

LE REPOSITIONNEMENT DES PAYS ÉMERGENTS : DE LA CRISE FINANCIÈRE ASIATIQUE DE 1997 À LA CRISE DE 2008

DELPHINE LAHET *

Après les crises financières dont ils ont été responsables dans la décennie 1990, les pays émergents ont reçu, au cours de la première moitié des années 2000, de nombreux qualificatifs concernant leur place dans la sphère financière internationale : basculement du pouvoir financier, rééquilibrage, repositionnement..., en raison du maintien constant d'une croissance économique supérieure à celle des pays développés, de l'amélioration de leurs fondamentaux à partir de 2002-2003, de leur changement de statut d'emprunteur net à prêteur net, ainsi que du montant accumulé de réserves de change sur les dernières années. Leur résistance, dans un premier temps, à la crise de 2007-2008, née sur les Bourses et les marchés monétaires américains et européens, a souligné de nouveau leur force économique et financière. Les déclarations des chefs d'État et de gouvernement de pays émergents, au cours des mois précédents et lors des G20 du 15 novembre 2008, du 2 avril 2009 et du 24 au 25 septembre 2009, ne sont que le reflet de leur légitimité retrouvée et de leur besoin de reconnaissance par les pays industrialisés et les institutions internationales comme le FMI. Leur demande d'une meilleure représentativité dans ces institutions ne peut plus être rejetée, pas plus que celle, formulée lors des G20, de diriger à l'avenir les institutions internationales.

275

* Maître de conférences, LARE-éfi, université Montesquieu Bordeaux IV.

Mais, à partir d'août 2008-septembre 2008, les pays émergents ont été les victimes collatérales, par différents mécanismes de transmission, de la crise qui sévit aux États-Unis et en Europe. Ce sont d'abord les monnaies et les Bourses des pays émergents qui ont été touchées, puis l'économie réelle. La crise de 2008, la récession dans les pays industrialisés seront-elles un choc commun pour les pays émergents ? Dans quelle mesure leur cycle conjoncturel sera-t-il affecté ? S'il est peu affecté, on pourra alors parler de découplage des cycles d'activité des pays émergents avec ceux des pays industrialisés ou, du moins, d'une dynamique propre aux pays émergents, ce qui accentuera leur force économique et leur repositionnement.

En tout cas, du fait des progrès accomplis, les économies émergentes doivent être reconsidérées dans la sphère financière internationale à deux niveaux : d'une part, leur représentativité institutionnelle, même si cela peut prendre du temps, et, d'autre part, leur rôle au sein d'une crise financière. Ils ne sont plus les pays mal gérés, surendettés de la décennie 1990, à l'origine d'une crise financière.

1997 : LES PAYS ÉMERGENTS D'ASIE, ÉPICENTRE DE LA CRISE FINANCIÈRE

276

Le 2 juillet 1997, la Thaïlande dévalue sa monnaie nationale, ne pouvant plus faire face aux attaques spéculatives par manque de réserves de change. Une crise de change, une crise boursière ainsi qu'une crise bancaire sur le marché du crédit bancaire national et international, soit un « trinôme » de crises, éclatent. La sanction des marchés est alors impitoyable : une économie dont les acteurs, banques et entreprises, sont massivement endettés au niveau national, mais aussi international, ne peut plus fonctionner si le financement extérieur est coupé (Cartapanis, 2004).

Une crise financière imprévue et contagieuse

Dans un contexte d'euphorie, de poursuite de la libéralisation financière, le surendettement privé des économies, au niveau national, puis par rapport aux banques créancières étrangères, notamment japonaises pour les économies asiatiques et américaines pour l'Amérique latine, s'est progressivement installé depuis 1993. L'épisode mexicain de 1994 n'a pas profondément perturbé le financement extérieur des pays asiatiques. Sélection adverse, risque moral, myopie au désastre ont finalement fait des emprunteurs asiatiques de mauvais emprunteurs, empruntant des fonds à taux d'intérêt plus bas à l'étranger pour investir dans des projets risqués à forte rentabilité anticipée. Aucune supervision nationale n'a permis de contrecarrer ces

comportements excessifs, la plupart des banques asiatiques respectant le ratio Bâle I, par exemple. Le régime de change fixe, l'intervention massive du FMI en Amérique latine quelques années auparavant et des rendements financiers toujours forts, apparemment découplés de ceux des pays industrialisés, ont incité les investisseurs étrangers, les banques internationales à investir dans ces économies. Les prêts bancaires internationaux ont été massivement accordés (fin 1996, 708 Md\$ aux pays émergents - 57,7 % à court terme -, dont 367 Md\$ à l'Asie et 242 Md\$ à l'Amérique latine). À partir du moment où les créanciers extérieurs ont réalisé non seulement l'essoufflement de certains secteurs économiques, mais aussi le surendettement bancaire, ils ont douté de la qualité du bilan des banques asiatiques, révisé leur perception du risque « pays émergents » et retiré leurs fonds au passif des banques notamment, d'abord en se désengageant de la Thaïlande en 1997, puis des autres pays asiatiques (crise en Indonésie en août 1997, en Corée en décembre 1997, en Malaisie en septembre 1998) et d'autres pays émergents (Russie en août 1998, Brésil en janvier 1999...), avec plus ou moins de discrimination. La transmission de la crise à d'autres économies a pu résulter de plusieurs facteurs (Branan et Lahet, 2005). D'une part, des pays proches de la Thaïlande sur le plan des fondamentaux ont aussi subi des attaques spéculatives : on appellera cela de la contagion discriminante qui aurait déclenché les crises très proches chronologiquement de la crise thaïlandaise (Indonésie). D'autre part, une crise peut être déclenchée dans un pays émergent, à la suite d'une crise dans un autre pays émergent, du fait du changement de perception globale des investisseurs étrangers sur la classe d'actifs « pays émergents », indépendamment du vrai état de santé du pays : il s'agit de la contagion pure qui aurait expliqué les crises suivantes. En tout cas, la transmission de la crise a emprunté le canal financier ou celui du créancier commun de Kaminsky et Reinhart (2000). Du fait des pertes sur la Thaïlande, les investisseurs ont réaménagé leurs portefeuilles de titres ou de prêts et retiré leurs liquidités d'autres économies émergentes : une crise de liquidité internationale prend alors forme sur la base de problèmes internes aux pays émergents et du changement de comportement des investisseurs à leur égard.

