

# LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES DANS UN MONDE INTERDÉPENDANT : LE CAS DE L'AMÉRIQUE LATINE

MANUEL BALMASEDA \*  
ELENA NIETO \*\*

Jusqu'au tournant du siècle, la référence à une « économie émergente » avait une connotation négative : incertitude, risques, piètres décisions de politique économique... Au cours de la dernière décennie, certains pays ont réussi à modifier considérablement cette perception. L'incertitude est devenue volatilité et le risque est assorti de récompenses. Les choix politiques sont devenus beaucoup plus pragmatiques dans un grand nombre d'économies, leur conférant orthodoxie et durabilité (dans le temps aussi bien qu'en matière de politique).

En conséquence, le poids des pays émergents dans l'économie mondiale est devenu de plus en plus considérable. Il n'y a pas si longtemps, il aurait été impensable de croire qu'une crise de l'importance de celle que nous venons de connaître ait un impact aussi limité sur les économies émergentes. En outre, le retour de la croissance ne peut pas être expliqué sans le rôle important joué par ces économies. Cette tendance est appelée à se poursuivre dans l'avenir, à mesure que les démographies, les dynamiques de convergence et les choix judicieux de politiques assurent leur plus grande présence dans l'économie mondiale. Le terme « émergent » suggère un mouvement vers le haut, un potentiel. C'est désormais la connotation donnée aux économies émergentes.

71

---

\* Chef économiste, Analyse économique mondiale, Cemex.

\*\* Corporate Economic Manager, Analyse économique mondiale, Cemex.

*PAS DE DÉCOUPLAGE,  
MAIS EN MEILLEUR ÉTAT QUE DANS LE PASSÉ*

En 2009, les pays émergents ont relativement bien supporté l'éclatement de la crise économique et financière mondiale, même s'ils n'en sont pas sortis indemnes. Cette crise nous a enseigné quelques leçons concernant les pays émergents.

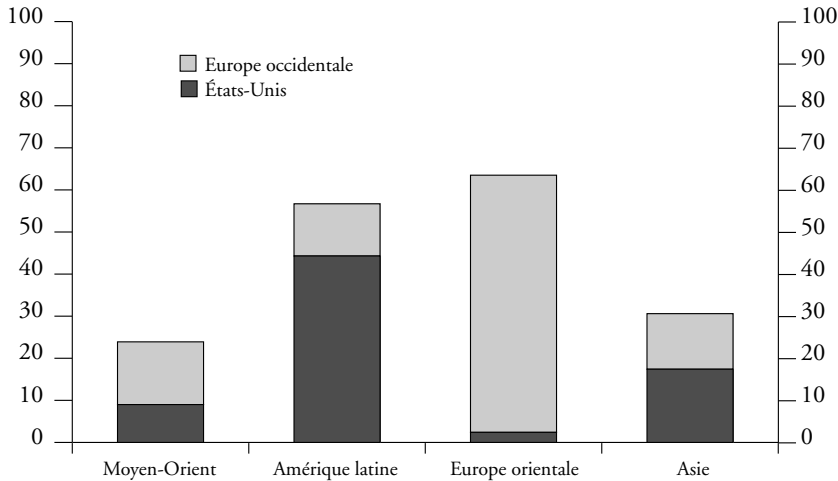
*Les économies émergentes restent vulnérables  
à ce qui se passe dans les économies avancées*

L'illusion d'un découplage, qui est apparue dans un nombre important d'analyses pendant les premiers stades de la tempête, a rapidement disparu. L'idée que les économies émergentes étaient assez fortes pour supporter la crise financière et qu'elles pourraient même compenser la chute de la demande mondiale agrégée s'est révélée fautive. La violence des chocs était telle qu'aucun pays n'a pu rester à l'écart de la crise. En réalité, les années qui ont précédé la crise avaient été marquées par une augmentation de l'intégration mondiale. L'interdépendance mondiale s'est resserrée, tant sur le plan commercial que financier.

*Le canal « réel ».* Les liens réels ont beaucoup d'importance. Les flux commerciaux et de main-d'œuvre sont très importants, par exemple, entre les États-Unis et certains pays d'Amérique latine (notamment le Mexique), ou entre pays d'Europe de l'Ouest et de l'Est. Toute baisse de l'activité aux États-Unis ou en Europe occidentale a un impact direct sur ces régions, à travers les exportations, les transferts, les recettes touristiques et les investissements directs étrangers (IDE). Même les économies très dynamiques d'Asie sont des économies principalement tournées vers l'exportation, dont la demande intérieure n'est pas suffisamment forte pour soutenir une croissance autonome. La durabilité de long terme d'une croissance tirée par les exportations a été remise en question à plusieurs reprises, de même que l'on a souligné la nécessité de stimuler la consommation privée pour parvenir à une croissance plus équilibrée, notamment en Chine. Le fait est que ces objectifs sont encore loin d'être atteints.

