fixes.

*Source* : calculs de l'auteur.

**Tableau 10-b : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays européens sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *effets fixes* – à comparer au tableau 10 du chapitre 2, sous-section III.2.1)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1998-2010	Régression EY Période retenue 1998-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.19 (4.09)*	0.15 (3.25)*	0.14 (1.72)**
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.05 (1.58)	-0.02 (-0.94)	0.04 (2.46)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.01 (2.40)*	0.04 (4.27)*	0.004 (3.16)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-2.96)*	-0.002 (-1.76)**	-0.01 (-1.63)
<i>Consommation/PIB</i>	0.01 (0.95)	-0.03 (-0.76)	0.01 (0.78)
<i>Taux de chômage</i>	0.02 (1.28)	0.04 (1.22)	0.06 (2.54)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.01 (0.97)	0.02 (0.29)	-0.01 (-0.04)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.02 (0.89)	0.009 (1.60)	0.04 (3.17)*
<i>C</i>	-	-	-
<b>R2 ajusté</b>	0.42	0.60	0.41
<b>Nombre d'observations</b>	358	158	200
<b>Nombre de Pays</b>	31	29	31

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les constantes spécifiques à chaque pays ne sont pas reprises. Les nombres entre parenthèses correspondent aux t de student robustes à l'hétéroscédasticité. Les écarts-types correspondants sont calculés à partir d'une matrice robuste à l'hétéroscédasticité (Robust-White). Les tests F choisissent dans tous les cas le *pooling* de préférence aux effets fixes.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

**Tableau 24-b : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, ensemble de l'échantillon, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *effets fixes* – à comparer au tableau 24 du chapitre 3, sous-section II.2.2)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1995-2000	Régression IDE Période retenue 2001-2006	Régression IDE Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.30 (9.62)*	0.45 (6.22)*	0.25 (5.05)*	0.34 (9.41)*
<i>Taux de croissance</i>	0.09 (2.54)*	-0.007 (-0.08)	0.08 (2.07)*	0.15 (2.18)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.03 (3.78)*	0.06 (1.93)**	0.10 (4.01)*	0.09 (2.78)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-1.45)	-0.09 (-1.38)	-0.01 (-0.67)	0.05 (1.21)
<i>Consommation/PIB</i>	0.13 (3.26)*	0.06 (0.51)	0.26 (2.61)*	0.28 (2.39)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.02 (7.55)*	0.01 (2.01)*	0.03 (3.51)*	0.02 (2.62)*
<i>Taux d'endettement public</i>	-0.02 (-2.52)*	-0.12 (-3.46)*	-0.05 (-2.13)*	-0.07 (-2.28)*
<i>C</i>	-	-	-	-
<b>R2 ajusté</b>	0.56	0.59	0.51	0.67
<b>Nombre d'observations</b>	894	266	375	253
<b>Nombre de Pays</b>	64	57	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les constantes spécifiques à chaque pays ne sont pas reprises. Les nombres entre parenthèses correspondent aux t de student robustes à l'hétéroscédasticité. Les écarts-types correspondants sont calculés à partir d'une matrice robuste à l'hétéroscédasticité (Robust-White). Les tests F choisissent dans tous les cas le *pooling* de préférence aux effets fixes.

Les tests de Chow nous indiquent une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

**Tableau 31-b : Régressions spécifiques déterminant les *investissements productifs* sur la période 1995 - 2010, pays de l'OCDE, données des *investissements productifs* tirées de l'OCDE**

(Variable dépendante : formation brute de capital fixe du secteur privé hors construction résidentielle/PIB, résultats des tests en *effets fixes* – à comparer au tableau 31 du chapitre 3, sous-section III.2.1)

Noms des variables	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1995-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2003	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 2004-2010
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.09 (2.57)*	0.09 (3.04)*	0.13 (4.30)*	0.06 (2.12)*
<i>Taux d'ouverture</i>	-0.02 (-2.04)*	-0.01 (-1.71)**	-0.02 (-1.67)**	0.02 (0.20)
<i>Taux de change réel</i>	-0.02 (-3.62)*	-0.02 (-3.58)*	-0.03 (-5.13)*	-0.04 (-4.53)*
<i>Taux de chômage</i>	-0.39 (-6.57)*	-0.31 (-4.79)*	-0.18 (-2.55)*	-0.11 (-2.07)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.008 (-1.67)**	-0.005 (-2.25)*	-0.008 (-1.96)*	-0.006 (-2.44)*
<i>Taux d'épargne</i>	0.08 (2.36)*	0.06 (2.18)*	0.04 (2.09)*	0.11 (3.06)*
<i>Indice de liberté d'entreprendre</i>	0.02 (2.41)*	0.03 (3.62)*	0.02 (1.99)*	0.02 (3.06)*
<i>C</i>	-	-	-	-
<b>R2 ajusté</b>	0.63	0.61	0.69	0.68
<b>Nombre d'observations</b>	227	190	86	104
<b>Nombre de Pays</b>	15	15	15	15

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Les constantes spécifiques à chaque pays ne sont pas reprises. Les nombres entre parenthèses correspondent aux t de student robustes à l'hétéroscédasticité. Les écarts-types correspondants sont calculés à partir d'une matrice robuste à l'hétéroscédasticité (Robust-White). Les tests F choisissent dans tous les cas le *pooling* de préférence aux effets fixes.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

Comme on le constate dans les tableaux ci-dessus, les résultats sont très proches de ceux obtenus dans les tableaux correspondants figurant dans la thèse.

## ***ANNEXE 5***

## ***Estimation avec le modèle GMM***

### ***(Méthode des Moments Généralisés)***

La présence de problèmes d'endogénéité et d'autocorrélation constitue un problème potentiel des estimations réalisées dans les chapitres 2 et 3. Nous avons donc procédé à différents tests de robustesse, qui se sont révélés concluants. En particulier, dans la présente annexe, nous reproduisons certaines des estimations réalisées dans la thèse, en utilisant une autre technique d'estimation, dite « méthode des moments généralisés » (GMM). Cette procédure a l'avantage considérable de corriger un ensemble de problèmes potentiels (y compris l'endogénéité) sans imposer le recours à des variables supplémentaires (méthodes « classiques » de variables instrumentales, modèle de Kmenta, etc). Elle y parvient par une utilisation intensive des informations contenues dans les variables déjà présentes dans le modèle. En effet, les « instruments » utilisés sont des combinaisons (complexes) des variables explicatives de base. La fameuse méthode initialement suggérée par Arellano et Bond (1991) proposait d'obtenir des estimateurs efficaces en écrivant le modèle en différences premières. L'application de la méthode GMM par ces auteurs invitait à prendre comme instruments des valeurs retardées des variables explicatives en niveaux. Cependant, on a constaté que cette méthode très populaire des moments généralisés linéaires souffrait d'un important biais d'échantillon fini et manquait de précision pour les simulations (Alonso-Borrego et Arellano (1999)). En effet, les niveaux retardés des variables explicatives constituent généralement, des instruments de médiocre qualité pour les différences premières dans cette méthode. Blundell et Bond (1998) ont alors envisagé un autre estimateur. Ils proposent comme instruments les variables explicatives en différence et retardées et travaillent avec des équations en niveaux. Matyas et Sevestre (1996) montrent que cette spécification présente l'avantage supplémentaire de neutraliser la corrélation en série dans les résidus. Dès lors, les estimateurs obtenus à partir de l'équation en niveaux, dans laquelle les instruments sont des variables en différences premières, se révèlent efficaces. Les résultats présentés dans cette annexe s'appuient sur cette dernière procédure en niveaux, plus efficace.