Face au déni des gouvernements asiatiques et à leurs déclarations virulentes contre les spéculateurs, le FMI a eu du mal à recueillir l'attention des pays asiatiques. Mais les sauvetages financiers proposés, en premier lieu, pour renflouer les réserves de change et maintenir les paiements extérieurs, puis, en second lieu, pour restructurer les économies, sont apparus nécessaires. Des sommes sans précédent ont été prêtées (35 Md\$ à la Thaïlande, 57 Md\$ à la Corée), conditionnées à des programmes d'ajustement rigoureux. Cette conditionnalité a alors

été très critiquée, ainsi que le Consensus de Washington sur lequel elle est basée, le FMI ayant été rendu responsable des récessions économiques qui ont frappé les pays dès 1998 du fait des politiques imposées. Le FMI s'est retrouvé au centre de critiques virulentes au sujet de son action en Asie (plans de réformes trop rigoureux et inadaptés, incapacité à prévoir et à gérer la crise, risque moral lié à sa politique de soutien, aucun renouvellement de son mode de régulation), ainsi qu'au sujet de ses missions en général. On a reproché au FMI¹ d'avoir failli à sa mission de base d'aide financière à des pays en difficulté temporaire de balance des paiements et d'avoir finalement mis bon nombre de pays émergents ou en développement sous sa tutelle financière, en brimant leur représentativité (liée aux calculs des droits de vote), l'endettement des pays auprès du FMI étant croissant depuis des années. Cette critique forte, entendue par le FMI, ne doit pas faire oublier que jusqu'alors, aucune crise financière n'avait pu être gérée sans l'intervention massive du FMI et que, parfois, certains pays trouvaient les aides insuffisantes. Par ailleurs, le FMI a rappelé qu'il n'octroyait qu'une partie des financements extérieurs nécessaires aux pays, le reste étant alloué par des prêteurs privés, encouragés justement dans ce sens par la présence du FMI. Ce dernier, malgré les critiques, apparaît comme un créancier privilégié en temps de crise pour calmer la panique des investisseurs, un prêteur en dernier ressort international (PDRI) et un catalyseur pour les autres types de financement. La proposition Meltzer de recentrer les missions du FMI sur l'aide temporaire à des pays financièrement sains a trouvé un certain écho à l'époque et, finalement, sera remise au goût du jour en 2009. En septembre 1997, une décision votée à l'unanimité donnait mandat au FMI d'affronter et de surveiller les transactions financières, mais la crise de 1997 passée et l'euphorie revenue, cette réforme n'a pas été mise en œuvre, car elle était assez contraignante pour les gouvernements².

278

Depuis 2002-2003 : un redressement salutaire du monde émergent

Depuis 2002-2003, les réformes mises en place commencent à faire effet. Les pays émergents, notamment asiatiques, se sont attachés, depuis 1998, à mettre en place des réformes économiques et structurelles, à assainir leur système bancaire, à améliorer la surveillance des systèmes financiers, la réglementation prudentielle, à réformer les marchés financiers locaux..., ce qui n'avait pas été fait dans les années 1990 malgré la libéralisation financière engagée à la fin des années 1980.

La croissance économique revient avec la confiance des investisseurs. Les pays émergents participent pour 75 % à la croissance mondiale et leur propre croissance avoisine en moyenne 7 % sur 2003-2007, avec pour la Chine 10,5 %, l'Inde 8,9 %, la Thaïlande 5 %, la Corée

du Sud 5,2 %, le Brésil et le Mexique 3,4 %, la Pologne 4,8 %, la Turquie 7,5 %.

Les flux de capitaux retrouvent le chemin des pays émergents depuis 2003 (BRI, 2004 et 2008) : de 57 Md\$ d'entrées nettes de capitaux privés en 2001 pour l'ensemble des pays émergents à 171 Md\$ en 2003, avec respectivement pour l'Asie de 31 Md\$ et à 111 Md\$, pour l'Amérique latine de -3 Md\$ et à 16 Md\$, et l'Europe de l'Est de -10 Md\$ et à 43 Md\$. Ils restent la destination privilégiée des flux de capitaux des investisseurs étrangers, ce qui fait, finalement, de la crise asiatique une pause dans le financement extérieur des pays émergents. Ce retour massif des capitaux a pu être expliqué par des conditions monétaires avantageuses dans les pays industrialisés, alimentant une liquidité abondante qui a été investie dans des économies en plus forte croissance et présentant des rendements décorrélés de ceux des pays industrialisés, comme avant la crise de 1997, ce qui a donné lieu à des stratégies de *carry trade*. Les entrées de capitaux ont également pu être impactées par l'amélioration des fondamentaux des pays émergents, visible dans l'augmentation des *ratings* de 2003 à 2006 (cf. tableau 1).

Tableau 1
L'amélioration des *ratings* souverains des pays émergents

279

	1998	2003	2006	2008	2009	2008-2009
Argentine	BB	CC	B+	B en août 2008- septembre 2008 puis B-	B-	Baisse
Brésil	BB-	B+	BB+	BB+ jusqu'à mai 2008 puis BBB-	BBB-	Hausse
Chili	A-	A-	A	A+ en janvier 2008	A+	Hausse
Chine	BBB+	BBB	A	A+ depuis novembre 2008	A+	Hausse
Corée	B+	A-	A	A	A	
Indonésie	BB+	CCC+	B+ puis BB- en septembre 2006	BB-	BB-	
Malaisie	A	BBB+	A-	A-	A-	
Mexique	BB	BBB-	BBB	BBB+ depuis novembre 2007	BBB+	
Russie	BB-	BB	BBB+	BBB+	BBB	Baisse en janvier 2009
Thaïlande	BBB-	BBB-	BBB+	BBB+	BBB+	
Venezuela	B+	CCC+	BB-	BB-	BB-	

Pour 2009 : dernier point le 9 septembre 2009.

Sources : Standard & Poor's ; Bankscope.

Les indices boursiers remontent, les monnaies commencent à se réapprécier et les réserves de change s'accumulent jusqu'à des niveaux sans précédent : fin 2007, elles atteignaient 1 500 Md\$ en Chine, 491 Md\$ en Russie, 275 Md\$ à Taiwan, 262 Md\$ en Corée, 301 Md\$ en Inde, 206 Md\$ au Brésil, 100 Md\$ en Thaïlande, 79 Md\$ au Mexique, 24 Md\$ en Hongrie, 33 Md\$ en République tchèque...