### Graphique 1 Exposition aux pays avancés

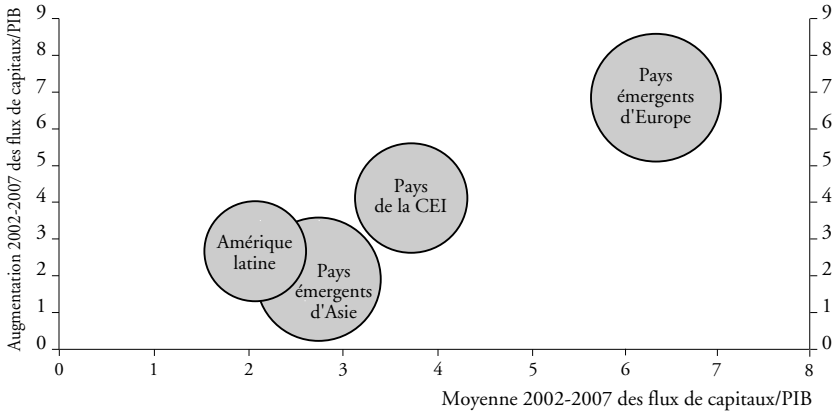
(en % des exportations vers les États-Unis et l'Europe occidentale)



Sources : FMI ; Cemex.

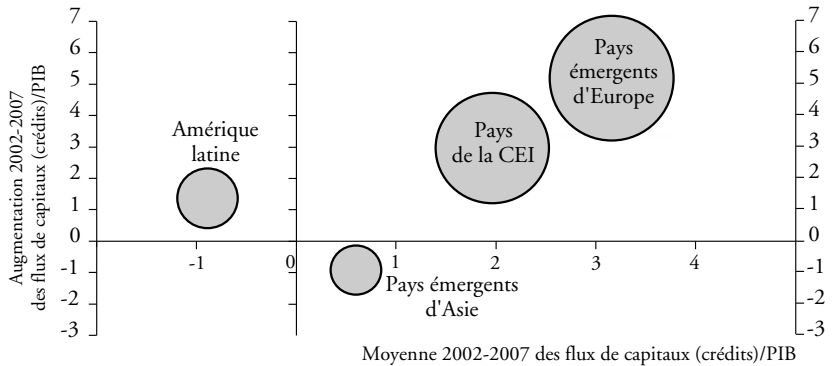
*Le canal financier.* Les liens financiers sont inévitablement forts. La crise actuelle a marqué la fin de conditions financières extérieures extrêmement accommodantes, en raison d'une abondance de liquidités et d'une recherche acharnée de rentes. L'incertitude a suscité une réévaluation des risques et, inévitablement, cela a eu un impact négatif sur les marchés émergents. Dans ces circonstances, rien ne pouvait empêcher la propagation d'un choc financier majeur. Mais les économies n'étaient pas toutes également vulnérables. Les économies les plus dépendantes d'importants engagements extérieurs et celles ayant le taux de change le moins flexible étaient les plus vulnérables. Notamment les pays d'Europe orientale, les pays baltes et la Communauté des États indépendants (CEI). Au contraire, ceux qui disposaient de meilleurs fondamentaux (faible inflation, déficits budgétaires et paiements modestes, amplies réserves et un système bancaire solide) étaient, en principe, plus capables de résister à l'impact des difficultés financières. Cependant, ces pays avaient attiré d'importants montants de capitaux étrangers pendant le *boom*, ce qui les a exposés davantage au processus mondial de désendettement massif déclenché par la crise financière. En conséquence, paradoxalement, ce sont des acteurs parmi les plus solides, dotés de marchés amples et liquides, comme le Mexique et le Brésil, qui se sont montrés les plus vulnérables.

**Graphique 2**  
**Dépendance des flux de capitaux étrangers privés (total)**  
 (en %)



Note : la taille des cercles mesure le volume des flux de capitaux (total) en Md\$ en 2007.  
 Sources : FMI ; Cemex.

**Graphique 3**  
**Dépendance des flux de capitaux étrangers privés (crédits)**  
 (en %)



Note : la taille des cercles mesure le volume des flux de capitaux (crédits) en Md\$ en 2007.  
 Sources : FMI ; Cemex.

74

Une crise dans les pays avancés conduit habituellement, dans une plus ou moins grande mesure, à une réévaluation des risques et à une chute des flux de capitaux qui affectent inévitablement le financement des pays émergents, leur secteur bancaire, leur Bourse et leur monnaie. Mais l'exposition des différents pays a varié en fonction des facteurs mentionnés ci-dessus. À cette occasion, après la crise, les marchés émergents vont rencontrer un obstacle supplémentaire. Ils vont se trouver en concurrence avec les économies avancées pour acquérir des

fonds disponibles, en raison du besoin de ces dernières de financer leurs énormes dispositifs de relance.