Les résultats obtenus en GMM confirment l'ensemble des résultats antérieurs et les interprétations afférentes. Ainsi, les principaux résultats et conclusions sont

indépendants de la technique d'estimation spécifique. Egalement, les GMM prennent en compte différents problèmes potentiels que nous avons mentionnés et montrent que les estimations en sont relativement peu modifiées.

**Tableau 3c : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* sur la période 2004 - 2010, ensemble de l'échantillon, données *greenfields* du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *GMM* – à comparer au tableau 3 du chapitre 2, sous-section II.2)

Noms des variables	Régression n° 1	Régression n° 2	Régression n° 3	Régression n° 4	Régression n° 5	Régression n° 6
	<i>SUP</i> = 0	<i>SUP</i> = taux d'inflation	<i>SUP</i> = Part de fioul dans les exportations totales de marchandise	<i>SUP</i> = Taux d'endettement public	<i>SUP</i> = Indice de liberté d'entreprendre	<i>SUP</i> = indice de stabilité politique et d'absence de violence/terrorisme
Variable à expliquer retardée	0.49 (10.64)*	0.50 (11.03)*	0.49 (8.68)*	0.49 (9.15)*	0.50 (10.24)*	0.49 (10.47)*
Taux de croissance retardé	0.06 (3.84)*	0.08 (4.62)*	0.07 (3.73)*	0.05 (4.02)*	0.07 (3.65)*	0.06 (3.79)*
Taux d'ouverture	0.04 (2.07)*	0.05 (2.21)*	0.04 (2.63)*	0.05 (2.38)*	0.05 (2.12)*	0.04 (2.02)*
Taux de change réel	-0.04 (-4.55)*	-0.03 (-3.38)*	-0.03 (-3.79)*	-0.03 (-3.04)*	-0.04 (-4.51)*	-0.03 (-3.64)*
Consommation/PIB	0.01 (1.98)*	0.009 (1.96)*	0.009 (1.88)**	0.01 (2.01)*	0.01 (1.95)**	0.009 (1.93)**
Taux de chômage	0.02 (2.93)*	0.04 (2.75)*	0.03 (2.70)**	0.03 (3.51)*	0.02 (2.80)*	0.03 (2.74)*
Capitalisation boursière/PIB	-0.009 (-1.65)**	-0.008 (-1.72)**	-0.008 (-1.84)**	-0.008 (-1.73)**	-0.009 (-1.69)**	-0.009 (-1.66)**
Croissance de l'épargne	0.01 (2.26)*	0.02 (2.34)*	0.01 (2.47)*	0.01 (2.17)*	0.02 (2.29)*	0.02 (2.24)*
Variable supplémentaire ( <i>SUP</i> )	-	0.07 (0.94)	0.04 (0.87)	-0.06 (-1.39)	0.08 (0.82)	0.11 (1.23)
C	-	-	-	-	-	-
R2 ajusté	0.38	0.39	0.38	0.38	0.39	0.38
Nombre d'observations	410	410	410	410	410	410
Nombre de Pays	64	64	64	64	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Un test de  $\chi^2$ , correspondant aux GMM, conduit au choix d'une matrice appropriée d'instruments pour le calcul.

Source : calculs de l'auteur.

**Tableau 10c : Régressions déterminant la localisation des *greenfields* vers les pays européens sur la période 1998-2010, données *greenfields* de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *GMM* – à comparer au tableau 10 du chapitre 2, sous-section III.2.1)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1998-2010	Régression EY Période retenue 1998-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.28 (8.52)*	0.27 (7.73)*	0.30 (9.36)*
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.07 (1.68)**	0.05 (1.58)	0.10 (3.61)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.009 (2.13)*	0.01 (1.99)*	0.006 (2.94)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.02 (-2.67)*	-0.01 (-2.04)*	-0.01 (-0.53)
<i>Consommation/PIB</i>	0.03 (1.36)	0.01 (0.25)	0.02 (1.27)
<i>Taux de chômage</i>	0.04 (1.40)	0.03 (0.67)	0.03 (2.88)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.008 (-0.05)	-0.01 (-0.72)	-0.007 (-0.67)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.03 (0.41)	0.08 (1.69)	0.02 (1.95)**
<i>C</i>	-	-	-
<b>R2 ajusté</b>	0.38	0.51	0.40
<b>Nombre d'observations</b>	358	158	200
<b>Nombre de Pays</b>	31	29	31

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Un test de  $\chi^2$ , correspondant aux GMM, conduit au choix d'une matrice appropriée d'instruments pour le calcul.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

**Tableau 24c : Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 1995 - 2010, ensemble de l'échantillon, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *effets fixes* – à comparer au tableau 24 du chapitre 3, sous-section II.2.2)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1995-2010	Régression IDE Période retenue 1995-2000	Régression IDE Période retenue 2001-2006	Régression IDE Période retenue 2007-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.39 (7.51)*	0.28 (7.49)*	0.32 (4.07)*	0.44 (8.20)*
<i>Taux de croissance</i>	0.15 (4.23)*	0.10 (1.98)*	0.17 (5.13)*	0.14 (2.35)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.01 (2.25)*	0.03 (2.14)*	0.007 (1.98)*	0.02 (3.16)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.008 (-0.54)	-0.01 (-1.17)	-0.005 (-0.06)	0.01 (0.81)
<i>Consommation/PIB</i>	0.04 (2.69)*	0.01 (0.55)	0.08 (3.78)*	0.06 (1.99)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.06 (4.29)*	0.09 (2.63)*	0.02 (5.42)*	0.05 (4.33)*
<i>Taux d'endettement public</i>	-0.03 (-1.65)**	-0.01 (-1.36)	-0.05 (-1.71)**	-0.02 (-1.48)
<i>C</i>	-	-	-	-
<b>R2 ajusté</b>	0.55	0.49	0.53	0.60
<b>Nombre d'observations</b>	894	266	375	253
<b>Nombre de Pays</b>	64	57	64	64

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Un test de  $\chi^2$ , correspondant aux GMM, conduit au choix d'une matrice appropriée d'instruments pour le calcul.

Les tests de Chow nous indiquent une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

**Tableau 31c : Régressions spécifiques déterminant les *investissements productifs* sur la période 1995 - 2010, pays de l'OCDE, données des *investissements productifs* tirées de l'OCDE**

(Variable dépendante : formation brute de capital fixe du secteur privé hors construction résidentielle/PIB, résultats des tests en *GMM* – à comparer au tableau 31 du chapitre 3, sous-section III.2.1)

Noms des variables	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1995-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2010	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 1998-2003	Régression <i>investissement productif</i> Période retenue 2004-2010
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.26 (4.97)*	0.19 (4.04)*	0.22 (4.65)*	0.17 (3.25)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.009 (0.83)	0.01 (1.19)	0.01 (0.72)	0.008 (1.54)
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-2.16)*	-0.02 (-2.32)*	-0.01 (-4.44)*	-0.05 (-2.17)*
<i>Taux de chômage</i>	-0.09 (-2.61)*	-0.11 (-3.47)*	-0.16 (-4.86)*	-0.07 (-3.68)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.09 (-1.97)*	-0.07 (-2.16)*	-0.07 (-2.33)*	-0.05 (-2.71)*
<i>Taux d'épargne</i>	0.12 (4.65)*	0.08 (3.75)*	0.06 (2.95)*	0.08 (4.16)*
<i>Indice de liberté d'entreprendre</i>	0.11 (3.54)*	0.09 (3.58)*	0.13 (2.60)*	0.08 (4.43)*
C	-	-	-	-
<b>R2 ajusté</b>	0.62	0.58	0.63	0.57
<b>Nombre d'observations</b>	227	190	86	104
<b>Nombre de Pays</b>	15	15	15	15