Les pays, notamment d'Amérique latine, renforcent la profondeur de leur marché financier local et émettent des titres de dette en monnaie nationale, à l'exemple du Brésil en septembre 2006 qui émet une obligation internationale en réal pour un montant équivalent à 745 M\$ et pour une maturité de quinze ans. Les *spreads* souverains baissent, traduisant la confiance des investisseurs et le retour de ces économies dans les stratégies de placement : par exemple, le Brésil obtient la notation *investment grade* et 178 fonds globaux investissent sur les pays émergents en 2007 contre 77 en 2002.

Les entrées brutes de capitaux sont fortes, mais comme les sorties de capitaux le deviennent aussi progressivement, les données sur les flux nets finissent par ne plus avoir beaucoup de sens, ce qui est très différent de la période avant la crise asiatique. Ces sorties de capitaux recouvrent une double dimension : les investissements directs étrangers (IDE) faits par les pays émergents et l'accroissement depuis 2000 des IDE Sud-Sud et parfois intrarégionaux (la part des IDE des pays émergents dans les IDE à destination des pays émergents est passée de 20 % en 1995 à 40 % en 2007) ; l'accumulation des réserves de change, en lien avec le retour des pays dans le commerce et la finance internationale et avec les achats massifs par le monde asiatique des bons du Trésor américain, *via* la création ou l'accroissement du rôle des fonds souverains émergents qui gèrent les excédents budgétaires, pétrolifères ou les réserves de change de leur pays. L'accumulation des réserves de change paraît immuniser ces pays contre toutes attaques spéculatives ou chocs exogènes et leur a permis de restructurer leur économie (la Chine a ponctionné ses réserves pour restructurer quatre banques en 2006), ce qui les dédouane de toute demande d'aide au FMI. Il est clair que la conjoncture mondiale favorable sur la période n'a pas créé d'occasion pour des soutiens du FMI, mais l'accumulation des réserves de change peut être analysée comme une stratégie pour se passer de lui, pour trouver un pouvoir financier et cette indépendance tant recherchée, laissant ce dernier dans une remise en question de son activité depuis 2006. De plus, des fonds souverains ont été créés dans les pays émergents et sont devenus des investisseurs redoutables, créant des débats et faisant revenir des élans protectionnistes de secteurs stratégiques dans le discours des pays industrialisés (Coeuré, 2008 ; Dockès, 2009 ; Kern, 2009). Le montant de leurs engagements

est estimé de 2 000 Md\$ à 3 000 Md\$ en 2007 et l'on estime leur poids financier en 2015 à 10 000 Md\$ (IFSL, 2008). Depuis 2000, 20 nouveaux fonds ont été fondés par de nouveaux acteurs provenant du monde émergent, dont 12 depuis 2005. Par exemple : China Investment Corporation (CIC) en septembre 2007 (200 Md\$ d'actifs gérés), Fond de stabilisation russe en 2004 (130 Md\$), Korea Investment Corporation en 2005 (20 Md\$), Qatar Investment Authority (QIA) en 2005 (50 Md\$), Oil Reserve Fund en 2005 en Lybie (50 Md\$), National Development Fund au Venezuela en 2005 (18 Md\$), Economic and Social Stabilisation Fund en 2007 au Chili (6 Md\$)...

À l'aune de la crise qui a débuté en août 2007 sur les Bourses et les marchés monétaires des pays industrialisés, les pays émergents apparaissent comme des acteurs financiers importants, assainis, mais aussi comme un ensemble hétérogène, voire une classe d'actifs hétérogènes. Cette appellation « pays émergents » regroupe des pays restructurés, à forte croissance économique, mais qui n'ont pas tous la même position des comptes courants, ni la même force du système bancaire. De plus, certains sont producteurs de matières premières et/ou de produits de base (Russie, Brésil), d'autres ont centré leur développement sur la production manufacturière (Chine) ou sur les services (Inde). Les appellations englobantes BRIC ou BRICS, VIC³... sont davantage révélatrices de symboles géopolitiques que d'une homogénéité économique. D'ailleurs, cette hétérogénéité est valorisée comme telle par les investisseurs qui discriminent les pays émergents, ce qui est un progrès par rapport à la période de pré-crise de 1997 (Odonnat et Rahmouni, 2006).

281

2008 : LES PAYS ÉMERGENTS, VICTIMES COLLATÉRALES

La crise financière de 2007-2008 n'a pas été déclenchée dans les pays émergents, ni par des comportements excessifs des acteurs de pays émergents. Si l'on en croit les discours de certains chefs d'État et de gouvernement de ce groupe, elle sonne comme une revanche par rapport à leur histoire financière et à leur repositionnement face aux pays industrialisés. Pendant un an, d'août 2007 à août 2008, les pays émergents ont semblé être épargnés par la crise. Depuis août 2008-septembre 2008, leurs Bourses et leurs monnaies sont affectées.

D'une phase initiale de résistance...

Même si les données sont imparfaites, il est apparu que les banques des pays émergents, plutôt des banques de dépôt, ont eu un actif peu

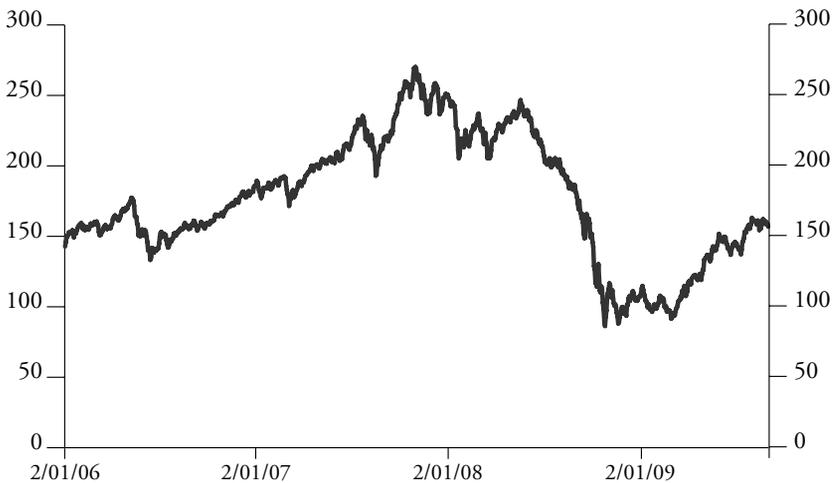
exposé aux titres *subprimes*. Elles n'ont donc pas subi les dépréciations d'actifs, l'activité de banque d'investissement étant le champ d'action des succursales ou des filiales des banques étrangères. Seuls de grands acteurs comme Bank of China ou ICICI en Inde ont enregistré des dépréciations d'actifs. De plus, même si les banquiers sont davantage formés à la gestion des risques, les pratiques des banques des pays industrialisés ne sont pas encore les leurs. Les risques financiers étant moindres, la défiance des investisseurs l'a aussi été vis-à-vis de ces pays.