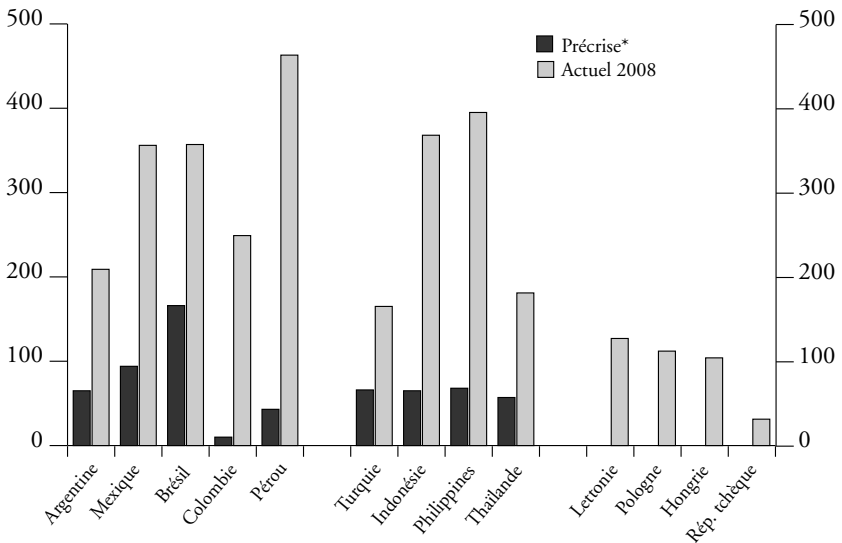
*Les économies émergentes sont maintenant, en général,  
plus résilientes que dans le passé*

En dépit de la gravité de la crise, les marchés émergents ont jusqu'ici évité les crises de la dette et de la monnaie et les paniques bancaires, si caractéristiques des précédents épisodes d'agitation financière mondiale. Cette résilience peut s'expliquer en partie par la plus grande solidité des fondamentaux en place avant la crise. Ces dernières années, de nombreux pays émergents ont semblé avoir tiré les leçons de leurs erreurs passées. Ils ont réduit leur exposition aux chocs extérieurs en améliorant leur cadre institutionnel, leur bilan et leur crédibilité. Ils ont renforcé leurs fondamentaux économiques, augmenté leurs réserves de change, réduit leur dette, amélioré leur situation budgétaire, consolidé leur système financier et sa régulation, maîtrisé les anticipations d'inflation et instauré un cadre institutionnel plus crédible.

Les pays d'Amérique latine et d'autres régions, comme l'Asie, ont relativement bien réussi à gérer les larges réserves de devises accumulées pendant les années du *boom*. Ils ont consacré une partie de ces excédents au remboursement de leur dette, par des rachats multilatéraux de dettes souverains et par une dé-dollarisation de cette dette. Ils ont réduit leur dépendance à l'égard des ressources extérieures, dans la mesure où la réduction des engagements extérieurs du gouvernement dépassait, dans la plupart des cas, la plus grande dépendance du secteur privé de ces financements extérieurs. La dette publique n'a pas seulement diminué, mais sa structure a également considérablement changé : une plus grande partie est détenue par des résidents sur des échéances plus longues et elle est davantage libellée en monnaie nationale. Ainsi, dans les pays d'Amérique latine, à peine 37 % de l'ensemble de la dette publique sont libellés en dollars, alors que le ratio était de plus de 60 % à la fin des années 1990 et au début des années 2000. La dollarisation de la dette, c'est-à-dire le volume de crédits bancaires en dollars par rapport à l'ensemble du crédit, est tombée de près de moitié, de moins de 50 % à 23 % en 2007. Tout ceci signifie moins de vulnérabilité aux fluctuations du taux de change et moins de besoin de recourir aux marchés internationaux pour refinancer les engagements extérieurs. En même temps, ces pays ont renforcé leurs réserves et réduit leur dépendance envers les financements étrangers en cas de crise de liquidité. L'amélioration des fondamentaux, dont témoignent de meilleurs indicateurs de liquidité et de solvabilité (ratio de réserve, ratio de dette), contribue aussi à de meilleures conditions de financement. Selon certaines estimations,

l'amélioration des fondamentaux peut expliquer près de la moitié de la baisse des *spreads* de l'indice EMBI mondial (indice mondial des obligations des marchés émergents, calculé par JP Morgan) pendant les années du *boom*. L'autre moitié est attribuable au goût du risque et à des problèmes de liquidités, facteurs qui se sont rapidement inversés pendant la crise (Hartelius, Kashiwase et Kodres, 2008 ; Ortiz, 2009).

**Graphique 4**  
**Réserves sur la dette à court terme**  
(en % ; échéances inférieures à un an)



\* « Précrise » signifie l'année ayant précédé la crise de la balance des paiements et la fin de l'ancrage à une devise forte.

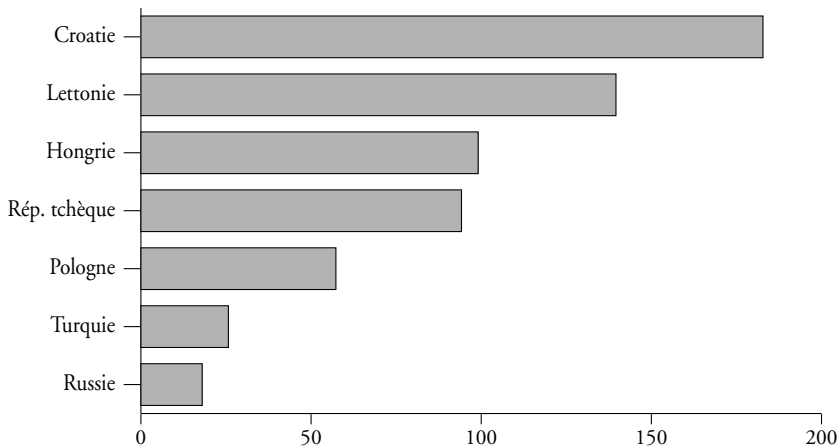
Sources : Institute of International Finance (IIF) ; Cemex.