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Un test de  $\chi^2$ , correspondant aux GMM, conduit au choix d'une matrice appropriée d'instruments pour le calcul.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

## ***ANNEXE 6***

## **Régressions déterminant la localisation des greenfields vers les pays en développement et émergents entre 2004 et 2008, données greenfields du FDI Markets**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB,  
résultats des tests en *pooling* – à comparer au tableau 7 du chapitre 2, sous-section  
II.4.2)

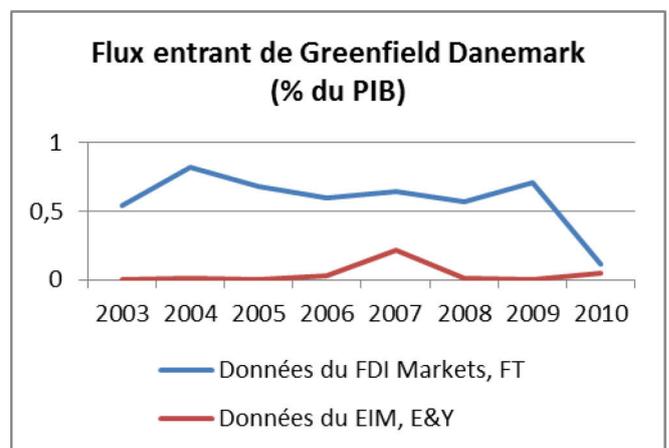
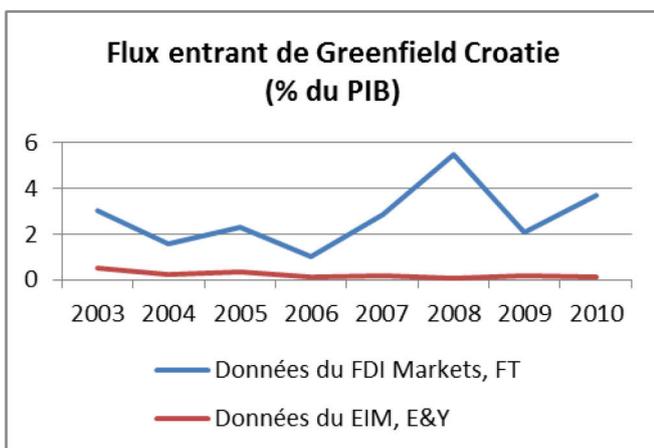
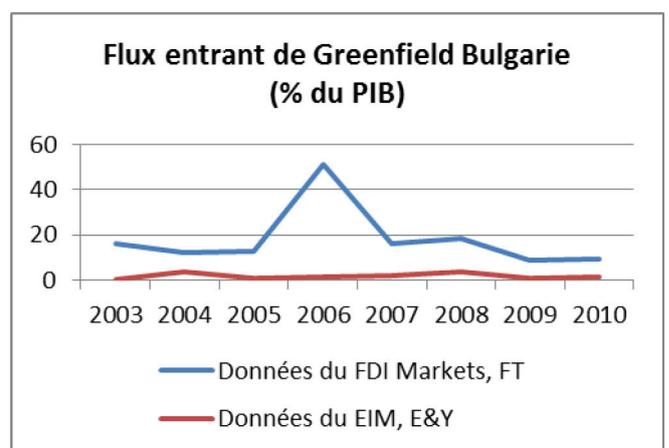
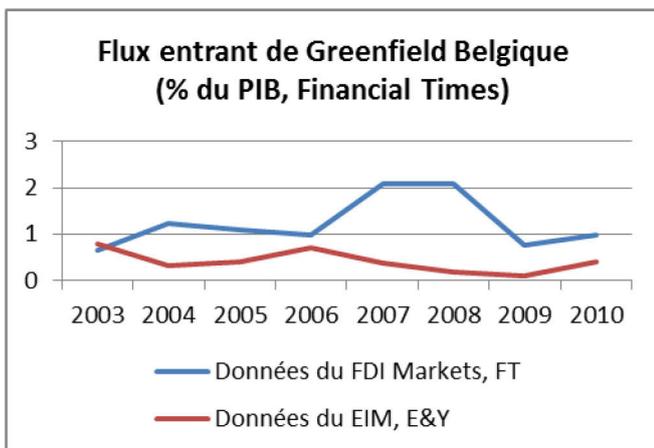
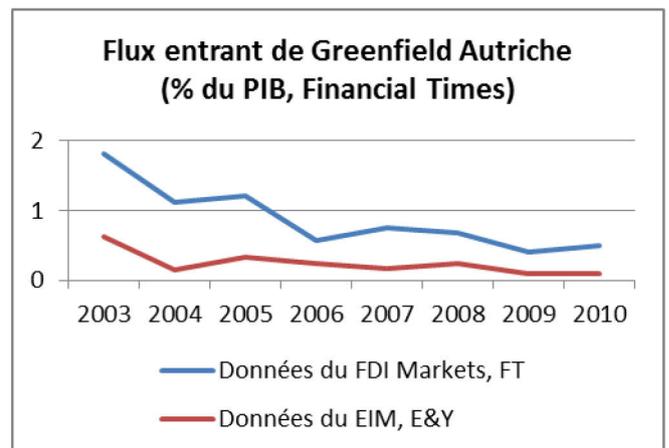
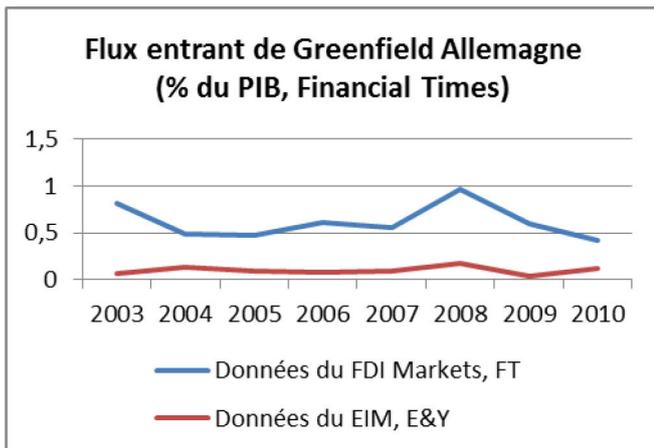
Noms des variables	Régression n°1 Période retenue 2004-2008
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.37 (4.48)*
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.18 (0.80)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.05 (3.21)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.05 (-1.11)
<i>Consommation/PIB</i>	0.15 (2.19)*
<i>Taux de chômage</i>	0.24 (1.44)
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	-0.01 (-1.05)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.12 (3.15)*
C	-14.27 (-2.26)*
<b>R2 ajusté</b>	0.27
<b>Nombre d'observations</b>	148
<b>Nombre de Pays</b>	32