Les marchés interbancaires en monnaie locale des pays émergents sont demeurés globalement stables.

Sur le dernier semestre 2007, les pays émergents ont reçu des capitaux quittant les pays industrialisés, comme une course au refuge dans des pays à haut rendement, relativement bien gérés et non responsables de la crise. Ainsi, les Bourses et les monnaies ont été impactées à la hausse, notamment sur septembre 2007-octobre 2007 (cf. graphiques 1a, 1b, 2a, 2b, 2c et 2d ci-après).

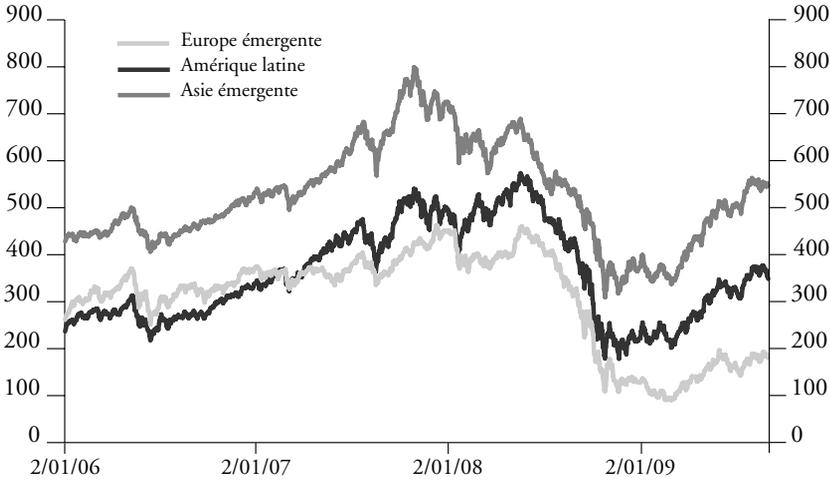
282

Graphique 1a
Indice boursier MSCI pays émergents
(MSCI : indice boursier synthétique - base 100 = 31/12/1996)



Sources : auteur ; données Datastream.

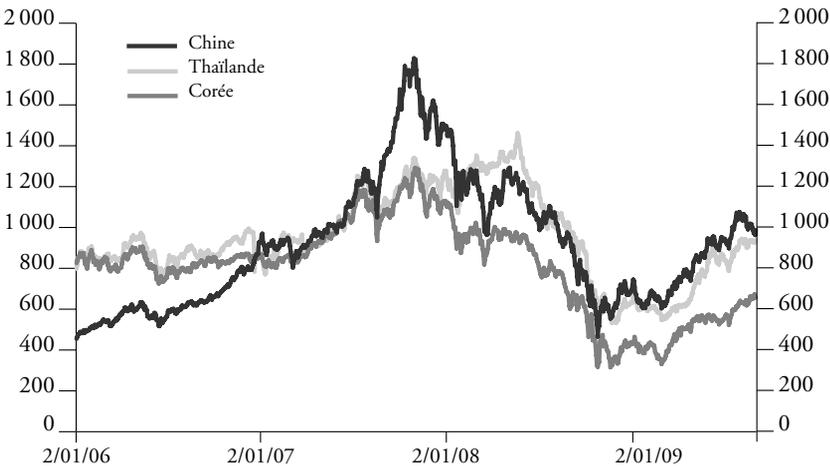
Graphique 1b
Indice boursier Europe émergente, Asie émergente
et Amérique latine
(indice MSCI - base 100 = 31/12/1996)



Sources : auteur ; données Datastream.

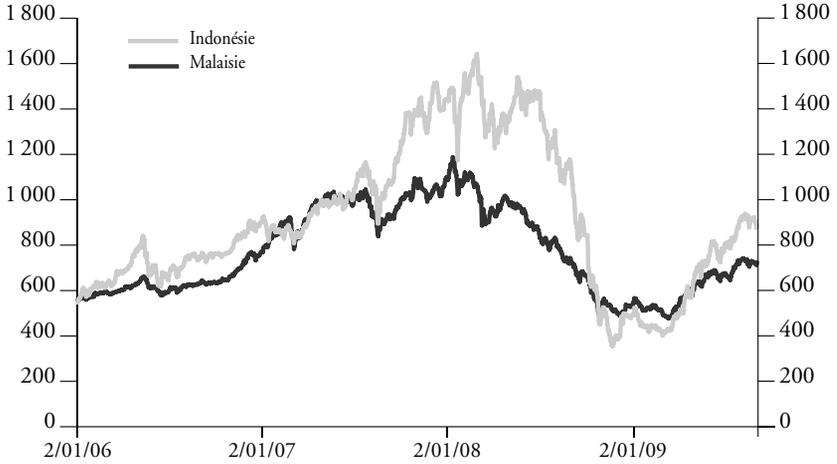
283

Graphique 2a
Indice boursier de certains pays émergents
(Chine, Corée et Thaïlande)
(indice MSCI - base 100 = 21/05/1994)



Sources : auteur ; données Datastream.

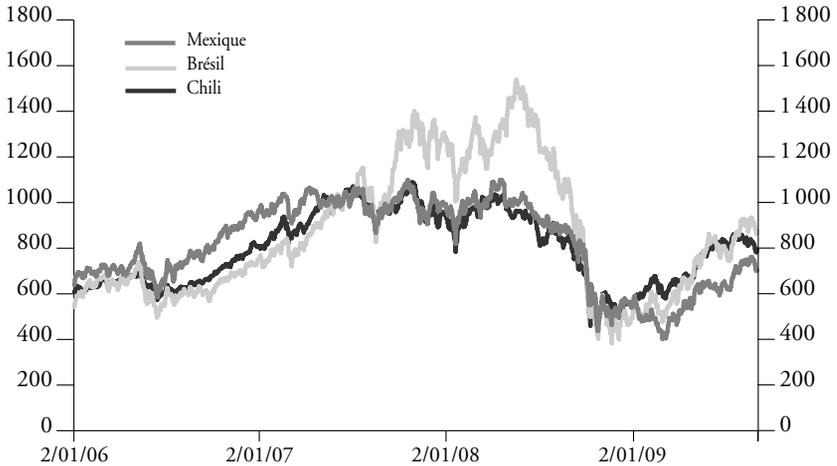
Graphique 2b
Indice boursier de certains pays émergents
(Indonésie et Malaisie)
 (indice MSCI - base 100 = 21/05/1994)



Sources : auteur ; données Datastream.