Des fondamentaux plus solides ont permis aux pays émergents de mieux répondre à la crise extérieure par des politiques budgétaires et monétaires contracycliques, afin d'atténuer ses conséquences sur la production et l'emploi. En net contraste avec les épisodes précédents, lorsque des faiblesses intérieures les ont obligés à réagir de manière défensive par des mesures procycliques (hausse des taux et resserrement budgétaire). Ils ont également été à même de faire face à la pénurie de liquidité en devises, qui se produit fréquemment en période de crise dans les marchés émergents, en intervenant sur les marchés afin de stabiliser leur monnaie. En conséquence, la probabilité d'un « arrêt brusque » a considérablement diminué, au moins dans les pays aux fondamentaux améliorés qui ont accumulé de nombreux facteurs de

force et de résilience pendant la période du *boom*. Dans cet ordre d'idée, nous estimons que les améliorations ont été relativement importantes en Amérique latine et en Asie. Ces régions ont réalisé d'importants ajustements extérieurs pendant les années 1990 et leurs systèmes bancaires ont été capables de financer l'expansion du crédit avec des dépôts domestiques, réduisant le besoin de recourir à des financements extérieurs et, donc, leur exposition au risque de change. Cette amélioration apparaît dans les estimations de probabilité d'un arrêt brusque. Selon Calvo<sup>1</sup>, cette probabilité était pratiquement insignifiante en Amérique latine en 2008, alors qu'elle atteignait près de 45 % en 1998. La situation de l'Europe de l'Est, au contraire, est bien moins bonne. Les taux de change fixes et le recours des banques à des financements extérieurs les ont rendus très vulnérables à la crise mondiale et d'importants déficits budgétaires et de paiements courants ont limité leur marge de manœuvre dans les mesures à court terme de soutien à la production et à l'emploi. En fait, Calvo a estimé qu'en 2008, la probabilité d'un arrêt brusque en Europe de l'Est était supérieure à 70 %.

**Graphique 5**  
**Dettes étrangères dues aux banques d'Europe de l'Ouest**  
**par les pays d'Europe de l'Est**  
(en % du PIB)

77



Sources : FMI ; Cemex.

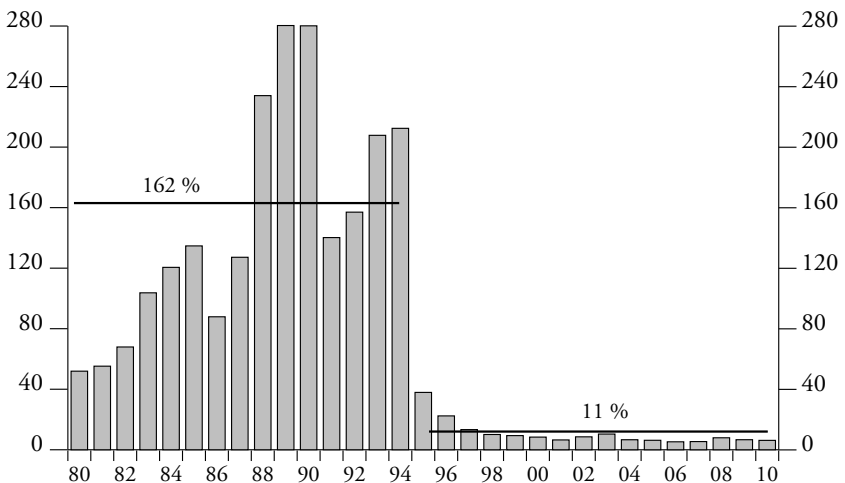
### *LA VOIE DE L'AVENIR : L'EXEMPLE DE L'AMÉRIQUE LATINE*

En dépit des dynamiques favorables dans les économies émergentes, le chemin à parcourir est encore long. L'Amérique latine pourrait être une bonne illustration de cette affirmation. Les améliorations des pays

concernés dans le domaine de la stabilisation macroéconomique, récemment, ont été remarquables. Mais ces progrès doivent être consolidés dans les années à venir. Sur le plan budgétaire, dans le contexte actuel favorable à d'énormes politiques de relance, les économies émergentes doivent résister à la tentation de se lancer dans des dépenses qui pourraient mettre en péril leur stabilité financière de long terme. Dans ce domaine, certains auteurs considèrent que soutenir l'activité économique mondiale par des politiques de relance est une tâche qui doit être laissée aux pays développés où la question de la liquidité ne se pose pas (Izquierdo et Talvi, 2009). Les économies émergentes récoltent déjà les bénéfices des programmes de relance des pays développés car une partie importante de ceux-ci se traduit par une demande mondiale plus importante et une hausse des prix des matières premières. La mise en œuvre énergique de leurs propres mesures n'apporterait pas de bénéfices significatifs car ceux-ci seraient rabotés par une hausse des coûts de financement et une détérioration de leur notation (*rating*). Les pays d'Amérique latine devraient se souvenir des avantages de long terme qu'ils retirent de leurs fondamentaux renforcés et de la plus grande crédibilité d'ensemble qui en découle.