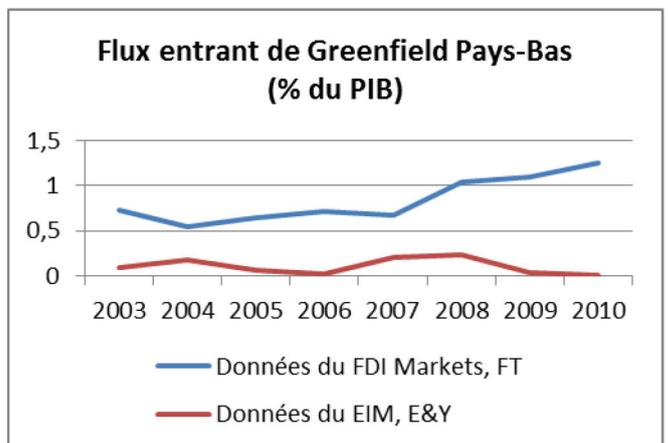
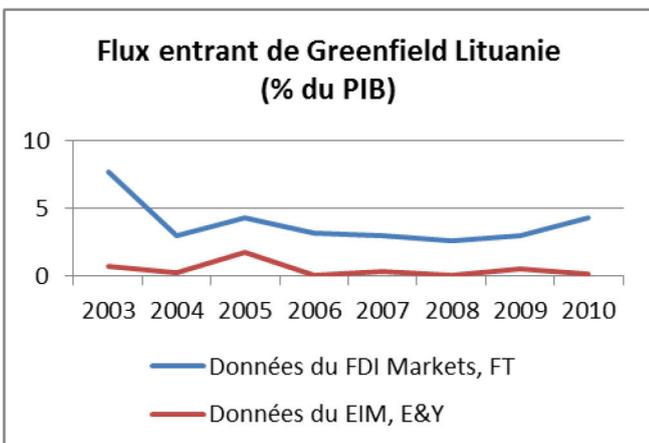
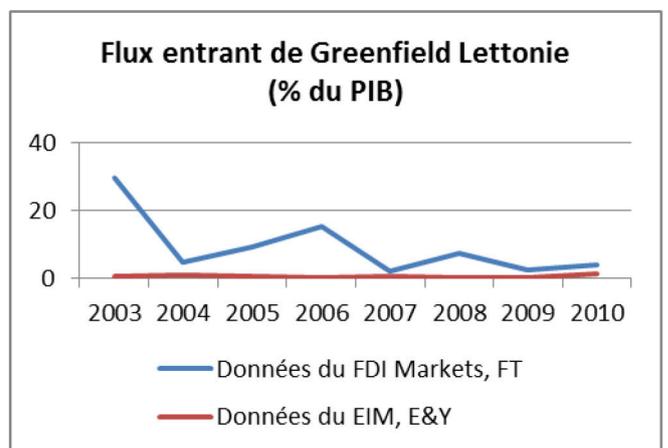
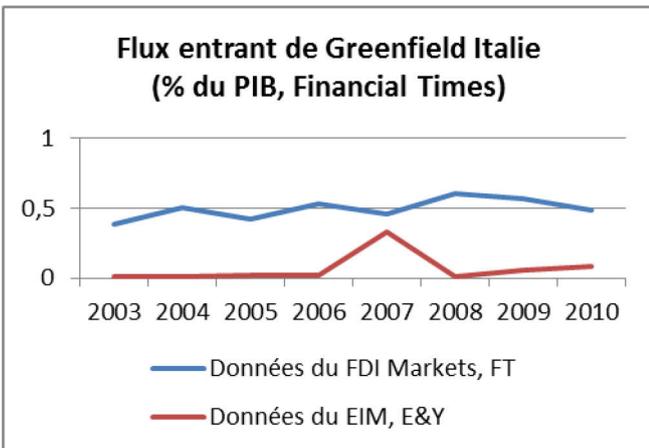
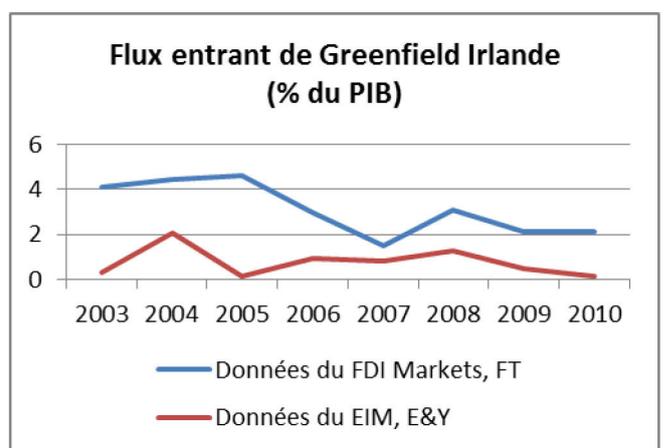
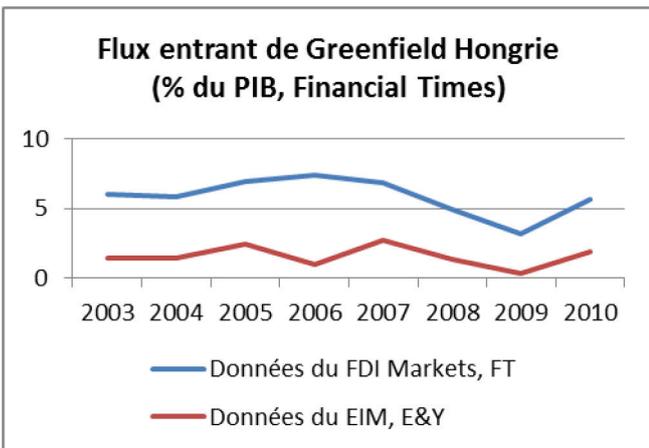
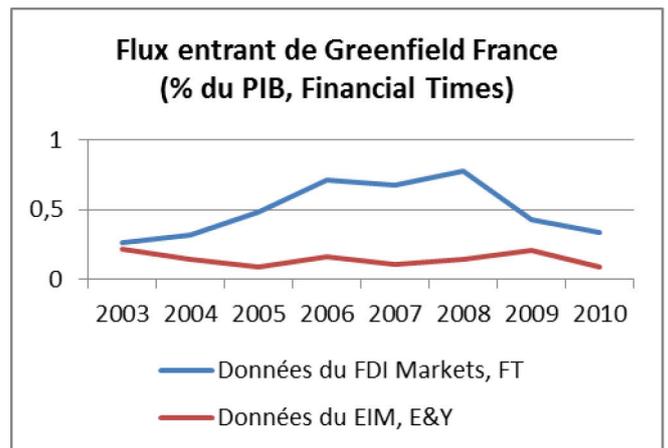
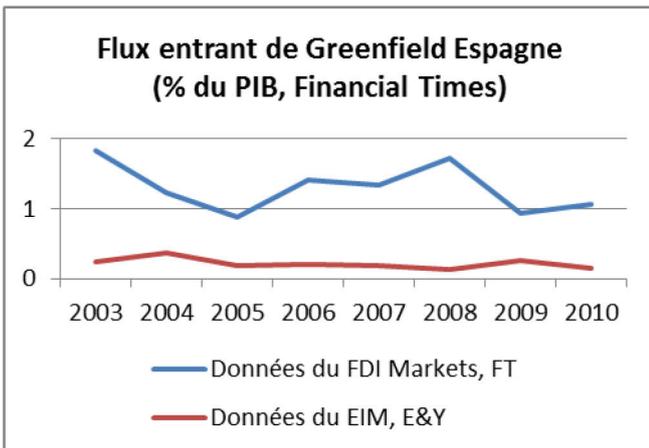
*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