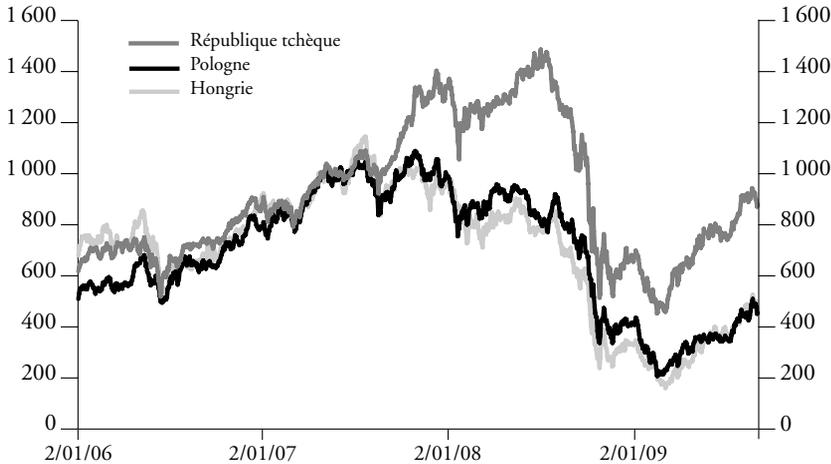
284

Graphique 2c
Indice boursier de certains pays émergents
(Mexique, Brésil et Chili)
 (indice MSCI - base 100 = 21/05/1994)



Sources : auteur ; données Datastream.

Graphique 2d
Indice boursier de certains pays émergents
(République tchèque, Pologne et Hongrie)
(indice MSCI - base 100 = 21/05/1994)



Sources : auteur ; données Datastream.

Selon la BRI (Banque des règlements internationaux) (2008), en 2007, les entrées nettes de capitaux privés ont augmenté en moyenne de plus de 2 points de pourcentage en Asie (atteignant 3,5 % du PIB régional) et en Amérique latine (2,9 % du PIB) et de 0,75 point de pourcentage dans les PECO (9 % du PIB). Les entrées brutes en Asie ont été les plus importantes : 50 % des capitaux privés bruts acheminés vers les économies émergentes et 15 % du PIB régional, un niveau proche de celui d'avant la crise de 1997-1998. Pour l'Amérique latine, elles représentent 6 % du PIB et 11 % des capitaux acheminés, et pour les PECO 20 % du PIB et 28 % des capitaux acheminés. Il s'agit surtout d'investissements de portefeuille (doublement de 2002 à 2007 pour atteindre 20 % du total des capitaux acheminés) et de prêts bancaires transfrontières (de pratiquement 0 % en 2002 à 40 % en 2007 du total des capitaux acheminés), la part des IDE reculant (de 90 % à 40 %). Les PECO ont reçu la plus grande part des prêts bancaires (estimés à 32 % de leur PIB agrégé).

Par ailleurs, dans le sens de la sortie des capitaux, les prises de participation des fonds souverains émergents dans les banques étrangères sur l'année 2007 ont aussi été révélatrices de la bonne gestion de ces économies et ont accentué l'écart de vitalité et de pouvoir entre les pays industrialisés et les pays émergents. Il est clair que la contagion systémique aurait été beaucoup plus forte sans cela. Du 9 août 2007 au 15 janvier 2008, les fonds souverains de la Chine, de Singapour et du

Moyen-Orient ont recapitalisé à hauteur de 80 Md\$ des institutions financières en difficulté aux États-Unis et en Europe (cf. tableau 2).

Tableau 2
Exemples de prises de participation
par les fonds souverains émergents

Nom du fond	Banque	Montant en Md\$	En % du capital
GIC - Government of Singapore Investment Corporation (Singapour)	Citigroup	7	4,5
	UBS	10	9
ADIA - Abu Dhabi Investment Authority (Abu Dhabi)	Citigroup	7,5	4,9
KIA - Kuwait Investment Authority (Koweït)	Merrill Lynch	4	4
Temasek Holdings (Singapour)	Merrill Lynch	4,4	9,9
CIC - China Investment Corporation (Chine)	Morgan Stanley	5	9,9

Sources : auteur ; presse.

Au total, 12,7 % du capital de Citigroup, 23 % de celui Merill Lynch et 12 % de celui d'UBS sont entre les mains des fonds souverains à fin janvier 2008. En novembre 2008, les fonds souverains des pays du Golfe ont acquis 31 % du capital de Barclays (dont 12,7 % pour QIA, le fond du Qatar, et 16,3 % pour ADIA, le fonds d'Abu Dhabi) à ajouter aux 3 % de prise de participation de CDB (China Development Bank) et aux 2,1 % de Temasek en 2007. Les fonds souverains émergents sont restés discrets en 2008, comme s'ils attendaient - stratégie de *wait and see* - que les prix des actifs industrialisés baissent encore pour les acheter. Ou bien ont-ils fait des pertes en 2007 ? En tout cas, en 2008-2009, ils ont subi des dévalorisations spectaculaires de leurs participations dans les institutions étrangères (Marin, 2009, concernant l'investissement de CIC dans Blackstone), mais se préparent à des plus-values importantes dans le futur.

La résilience des pays émergents à la crise et l'intérêt soutenu des investisseurs se sont maintenus jusqu'à la mi-2008.

Sur les graphiques 1a et 1b (plus haut) concernant les zones émergentes prises globalement, après la phase de croissance forte des indices boursiers, on remarque deux points hauts qui s'accompagnent d'une phase de plus ou moins forte confiance des investisseurs ou de plus ou moins fort maintien des capitaux dans les pays émergents. Il s'agit de la période allant de novembre 2007 (premier point haut, décembre pour la zone Europe émergente) jusqu'à août 2008 : on observe une relative instabilité de l'indice, sans effondrement massif, qui interviendra à partir de fin août. Pour l'Amérique latine, le pic le plus haut s'établit en mai 2008.