78

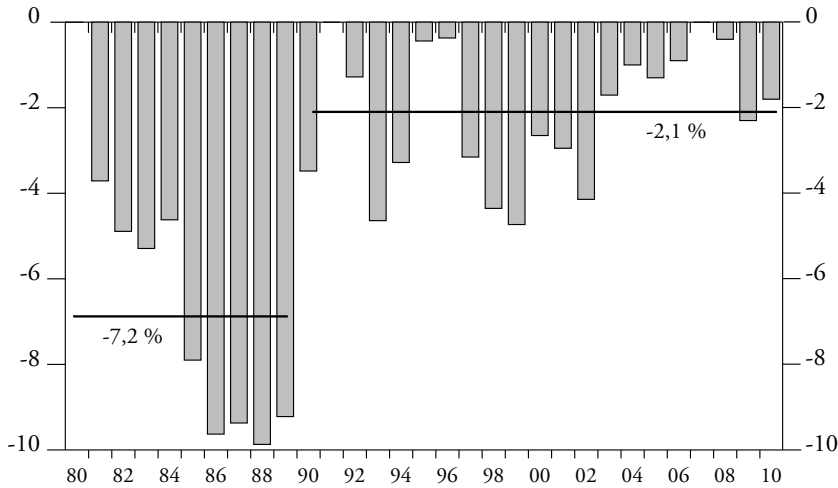
**Graphique 6**  
**Inflation moyenne en Amérique latine**  
(moyenne annuelle, en %)



Sources : FMI ; Cemex.



**Graphique 7**  
**Déficit budgétaire en Amérique latine**  
(en % du PIB)



Sources : FMI ; Cemex.

À l'inverse des améliorations observées dans la stabilisation macro-économique de l'Amérique latine, un certain nombre de carences subsistent sur le plan microéconomique. La concurrence insuffisante, la rigidité des marchés et un cadre institutionnel inadapté créent des conditions peu adéquates. Par exemple, selon l'indice Doing Business 2010 de la Banque mondiale, le cadre réglementaire de l'Amérique latine est classé 95 (moyenne régionale) contre une moyenne de 30 pour les pays à haut revenu de l'OCDE (premiers), mais les autres pays émergents ne font pas beaucoup mieux : 71 pour l'Europe de l'Est et 83 pour l'Asie. Un programme énergique de réformes est donc encore nécessaire dans ces régions pour créer un climat plus propice aux affaires. Certaines régions sont plus énergiques que d'autre dans leurs programmes. Les économies d'Europe de l'Est et d'Asie ont été les plus actives dans leurs réformes au cours des six dernières années. Certains pays, en particulier, comme la Colombie, sont des exemples manifestes de cette volonté de réforme. Ces efforts « paieront » dans le moyen terme par une baisse des coûts financiers et des IDE plus importants.

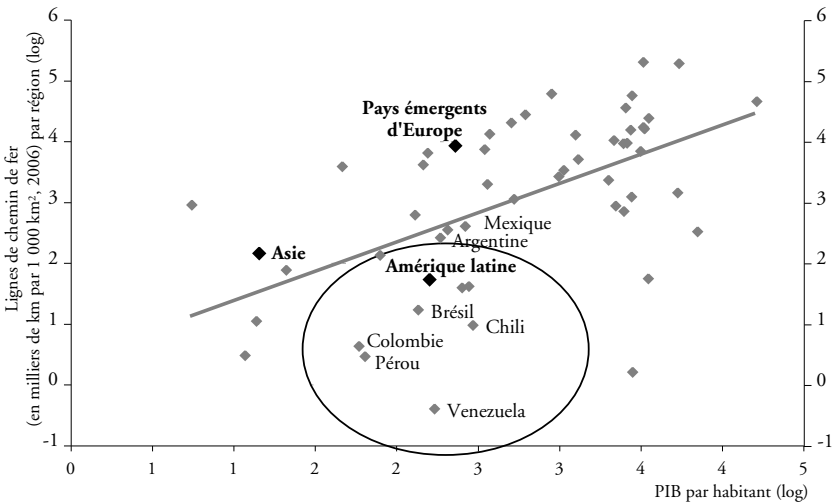
Un environnement sous-optimal des affaires est aggravé par les distorsions induites par les systèmes fiscaux, des institutions faibles, un manque d'innovation et d'investissement et des équipements d'infrastructure insuffisants. La combinaison de ces facteurs entraîne une faible compétitivité, des créations d'emploi insuffisantes, des

inégalités de revenu et des croissances anémiques. Parmi les principaux défis qui se posent aux pays d'Amérique latine dans le moyen terme, nous pourrions citer : développer le capital humain, améliorer le cadre institutionnel et développer les investissements d'infrastructure.