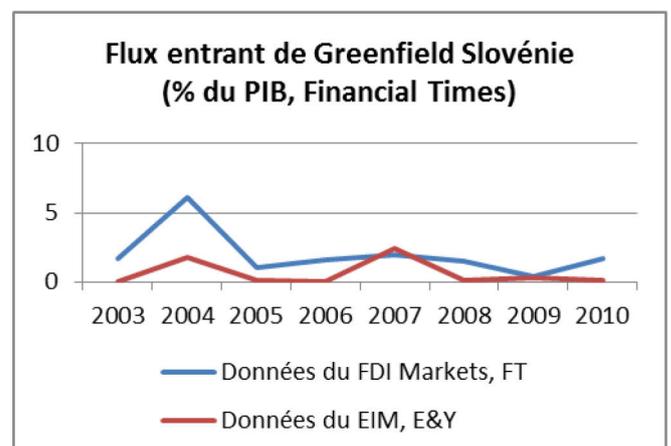
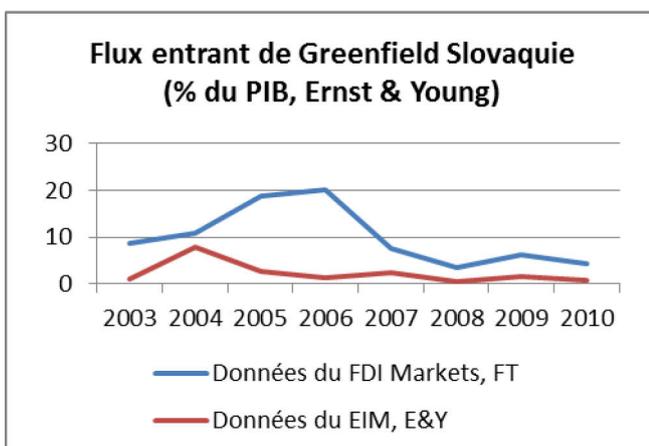
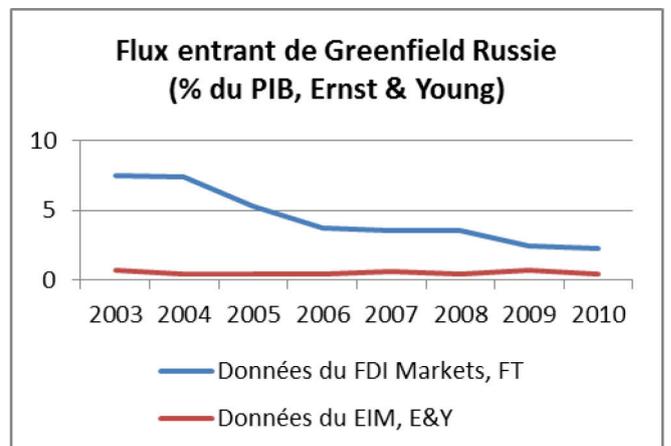
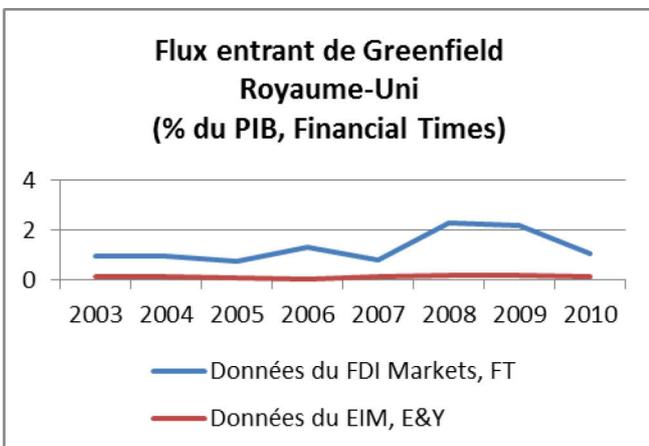
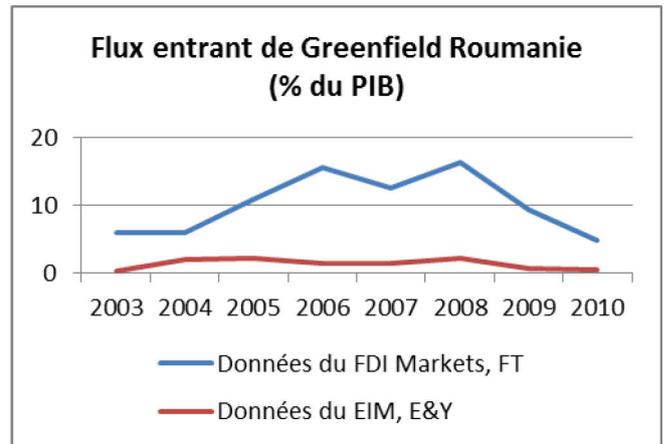
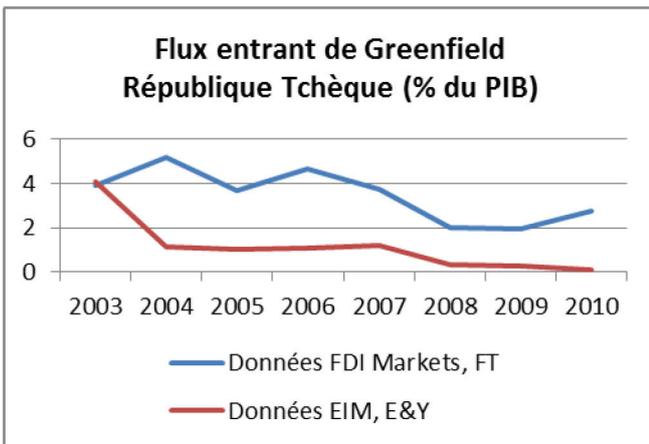
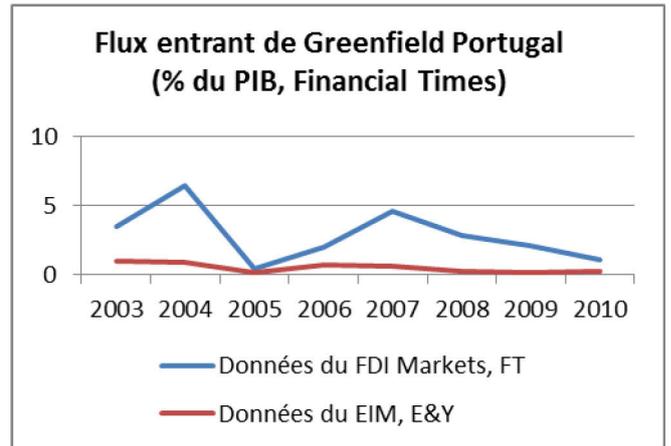
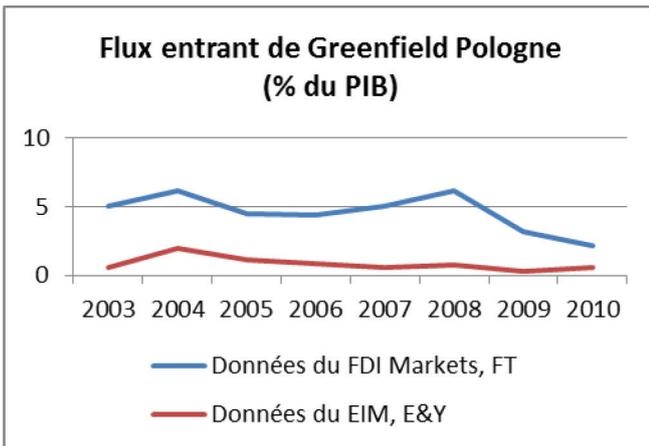
*Source* : calculs de l'auteur.