Par rapport à cette période de plus ou moins forte hésitation des investisseurs, on voit désormais, si l'on s'intéresse à chaque pays (cf. graphiques 2a, 2b, 2c et 2d plus haut), qu'il y a des différences dans l'évolution des indices boursiers. Ce qui peut être interprété comme un signe de discrimination de la part des investisseurs, car il existe des disparités entre les économies même si, depuis 2003, elles ont toutes amélioré leurs fondamentaux. En effet, pour la Chine, il existe une sous-période - octobre 2007 à février 2008 - où la baisse est plus prononcée que celle des indices des zones prises globalement ; puis, il y a une période de reprise/acalmie jusqu'à fin juillet 2008. Pour la Corée, après le pic de novembre 2007, il y a une baisse régulière et progressive jusqu'en août 2008. Les investisseurs semblent s'être montrés moins réactifs et inquiets vis-à-vis de l'Indonésie, de la Malaisie et de la Thaïlande : le pic haut est observé plus tard que pour les autres pays asiatiques et zones émergentes, respectivement en février 2008, janvier 2008, mai 2008. Puis, on retrouve la dégradation progressive des indices, moins erratique, jusqu'en août 2008. Même si leurs *ratings* sont moins élevés ainsi que leurs réserves de change, ces trois pays pouvaient apparaître comme moins exposés aux risques économiques et financiers que les deux grands pays que sont la Chine et la Corée, qui ont toujours été au cœur des stratégies de placement des investisseurs. De plus, le niveau d'endettement du secteur privé de la Corée est inquiétant car il se trouve au niveau de celui de 1997 ; par ailleurs, ce pays a connu la plus forte dépréciation monétaire de la zone Asie depuis 1998.

287

Le Brésil a aussi connu un pic haut de son indice boursier assez tardif - mai 2008 -, puis une baisse progressive jusqu'en août 2008. Les inquiétudes liées à la crise l'ont touché plus tardivement. Le Mexique et le Chili ont tous les deux connu une période longue de maintien relatif du niveau de l'indice boursier, sans pic majeur, ce qui n'est pas le cas des autres pays émergents, signe d'une confiance stable et régulière des investisseurs : de mai 2007 (date du premier pic) à août 2008. Les *ratings* de ces pays sont bons, les notes Standard & Poor's du Brésil et du Chili ont d'ailleurs augmenté respectivement en mai 2008 (BBB-) et janvier 2008 (A+). Et malgré les déficits courants, ces pays ont amélioré, sur les années précédentes, leurs situations économiques et financières : augmentation du niveau des réserves de change, solidité du système bancaire, développement du marché obligataire local... Le Chili apparaît comme le pays le plus solide, car l'endettement public est faible et l'épargne accumulée à travers le Fonds de stabilisation du cuivre est importante. De plus, comme le Brésil, il est moins dépendant des exportations vers les États-Unis et la zone euro, car ses exportations sont diversifiées.

La Hongrie et la Pologne affichent une même évolution à la baisse de leur indice : un point haut en juin 2007-juillet 2007, puis une baisse progressive jusqu'en août 2008, traduisant déjà la perception de fondamentaux moins sains (déficit courant, endettement en devises, taux d'épargne faible, réserves de change insuffisantes par rapport aux engagements extérieurs, dette publique particulièrement forte en Hongrie), même si la Pologne présente aussi un pic plus haut en octobre 2007. En revanche, la République tchèque, mieux gérée et moins concernée par le retrait des prêts bancaires en devises des banques étrangères en difficulté, a conservé la confiance des investisseurs jusqu'en juin 2008, puis l'indice baisse progressivement jusqu'en septembre 2008.

...à la phase des répercussions

À partir d'août 2008-septembre 2008⁴, les investisseurs, et notamment les établissements financiers, surexposés aux actifs des pays émergents, jugés risqués, et compte tenu des pertes subies sur les marchés des pays industrialisés, prennent leurs bénéfices et retirent de façon plus franche que sur la première partie de l'année 2008 leurs capitaux des pays émergents. Ce *deleveraging* se traduit par des dépréciations monétaires et la baisse forte des indices boursiers émergents. Les graphiques 1a, 1b, 2a, 2b, 2c et 2d (plus haut) concernant les indices boursiers montrent un même mouvement baissier pour les zones et pour les pays. Le point le plus bas se situe, pour tous, fin octobre 2008, précisément dans la semaine du 24 au 28 octobre 2008. Pour l'Indonésie, il intervient plus tard : le 18 novembre 2008. Sur la période août 2008-fin octobre 2008 (novembre 2008 pour l'Indonésie), les pays étudiés ont tous subi des baisses de l'indice d'au moins 40 %. Les plus fortes baisses concernent l'Indonésie -70 %, la Hongrie -63 %, le Brésil -62 %, la Corée -60 %, le Mexique -58 % et la Chine -53 %.

Le réal brésilien est la monnaie qui s'est le plus dépréciée entre septembre 2008 et novembre 2008 : 45 %. Les monnaies turque, mexicaine, sud-africaine, sud-coréenne, thaïlandaise et indienne se sont aussi effondrées. Sur la même période, la Bourse de Moscou a plongé de 69 %. Les pays sont aussi touchés par l'assèchement des marchés obligataires en septembre 2008-octobre 2008, même pour les entreprises et les États bien notés, et même pour les obligations en monnaie locale, ce qui est un signe fort de manque de liquidités et d'augmentation de l'aversion pour le risque (Hongrie, Indonésie, Mexique). De nouvelles baisses de Bourse interviennent par la suite. La décollecte des fonds émergents sur les marchés émergents a atteint 32,8 Md\$ en septembre 2008 (-4,1 Md\$ pour l'Amérique latine ; -15,6 Md\$ pour l'Asie hors Japon), contre une collecte de 20,6 Md\$ en septembre 2007 (8,2 Md\$ pour l'Amérique latine et 9,7 Md\$ pour l'Asie hors Japon).

Les devises et les Bourses brésiliennes et mexicaines sont très affectées, alors que ces pays ne sont pas fragiles, mais ils paient l'amélioration de la profondeur et de la liquidité de leurs marchés. Le Brésil est aussi délaissé, car il est exportateur net de matières premières dont les cours baissent. Les *spreads* souverains ont aussi grimpé : pour l'indice EMBI Asie émergente de 275 points à 600 points de juillet 2008 à octobre 2008, et pour l'EMBI Europe de l'Est de 250 points à 600 points (source : Datastream).