En ce qui concerne les investissements d'infrastructure, il faut rappeler que la mise à disposition de services d'infrastructure est un facteur essentiel de productivité et de croissance. Au-delà, un accès généralisé aux services d'infrastructure joue un rôle déterminant dans la réduction des inégalités de revenu et la lutte contre la pauvreté. Selon nos estimations, le niveau des infrastructures en Amérique latine est non seulement bien en dessous de celui des autres régions, mais aussi en dessous du niveau que détermineraient ses fondamentaux, niveaux de revenu, facteurs démographiques et géographiques (tous les pays d'Amérique latine sont en dessous de la ligne de régression définie par rapport aux fondamentaux), et notamment pour ce qui est des transports (lignes de chemin de fer, routes pavées...)². En fait, la faiblesse des infrastructures peut constituer un obstacle majeur à la croissance et au développement dans la région.

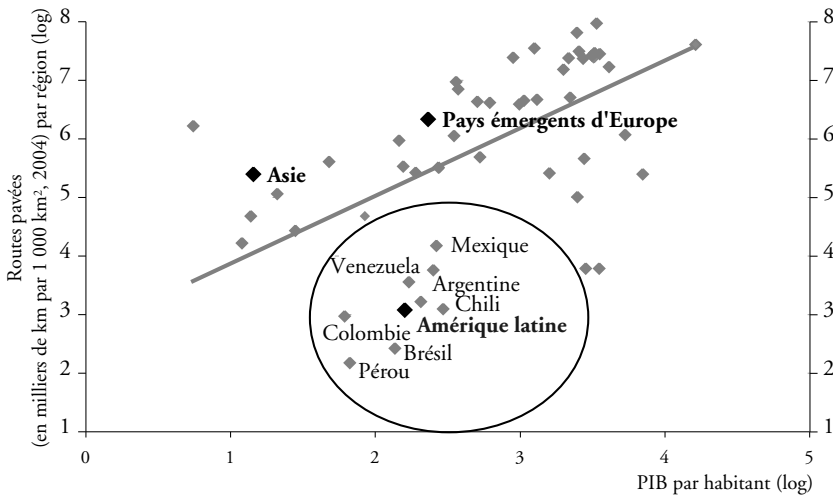
80

**Graphique 8**  
**Corrélation entre lignes de chemin de fer par région**  
**et PIB par habitant**



Source : Cemex.

**Graphique 9**  
**Corrélation entre routes pavées par région et PIB par habitant**



Source : Cemex.

À cet égard, le rôle prépondérant que jouent les dépenses d'infrastructure dans les mesures de relance annoncées dans la région est une bonne nouvelle. Idéalement, les dépenses d'infrastructure devraient être acycliques et correspondre à des objectifs de long terme, tels que réduire le déficit d'infrastructure et les goulets d'étranglement, fournir des infrastructures de qualité ou une efficacité maximale. Mais une fois que des mesures budgétaires ont été jugées nécessaires pour stimuler la demande globale, mettre l'accent sur les investissements d'infrastructure dans la région semble être une bonne idée. Outre sa pertinence sur le long terme (effet de long terme positif sur l'offre), les dépenses gouvernementales ont généralement un impact plus fort de court terme sur la demande que les impôts ou les subventions. En outre, les dépenses d'infrastructure produisent d'importants effets induits de productivité en raison des retombées positives sur les investissements privés, notamment dans les pays où le manque d'infrastructure est plus important (la productivité marginale des dépenses d'infrastructure diminue avec leur expansion). La priorité donnée à des projets existants peut contribuer à surmonter les principaux obstacles aux dépenses d'infrastructure, comme les retards dans la mise en œuvre dus à la bureaucratie, et à stimuler la demande globale dans le court terme.

Une analyse récente de la Banque mondiale (Andres, Schwartz et Tuck, 2009) confirme que les mesures d'investissement annoncées par

les pays d'Amérique latine pour faire face à la crise actuelle pourraient avoir un effet de court terme significatif. Sur la base d'hypothèses relatives à la nature des sous-secteurs du programme d'investissement, aux technologies mises en œuvre, aux salaires payés à la main-d'œuvre, qualifiée ou non, et au taux de déperdition dû aux importations, ils estiment que le potentiel de créations d'emploi à court terme, direct et indirect, des projets d'investissements pourrait être considérable - il représenterait près de 40 000 emplois annuels par milliard de dollars. Cependant, le même rapport décrit les risques potentiels qui pèsent sur la concrétisation de ces investissements d'infrastructure dans un contexte de crise et notamment les choix et les planifications contradictoires, les retards dans la mise en œuvre, les disponibilités et la corruption.