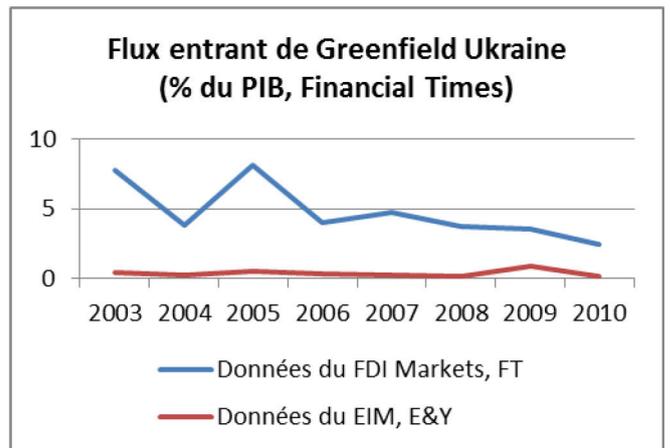
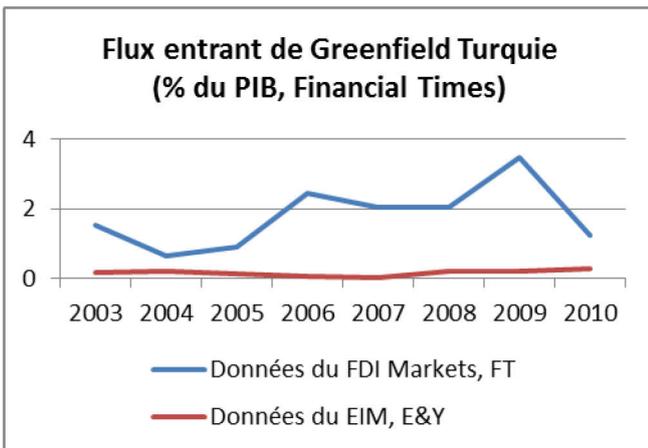
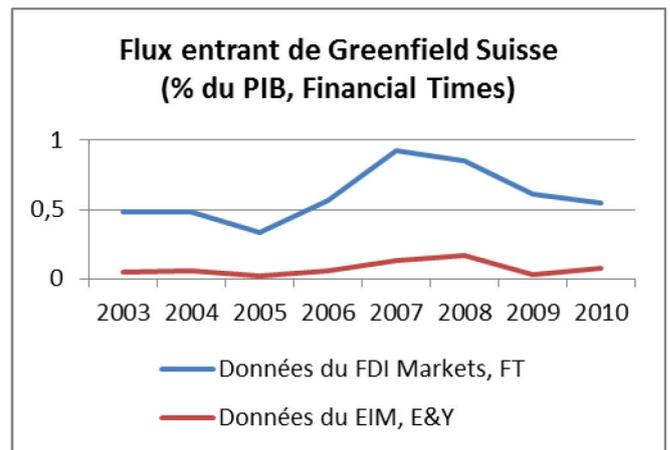
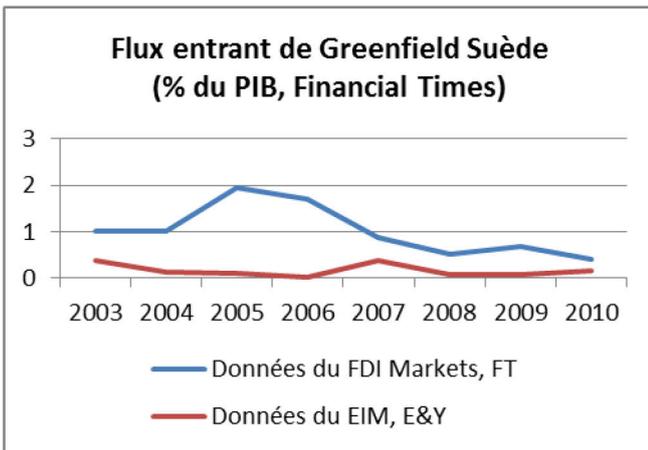
## ***ANNEXE 7***

## **Valeur des projets d'investissement greenfield rapportée au PIB courant par pays entre 2003 et 2010**









Sources : Calculs de l'auteur à partir du « FDI Markets » (Financial Times), de l'« European Investment Monitor » (Ernst & Young) et du World Economic Outlook Databases (Fonds Monétaire International).

## ***ANNEXE 8***

## **Régressions déterminant la localisation des greenfields vers les pays européens sur la période 1999-2010, données greenfields de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling* – à comparer au tableau 10 du chapitre 2, sous-section III.2.1)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1999- 2010	Régression EY Période retenue 1999- 2003	Régression EY Période retenue 2004- 2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.28 (5.61)*	0.31 (3.82)*	0.12 (1.82)**
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.007 (0.61)	-0.02 (-0.88)	0.02 (1.66)**
<i>Taux d'ouverture</i>	0.007 (5.29)*	0.01 (4.43)*	0.006 (4.18)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.006 (-3.18)*	-0.006 (-1.78)**	-0.003 (-1.53)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.001 (-0.17)	-0.007 (-0.51)	0.007 (0.71)
<i>Taux de chômage</i>	0.01 (1.17)	-0.0009 (-0.04)	0.05 (2.89)*
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.0004 (0.43)	0.0001 (0.07)	-0.0004 (-0.32)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.001 (0.72)	-0.005 (-1.21)	0.007 (2.55)*
<i>C</i>	0.11 (0.14)	0.48 (0.35)	-0.97 (-1.02)
<b>R2 ajusté</b>	0.34	0.45	0.30
<b>Nombre d'observations</b>	331	131	200
<b>Nombre de Pays</b>	31	28	31

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses. 3 pays ne sont pas pris en compte par la régression Ernt & Young 1999-2003 par manque de données. Il s'agit de Malte, de la Norvège et de la Slovénie.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

*Source* : calculs de l'auteur.

## **Régressions déterminant la localisation des greenfields vers les pays développés européens sur la période 1999-2010, données greenfields de l'EIM**

(Variable dépendante : projets d'investissements *greenfields* en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling* - à comparer au tableau 12 du chapitre 2, sous-section III.2.3.1)

Noms des variables	Régression EY Période retenue 1999-2010	Régression EY Période retenue 1999-2003	Régression EY Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.16 (2.50)*	0.15 (1.36)	0.004 (0.05)
<i>Taux de croissance retardé</i>	0.03 (1.70)**	-0.06 (-1.11)	0.06 (3.55)*
<i>Taux d'ouverture</i>	0.005 (2.89)*	0.01 (2.65)*	0.005 (2.67)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.01 (-3.54)*	-0.02 (-3.07)*	-0.001 (-0.48)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.01 (-1.15)	-0.01 (-0.58)	-0.002 (-0.15)
<i>Taux de chômage</i>	0.04 (2.24)*	-0.001 (-0.05)	0.10 (4.37)*
<i>Capitalisation boursière</i>	0.0001 (0.10)	0.001 (0.70)	-0.0007 (-0.59)
<i>Croissance de l'épargne</i>	0.003 (0.93)	0.005 (0.71)	0.007 (1.77)**
<i>C</i>	1.75 (1.29)	2.97 (0.93)	-0.70 (-0.48)
<b>R2 ajusté</b>	0.38	0.51	0.34
<b>Nombre d'observation</b>	212	81	131
<b>Nombre de Pays</b>	21	18	21

Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses. 3 pays ne sont pas pris en compte par la régression Ernt & Young 1999-2003 par manque de données. Il s'agit de Malte, de la Norvège et de la Slovaquie.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

## ***ANNEXE 9***

## **Régressions spécifiques déterminant l'allocation des IDE sur la période 1999 - 2010, Etats membres de la zone euro, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling* – à comparer au tableau 29 du chapitre 3, sous-section II.4.3)