Les *ratings* des agences de notation ne sont pas trop ajustés à la baisse (cf. tableau 1 plus haut) car les retraits de capitaux sont liés à des effets de report et pas à des dégradations franches des fondamentaux dues à des problèmes internes aux pays émergents. Standard & Poor's a baissé les notes de l'Argentine en octobre 2008 (B-) et de la Russie en janvier 2009 (BBB) sur la base d'inquiétudes identifiées sur les fondamentaux. De plus, alors que la République tchèque et la Pologne conservent leur notation depuis 2007 (A et A-), le *rating* de la Hongrie est dégradé en mai 2008 de BBB à BBB-. Globalement, les autres pays conservent leurs notations et certains la voient augmenter (Chine, Brésil, Chili).

Il apparaît que les économies émergentes, assainies, ont semblé relativement bien gérer les impacts de la crise, en puisant dans les réserves de change qui restent importantes. Les réserves de change chinoises continuent d'augmenter fin 2008 (1 900 Md\$), alors que la Russie a vu fondre les siennes de 14 % en octobre 2008, l'Inde et la Corée de 12 %, la Malaisie de 10 %, l'Arabie Saoudite de 18 %, le Mexique de 15 %, par exemple. En tout cas, en mai 2009-juin 2009, elles retrouvent un niveau très élevé⁵.

289

Le rebond financier de 2009

L'aversion pour le risque a continué à pénaliser les pays émergents jusqu'en février 2009-mars 2009, où les indices boursiers remontent assez franchement. Les monnaies émergentes dépréciées sont des opportunités d'achat et un signe de compétitivité retrouvée pour les pays et donc de croissance future.

Les graphiques 1a, 1b, 2a, 2b, 2c et 2d (plus haut) montrent en effet que suite au point bas d'octobre 2008, les investisseurs sont restés assez hésitants dans le climat inquiétant qui entourait les résultats des banques étrangères et les projections de croissance des économies avancées. Une période basse de stagnation d'octobre 2008 à février 2009 (semaine du 17 au 20 février 2009) a concerné l'ensemble des zones ainsi que les pays. Pour la Malaisie, cette période s'étend d'octobre 2008 à la première semaine de mars 2009 (inquiétude légère sur l'augmentation du déficit budgétaire en 2009). Cette période a été beaucoup plus courte pour le Chili et le Brésil, de fin octobre 2008 à fin novembre 2008, signe d'une

discrimination entre les pays. Néanmoins, en février 2009, on note une nette reprise de l'indice boursier pour tous les pays dans un contexte global de regain d'appétit pour le risque.

De février 2009 à la première semaine de septembre 2009, la hausse des indices boursiers a été importante, ce qui traduit une confiance retrouvée dans les pays émergents. En Asie, les banques centrales ont même dû intervenir, face aux entrées de capitaux, pour freiner l'appréciation de leur monnaie. La hausse de l'indice boursier a été de 58 % en Chine, 72 % en Corée, 55 % en Thaïlande, 100 % en Indonésie (une correction de la forte baisse enregistrée précédemment), 44 % en Malaisie, 95 % au Mexique, 80 % au Brésil, 48 % au Chili, 82 % en République tchèque, 95 % en Pologne, 146 % en Hongrie. La forte hausse dans les PÉCO s'explique par la présence des soutiens financiers d'organisations européennes et du FMI, comme en novembre 2008 en Hongrie, et plus précisément par l'octroi de la nouvelle facilité de crédit du FMI, modulable, destinée aux pays sains dans un but préventif, ce qui rassure les investisseurs, en mai 2009 en Pologne, tout comme au Mexique en avril 2009, ce qui renforce l'image de ce pays et se répercute sur ses voisins dont les efforts antérieurs pour moderniser l'économie et les actions pour sortir de la crise en 2008 sont récompensés : Chili, Brésil.

290

Néanmoins, si la sphère financière semble redémarrée, le niveau des indices reste encore très inférieur à celui de 2007-début 2008. Des corrections pourraient aussi intervenir suite à la forte hausse observée, consécutive aux annonces sur les perspectives de croissance. Par ailleurs, il est clair que la baisse de la demande mondiale de biens et celle des cours des produits de base ont impacté l'économie réelle de ces pays. Par exemple, en février 2009, le Mexique a connu une baisse de ses exportations liées à l'automobile de 45 % et, en mai 2009, la Corée a subi une baisse de 27 % de ses exportations liées aux technologies de l'information (BRI, 2009). La baisse d'au moins 30 % du prix des produits de base, de juillet à décembre 2008, coûterait deux points de croissance en 2009 à l'Amérique latine.

QUELLE POSITION DANS LA SPHÈRE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE ?

Le fait que les pays émergents ne soient plus à l'origine d'une crise financière aux répercussions mondiales, comme la crise mexicaine de 1994-1995 ou la crise asiatique de 1997-1998, accentue leurs performances économiques et augmente leur pouvoir financier. Ils sont déculpabilisés et c'est avec un certain calme que les dirigeants de ces pays ont réagi aux chocs extérieurs. Leur résistance, dans un premier temps, à la crise actuelle va aussi dans ce sens. Ils sont en fait plus matures,

plus expérimentés, du fait des crises passées. La légitimité est retrouvée. Il y a donc depuis quelques années une remise en question de l'ordre mondial, un basculement du pouvoir financier, un rééquilibrage au profit des pays émergents qui pourrait être accentué si le cycle conjoncturel de ces pays était découplé de celui des pays industrialisés. Mais des inquiétudes subsistent les concernant.

Le repositionnement des pays émergents

Le repositionnement des pays émergents se fait à la fois auprès des pays industrialisés qui sont devenus, pour certains, emprunteurs nets de capitaux et qui sont à l'origine de la crise actuelle, et auprès du FMI pénalisé par la baisse des soutiens financiers accordés aux pays émergents.

En termes de représentation politique, le comportement des pays d'Amérique latine diffère quelque peu de celui des pays émergents d'Asie. Alors que ces derniers s'imposaient « discrètement » du fait de leur stock de réserves de change, de l'évolution des cours de certaines de leurs monnaies participant aux déséquilibres mondiaux et de la capacité d'investissement de leurs fonds souverains, les premiers s'imposaient plus par la parole pour demander, au sein du G20, du FMI, de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), la représentativité que les pays émergents méritent du fait de leurs résultats économiques et, en 2007-2008, de leur non-responsabilité dans la crise actuelle. Les déclarations du gouvernement brésilien, en octobre 2008, sur la surveillance des pays industrialisés que le FMI ferait mieux d'accroître le montrent. Dans le cadre des G20, les pays émergents ont enfin parlé d'une même voix, à travers celle du Brésil qui le préside, pour exiger que les discussions sur la régulation de la finance mondiale se fassent avec eux. Notons qu'en septembre 2006, la Chine, la Turquie, le Mexique et la Corée du Sud avaient déjà vu leur quote-part augmenter de façon *ad hoc* au sein du FMI, pour tenir compte de leur poids économique.