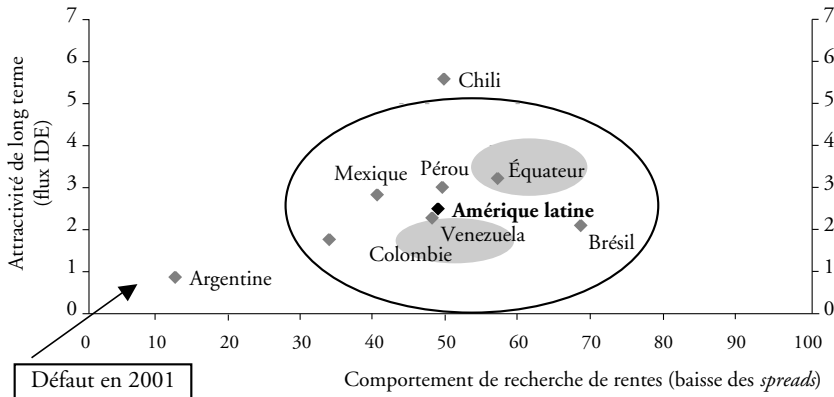
### *AU-DELÀ DES « GROUPES RÉGIONAUX » : L'AMÉRIQUE LATINE*

Jusqu'ici, nous avons examiné des régions « émergentes ». Bien que les « groupes régionaux » soient utiles dans une optique de simplicité et de synthèse, ils peuvent dissimuler des « réalités nationales ». C'est particulièrement le cas en Amérique latine, où l'on peut trouver deux modèles économiques très différents. D'un côté, un modèle orienté « marché » qui est celui du Brésil, du Mexique, de la Colombie et du Chili, dotés d'institutions indépendantes, de politiques monétaires et budgétaires orthodoxes et d'un véritable programme de réformes. Dans ces pays, la gestion prudente du récent *boom* a donné une certaine marge de manœuvre à des politiques contracycliques pour amortir le choc actuel. De l'autre côté, nous avons un modèle interventionniste » où le pouvoir est concentré, la politique monétaire n'est pas indépendante, des accords bilatéraux existent entre agents (contrôle des prix, subventions) et les politiques semblent peu favorables au marché. L'Argentine, le Venezuela, l'Équateur et la Bolivie ont adopté ce modèle. La principale différence entre ces deux modèles est la qualité de leur climat des affaires et leur capacité à attirer des capitaux. Par exemple, selon le Doing Business 2010, le Chili et la Colombie (l'un des réformateurs les plus assidus de ces six dernières années) sont classés à la 49<sup>ème</sup> et la 37<sup>ème</sup> place (sur 183) respectivement, alors que le Venezuela est presque le pays le moins bien classé (177<sup>ème</sup> place).

Pendant les années du *boom*, tous les pays d'Amérique latine ont bénéficié de la situation financière accommodante qui prévalait dans l'ensemble du monde, en raison de l'abondance des liquidités et de la recherche de rentes. Comme on peut le voir dans

le graphique 10, les marchés n'ont pas différencié les pays. En 2003, ils ont tous obtenu des flux similaires, à l'exception du Chili, toujours le « meilleur élève » économique d'Amérique latine, et de l'Argentine, encore pénalisée par sa décision de faire défaut sur sa dette.

**Graphique 10**  
**Flux d'IDE\* et portefeuilles\*\* en 2003**



\* En % du PIB.

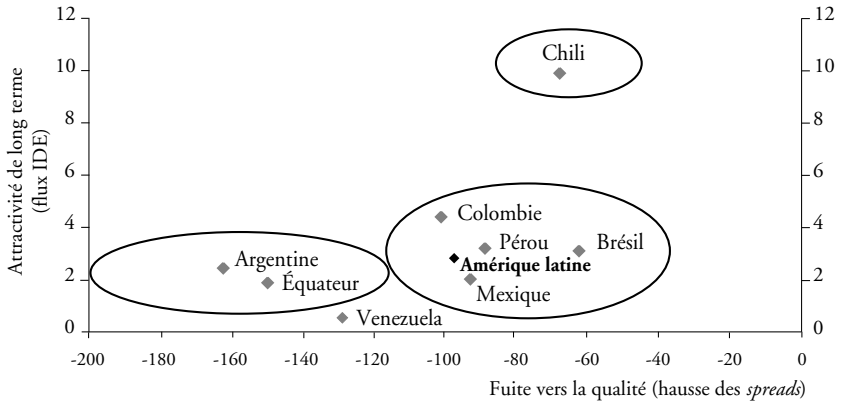
\*\* Représentés par les variations en % du *spread*.

Sources : Cemex ; FMI ; Institutions financières internationales (IFI) ; sources nationales.

83

Cependant, la crise financière (réévaluation des risques, restriction du crédit) a amené les investisseurs à discerner entre les pays, pénalisant davantage ceux du deuxième groupe considérés comme plus vulnérables aux chocs extérieurs, bien qu'ils soient plus isolés des marchés financiers mondiaux. En conséquence, les probabilités implicites de défaut en Argentine et au Venezuela, par exemple, sont montées à 75 %-90 %, alors que le reste de l'Amérique latine restait en dessous de 25 %. L'augmentation des *spreads* de crédit a également été plus spectaculaire pour les pays « interventionnistes ». Ce qui a aggravé les problèmes de financement des économies où les flux financiers « stables » (par exemple, les IDE) sont également relativement faibles en termes de PIB. Il ne faut pas oublier que les IDE obtenus par un pays sont fonction de l'opinion que se font les investisseurs des opportunités de long terme qu'ils présentent. En d'autres termes, ceci est une nouvelle illustration, cette fois dans le domaine des financements extérieurs, du fait que des fondamentaux plus solides « payent ».