Noms des variables	Régression IDE Période retenue 1999-2010	Régression IDE Période retenue 1999-2003	Régression IDE Période retenue 2004-2010
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.19 (2.56)*	-0.14 (-1.07)	0.11 (1.23)
<i>Taux de croissance</i>	0.11 (0.69)	0.46 (1.46)	0.05 (0.29)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.06 (5.50)*	0.08 (4.20)*	0.09 (5.54)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.04 (-1.56)	0.01 (0.21)	-0.005 (-0.12)
<i>Consommation/PIB</i>	-0.06 (-0.58)	-0.28 (-1.56)	0.26 (1.67)**
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.03 (3.23)*	0.01 (1.27)	0.05 (3.35)*
<i>Taux d'endettement public</i>	0.05 (2.64)*	0.01 (0.47)	0.05 (2.10)*
C	-0.04 (-0.003)	15.56 (0.87)	-32.78 (-2.04)*
<b>R2 ajusté</b>	0.36	0.46	0.43
<b>Nombre d'observations</b>	162	64	98
<b>Nombre de Pays</b>	14	14	14

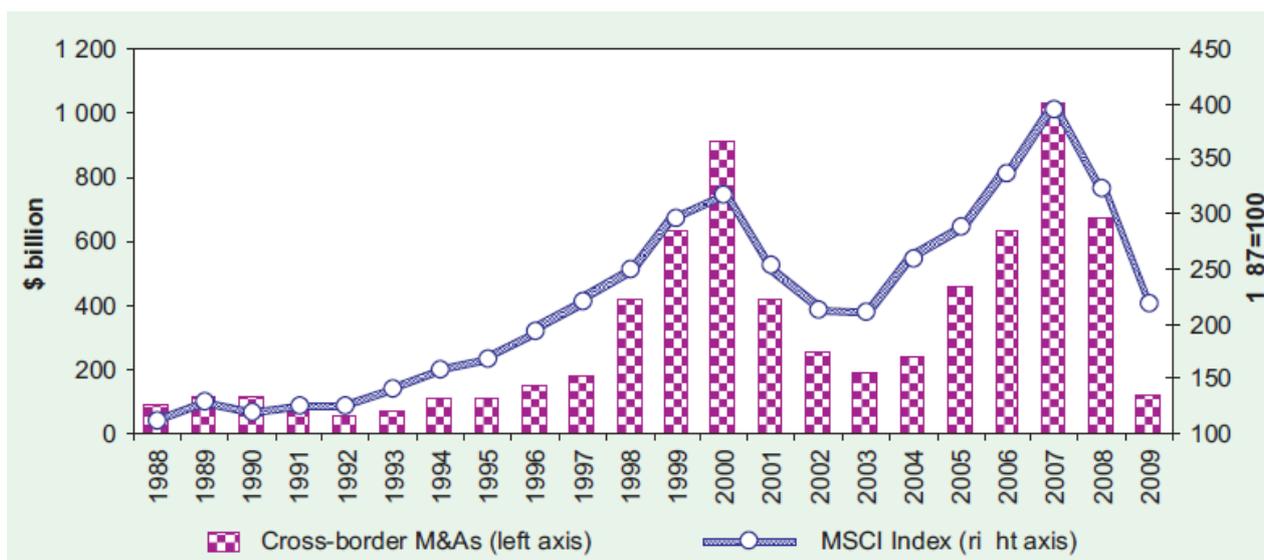
Notes : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

Source : calculs de l'auteur.

## ***ANNEXE 10***

## **Valeur des fusions-acquisitions transnationales globales et de l'indice de capitalisation boursière MSCI World Index, 1988-2009<sup>a</sup>**



Source : UNCTAD (2009, p.11); « Cross-border M&As (left axis) » correspond à la valeur des fusions-acquisitions transfrontalières (à lire sur l'axe des ordonnées à gauche).

Note : L'indice MSCI (ou « MSCI Index ») est un indice à fluctuation libre pondéré de capitalisation boursière qui est conçu pour mesurer le rendement des marchés d'action des pays développés et émergents. A la date de janvier 2009, cet indice couvrait 46 pays dont 23 développés et 23 émergents.

<sup>a</sup> L'année 2009 ne comprend que le premier semestre (de janvier à juin).

## ***ANNEXE 11***

## **Régressions spécifiques déterminant la localisation des IDE sur la période 2004 - 2010, Etats membres de la zone euro, données IDE/PIB de la CNUCED**

(Variable dépendante : flux d'IDE entrants en dollars/PIB, résultats des tests en *pooling* – à comparer au tableau 29 du chapitre 3, sous-section II.4.3)

<b>Noms des variables</b>	<b>Régression IDE Période retenue 2004-2010</b>	<b>Régression IDE Période retenue 2004-2006</b>	<b>Régression IDE Période retenue 2007-2010</b>
<i>Variable à expliquer retardée</i>	0.11 (1.23)	0.11 (0.71)	0.03 (0.26)
<i>Taux de croissance</i>	0.05 (0.29)	0.0008 (0.001)	0.09 (0.48)
<i>Taux d'ouverture</i>	0.09 (5.54)*	0.08 (3.37)*	0.09 (4.28)*
<i>Taux de change réel</i>	-0.005 (-0.12)	-0.07 (-0.73)	0.01 (0.28)
<i>Consommation/PIB</i>	0.26 (1.67)**	0.41 (1.50)	0.004 (0.02)
<i>Capitalisation boursière/PIB</i>	0.05 (3.35)*	0.06 (2.16)*	0.06 (2.99)*
<i>Taux d'endettement public</i>	0.05 (2.10)*	0.04 (0.98)	0.08 (2.61)*
<i>C</i>	-32.78 (-2.04)*	-37.09 (-1.27)	-17.57 (-0.84)
<b>R2 ajusté</b>	0.43	0.52	0.44
<b>Nombre d'observations</b>	98	42	56
<b>Nombre de Pays</b>	14	14	14

*Notes* : \* et \*\* représentent respectivement la significativité statistique au seuil des 5% et 10%, les t-statistiques sont reportés entre parenthèses.

Le test de Chow nous indique une discontinuité entre les sous-périodes.

*Source* : calculs de l'auteur.



## **Table des matières**

---

<b>Introduction générale</b>	<b>9</b>
<b>I Objectif et contribution de l'étude</b>	<b>10</b>
<b>II Méthodes</b>	<b>13</b>
<b>III Organisation</b>	<b>14</b>
<b>Chapitre 1 Les déterminants de la localisation des investissements : une revue de la littérature empirique</b>	<b>21</b>
<b>I Les déterminants économiques de la localisation des IDE</b>	<b>23</b>
I.1 Les variables explicatives des IDE « <i>market seeking</i> »	23
I.1.1 <i>Modèle d'équilibre général</i>	24
I.1.2 <i>Modèle d'équilibre partiel</i>	27
I.2 Les variables explicatives des IDE « <i>resource seeking</i> » et « <i>strategic asset seeking</i> »	35
I.2.1 <i>Modèle d'équilibre général</i>	35
I.2.2 <i>Modèle d'équilibre partiel</i>	41
I.3 Les variables explicatives des IDE « <i>efficiency seeking</i> »	48
I.3.1 <i>Modèle d'équilibre général</i>	48
I.3.2 <i>Modèle d'équilibre partiel</i>	52
<b>II Les déterminants politiques de la localisation des IDE</b>	<b>59</b>
II.1 Les mesures gouvernementales à caractère incitatif pour les IDE	59
II.1.1 <i>La fiscalité</i>	60

II.1.2	<i>Politiques incitatives ou contraignantes envers les investisseurs étrangers</i>	66
II.1.3	<i>Politiques d'éducation et de santé</i>	68
II.1.4	<i>Politiques de privatisation et de libéralisation économique</i>	71
II.1.5	<i>Taux d'intérêt</i>	74
II.2	L'importance d'un environnement stabilisé	75
II.2.1	<i>Stabilité macroéconomique interne</i>	76
II.2.2	<i>Stabilité des changes</i>	78
II.2.3	<i>Climat politico-social</i>	83
II.2.4	<i>Indicateur global de risque</i>	86
<b>III</b>	<b>Les déterminants institutionnels de la localisation des IDE</b>	<b>90</b>
III.1	La démocratie	91
III.2	La corruption	94
III.3	Le cadre judiciaire et administratif	102
<b>IV</b>	<b>L'impact du taux de change réel en niveau sur les IDE et les <i>investissements productifs</i></b>	<b>108</b>
IV.1	L'impact théorique et empirique du taux de change réel sur les investissements directs étrangers dans la littérature économique	108
IV.1.1	<i>La monnaie n'est-elle qu'un voile ?</i>	109
IV.1.2	<i>L'approche par la théorie du portefeuille</i>	111
IV.1.3	<i>L'approche par la richesse relative ou l'effet richesse</i>	113
IV.1.3.1	L'effet richesse de Froot et Stein (1991)	114
IV.1.3.2	L'apport de Blonigen (1997)	117
IV.1.4	<i>L'approche par les coûts relatifs des facteurs de production</i>	119
IV.2	L'impact du taux de change réel sur la localisation des activités productives	125
<b>V</b>	<b>Conclusion du chapitre 1</b>	<b>129</b>

## **Chapitre 2 Les déterminants des IDE greenfields : une étude empirique approfondie** \_\_\_\_\_ **133**

### **I Présentation de la spécification** \_\_\_\_\_ **135**

I.1 Les variables de l'équation de base \_\_\_\_\_ 135

I.2 Variables supplémentaires utilisées lors de l'étude globale \_\_\_\_\_ 141

I.3 Méthodologie appliquée \_\_\_\_\_ 145

### **II Etude globale à partir des données greenfields issues du FDI Markets** \_\_\_\_\_ **146**

II.1 Echantillon et période retenus \_\_\_\_\_ 146

II.2 Résultats associés à l'intégralité de la période et de l'échantillon \_\_\_\_\_ 149

II.3 Analyse en sous-période \_\_\_\_\_ 156

II.3.1 *L'avant crise : 2004-2006* \_\_\_\_\_ 156

II.3.2 *Période de crise : 2007-2010* \_\_\_\_\_ 160

II.4 Analyse en sous-groupe \_\_\_\_\_ 164

II.4.1 *Les pays développés* \_\_\_\_\_ 165

II.4.2 *Les pays en développement et émergents* \_\_\_\_\_ 170

### **III Etude détaillée du cas européen à partir d'une base de données alternative** \_\_ **177**

III.1 Une nouvelle base de données pour les greenfields : L'European Investment Monitor 177

III.1.1 *L'European Investment Monitor (EIM)* \_\_\_\_\_ 178

III.1.2 *Comparaison graphique des séries* \_\_\_\_\_ 179

III.1.3 *Comparaison des résultats économétriques obtenus en régressant l'équation de base à partir des données greenfields issues des deux bases de données (FDI Markets & EIM)*

\_\_\_\_\_ 182

III.2 Application de la régression de référence sur période rallongée et analyse sectorielle du cas européen \_\_\_\_\_ 190

III.2.1 *Etude du cas européen sur la période 1998-2010* \_\_\_\_\_ 191

III.2.2 *Approche sectorielle du cas européen* \_\_\_\_\_ 198

III.2.3 *Analyse des pays développés européens* \_\_\_\_\_ 207

III.2.3.1 *Analyse de localisation des greenfields agrégés entrants des pays développés européens sur la période 1998-2010* \_\_\_\_\_ 208

III.2.3.2	Approche sectorielle sur les pays développés européens entre 1998 et 2010	213
III.2.4	<i>Analyse des pays membres de la zone euro</i>	219
III.2.4.1	Analyse des flux de greenfields agrégés entrants en zone euro sur la période 1998-2010	220
III.2.4.2	Analyse des flux de greenfields agrégés entrants en zone euro sur la période 1999-2010	225
III.2.4.3	Approche sectorielle sur la zone euro entre 1998 et 2010	229
III.2.4.4	Approche sectorielle sur la zone euro entre 1999 et 2010	236
<b>IV</b>	<b>Conclusion du chapitre 2</b>	<b>243</b>
<b>Chapitre 3 Les déterminants des IDE totaux et des investissements productifs : un examen empirique détaillé</b>		
		<b>247</b>
<b>I</b>	<b>Evolution historique des investissements directs étrangers</b>	<b>249</b>
I.1	De l'apparition des IDE à la fin des accords Bretton Woods	249
I.2	1983-1997 : Naissance de nouvelles stratégies de production des firmes davantage portées sur l'international	258
I.3	1997-2009 : Période de forte instabilité	262
I.4	Projection	274
<b>II</b>	<b>Etude empirique des déterminants de localisation des flux d'IDE</b>	<b>279</b>
II.1	Comparaison des réactions des <i>greenfields</i> et des IDE à notre spécification de base	279
II.1.1	<i>Deux mesures différentes pour deux variables différentes</i>	280
II.1.2	<i>Comparaison économétrique des comportements des greenfields et des IDE</i>	282
II.2	Etude économétrique du comportement des IDE à destination de l'intégralité de notre échantillon entre 1995 et 2010 à l'aide d'une nouvelle spécification	293
II.2.1	<i>Une spécification taillée pour les IDE</i>	294
II.2.2	<i>Application de notre régression IDE sur l'échantillon global pour la période 1995-2010</i>	296

II.3 Etude économétrique du comportement des IDE entrants des pays développés/pays en développement entre 1995 et 2010 à travers notre régression spécifique _____	305
II.3.1 Application de notre régression IDE sur les pays développés pour la période 1995-2010 _____	306
II.3.2 Application de notre régression IDE sur les pays en développement et émergents pour la période 1995-2010 _____	313
II.4 Etude économétrique du comportement des IDE à destination des pays européens entre 1995 et 2010 à l'aide de notre régression spécifique _____	322
II.4.1 Application de notre régression IDE sur l'échantillon européen _____	323
II.4.2 Application de notre régression IDE sur les pays développés européens _____	329
II.4.3 Application de notre régression IDE sur les Etats membres de la zone euro _____	335
<b>III Le taux de change réel comme déterminant des investissements productifs _____</b>	<b>345</b>
III.1 Une nouvelle spécification consacrée à l'analyse des investissements productifs _____	345
III.1.1 Une nouvelle équation économétrique plus appropriée pour expliquer les investissements productifs _____	346
III.1.2 Champ d'application de notre analyse économétrique sur les investissements productifs _____	350
III.2 L'impact du taux de change réel sur les investissements productifs, résultats empiriques _____	352
III.2.1 Application de la régression des investissements productifs sur l'ensemble de l'échantillon OCDE entre 1995 et 2010 _____	353
III.2.2 Application de la régression des investissements productifs sur des groupes de pays en fonction de leur appartenance à la zone euro entre 1995 et 2010 _____	359
<b>IV Conclusion du chapitre 3 _____</b>	<b>366</b>
<b>Conclusion générale _____</b>	<b>375</b>
<b>Bibliographie _____</b>	<b>381</b>
<b>Annexe _____</b>	<b>413</b>
<b>Annexe 1 _____</b>	<b>414</b>

<b>Annexe 2</b>	420
<b>Annexe 3</b>	422
<b>Annexe 6</b>	436
<b>Annexe 7</b>	438
<b>Annexe 8</b>	443
<b>Annexe 9</b>	446
<b>Annexe 10</b>	448
<b>Annexe 11</b>	450
<b>Table des matières</b>	<b>453</b>