**Graphique 11**  
**Flux d'IDE\* et portefeuilles\*\* en 2008-2009**



\* En % du PIB.

\*\* Représentés par les variations en % du *spread*.

Sources : Cemex ; FMI ; Institutions financières internationales (IFI) ; sources nationales.

84

L'instauration d'un programme de réformes « orientées marché » (*pro-market*) pourrait cependant avoir un coût social élevé dans le court terme. Si ces coûts atteignent un certain niveau, ils ne seront pas politiquement supportables et poseront un réel problème politique au gouvernement qui les met en œuvre. La politique économique ne doit pas seulement être efficace et durable sur le plan économique, mais aussi supportable socialement. Ce qui exige des décisions politiques pragmatiques qui combinent une démarche réformatrice progressive, une politique monétaire et budgétaire orthodoxe et une politique sociale qui assure, à l'ensemble de la population, les bénéfices de cette politique « orientée marché » (Santiso, 2006).

Dans le contexte de la mondialisation et de la multiplication des relations financières et réelles, les pays émergents ne peuvent pas rester à l'écart des chocs et, particulièrement, des chocs de l'importance de celui qu'a connu l'économie mondiale en 2008. Les économies peuvent, cependant, se préparer à mieux y résister. Une économie flexible, avec un cadre réglementaire approprié et des stocks suffisants de capital humain et d'infrastructures, permet des adaptations rapides à un environnement changeant rapidement.

La politique optimale pour faire face à la crise financière mondiale actuelle varie d'un pays à l'autre, mais il est généralement admis que stimuler la demande pourrait être la solution dans ce cas de figure. La plupart des pays, y compris les économies émergentes, ont opté pour un développement des infrastructures parce qu'il stimule la demande

de court terme tout en accroissant le stock de capital productif et, donc, favorise la croissance de long terme. Dans certains pays, comme la Chine, ce pourrait être une bonne idée de réduire sa dépendance envers la demande extérieure en stimulant la consommation privée. Dans d'autres cas, comme pour le Mexique, réduire ses relations étroites avec les États-Unis n'est pas dans son intérêt. En fait, sa proximité avec les États-Unis représente un avantage compétitif majeur. Mais dans tous les cas, il est fortement conseillé de continuer à renforcer les fondamentaux et à améliorer les institutions et leur crédibilité. Non seulement pour amortir les chocs extérieurs et dégager des marges de manœuvre pour une politique contracyclique, mais aussi pour avancer vers une croissance plus équilibrée et durable. Manifestement, si les marchés émergents avaient subi la crise avec des fondamentaux plus dégradés, les pertes de production auraient été plus importantes et les conséquences financières auraient sans doute été pires.

Quoi qu'il en soit, les économies émergentes doivent encore relever de nombreux défis, surtout dans le domaine microéconomique, afin de renforcer leur solidité intérieure et augmenter leur potentiel de croissance. Ces politiques doivent être mises en œuvre en prenant en compte la dimension sociale des mesures adoptées, pour assurer leur caractère durable.

## NOTES

1. Voir : le graphique dans Calvo (2009) et les estimations fondées dans Calvo, Izquierdo et Mejía (2008).
2. Dans Balmaseda, Parra et Taft (2009), nous évaluons les infrastructures existantes en utilisant un traitement de données par panel, pour représenter le niveau d'infrastructure dont un pays devrait disposer en fonction de son niveau de revenu, de sa démographie et de sa géographie, s'il avait investi conformément à « la norme mondiale ».

## BIBLIOGRAPHIE

- ANDRES L., SCHWARTZ J. et TUCK L. (2009), « Crisis in LAC ; Infrastructure Investment and the Potential for Employment Generation », Banque Mondiale, *LCR Crisis Brief*.
- BALMASEDA M., PARRA A. X. et TAFT L. (2009), « Infrastructure Patterns in Emerging Markets : an Empirical Analysis », Cemex, *World Economic and Construction Outlook*, juillet.
- CALVO G. (2009), « Addressing the Downturn in LAC, Policy Analysis », contribution à la réunion du réseau latino-américain des banques centrales et des ministres des Finances, Banque interaméricaine de développement, Washington DC, 22-23 avril.

CALVO G., IZQUIERDO A. et MEJÍA L. F. (2008), « Systemic Sudden Stops : the Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration », *NBER Working Paper*, n° 14026.

HARTELIUS K., KASHIWASE K. et KODRES L. E. (2008), « Emerging Markets Spread Compression : Is It Real or Is It Liquidity ? », FMI, *Working Paper*, n° 08/10.

IZQUIERDO A. et TALVI E. (2009), *Policy Trade-Offs for Unprecedented Times : Confronting the Global Crisis in Latin America and the Caribbean*, Banque interaméricaine de développement.

ORTIZ A. (2009), « Un modèle structurel de risque pays », Cemex, *World Economic and Construction Outlook*, janvier.

SANTISO J. (2006), *Latin America's Political Economy : beyond Good Revolutionaries and Free Marketeers*, Cambridge MA : MIT Press.