Depuis octobre 2008, l'économie réelle des pays émergents semble néanmoins perturbée par la crise, au-delà des Bourses et des monnaies. La Chine a été l'un des premiers pays à annoncer un plan de relance : le 9 novembre 2008, un déblocage avant la fin 2010 de 585 Md\$ pour soutenir la croissance économique du pays qui est tombée à 9 % au troisième trimestre 2008. L'ampleur est telle que l'on a pris la mesure, à cette date, des répercussions possibles de la crise sur le monde émergent. Il s'agit de politique fiscale active et de soutien de la demande intérieure par des politiques de grands travaux pour contrebalancer le ralentissement de la croissance économique et de la demande américaine et européenne qui ont été pendant vingt ans l'un des moteurs de la croissance chinoise.

Néanmoins, la crise a permis aux institutions internationales de retrouver un certain rôle, essentiellement auprès des pays de l'Est, de façon plus équilibrée et positive. Le FMI regagne une forte légitimité en 2009 suite aux G20, son mandat étant renforcé : mission approfondie de surveillance, augmentation de ses ressources, nouvelle modalité plus souple de crédit, afin de « positiver » ses aides, de ne pas stigmatiser les emprunteurs et de rééquilibrer les relations avec les pays émergents. Le FMI promet de s'atteler rapidement à la réforme des droits de vote, tant critiqués par les pays émergents. Il a accordé 17 soutiens financiers entre novembre 2008 et juin 2009, pour un montant équivalent à 150 Md\$. La nouvelle facilité modulable de crédit a concerné la Colombie (10 Md\$, 11 mai 2009), la Pologne (20 Md\$, 6 mai 2009) et le Mexique (47 Md\$, 17 avril 2009). Son but est de prévenir les crises. Elle peut être attribuée en un seul décaissement et n'est pas subordonnée à la mise en place de mesures spécifiques dans les pays, grandes différences avec les facilités de crédit traditionnelles. En revanche, afin de se tenir toujours éloignés du FMI, le Japon, la Chine, la Corée du Sud et l'ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) ont augmenté la dotation du fonds commun de réserve, créé en 2000, de 80 Md\$ à 120 Md\$ en décembre 2008, pour gérer les déséquilibres de balance des paiements, et ont organisé des *swaps* de devises, dont la Corée a largement bénéficié pour enrayer la forte chute du won. Ceci traduit la forte volonté d'indépendance et de coopération régionale de la zone Asie.

Si les perturbations de la crise sur les pays émergents sont temporaires, ces derniers auront encore démontré leur force économique. Si ces perturbations durent, le cycle conjoncturel des pays émergents sera fortement impacté ainsi que la croissance mondiale.

Vers un découplage des cycles ?

Dans la sphère financière et commerciale mondiale déréglementée, les pays sont tous interconnectés. Les capitaux des investisseurs étrangers sont entrés massivement dans les pays émergents jusqu'en 2007 et certaines entreprises de pays émergents ont déjà investi dans celles des pays industrialisés. De plus, les importations américaines et européennes viennent pour partie des pays émergents. Le ralentissement économique des pays industrialisés, de leurs importations, pénalise les exportations des pays émergents, donc leur croissance économique. Suite à la crise, la dépréciation des monnaies de certains pays émergents pénalise la compétitivité d'autres pays émergents, dont la croissance baissera par ricochet. De plus, *via* les réaménagements de portefeuilles pour compenser leurs pertes aux États-Unis et en Europe, les investisseurs et les banques retirent leurs capitaux. Ce sont les canaux

commerciaux et financiers de transmission d'une crise à d'autres économies. Cette crise sera-t-elle considérée comme un choc commun au sens de Masson (1999) pour les économies émergentes ? Probablement, mais il faudra attendre d'avoir des données supplémentaires pour tester cela économétriquement. En revanche, les crises en Asie en 1997-1998 n'ont pas été déclenchées par des chocs communs (Cartapanis, Dropsy et Mametz, 2002 ; Brana et Lahet, 2005). Dans la littérature traditionnelle, le choc commun, exogène aux pays émergents, qui déclenche des crises de change ou des chocs économiques simultanés dans les économies émergentes, s'apparente en fait aux facteurs *push*, extérieurs aux pays émergents, donc endogènes aux pays industrialisés, qui poussent les capitaux des investisseurs étrangers dans les économies émergentes. Il s'agit globalement des taux d'intérêt et de la croissance économique des pays industrialisés. Les premières études économétriques sur le sujet (comme Calvo, Leiderman et Reinhart, 1993 ; Chuhan, Claessens et Mamingi, 1998) montrent qu'une récession aux États-Unis pousse les capitaux vers les pays émergents, pour profiter de conditions plus favorables ailleurs. Néanmoins, Jeanneau et Micu (2002) trouvent une corrélation positive entre l'évolution du cycle économique des pays industrialisés et celle des flux de capitaux (prêts bancaires) investis par eux dans les pays émergents. Cela signifie qu'une croissance économique forte dans les pays investisseurs pousse les flux de capitaux dans les pays émergents : les investisseurs, ayant fait plus de profits dans leurs activités, ont des liquidités à placer, notamment dans les économies émergentes où le couple risque/rendement permet des opportunités. De même, Cartapanis (2004) indique que la croissance forte et la liquidité des pays industrialisés ont joué un rôle important et procyclique dans la taille des mouvements de capitaux vers les pays émergents, sur 1986-2000. À l'inverse, cela impliquerait qu'une récession dans les pays industrialisés freinerait les investissements dans les pays émergents.

293

Au-delà des liens financiers, pour parler de couplage ou de découplage entre pays industrialisés et pays émergents, il faut se centrer davantage sur l'évolution du cycle d'activité des pays émergents. Est-ce que les liens financiers se traduisent par des corrélations renforcées entre les cycles d'activité ? Si les récessions américaine et européenne entraînent celles des pays émergents, on parlera alors de couplage des cycles réels. Si elles n'ont pas d'impact, ou simplement un impact mineur, on pourra alors parler de découplage dans un environnement d'interconnexion financière.

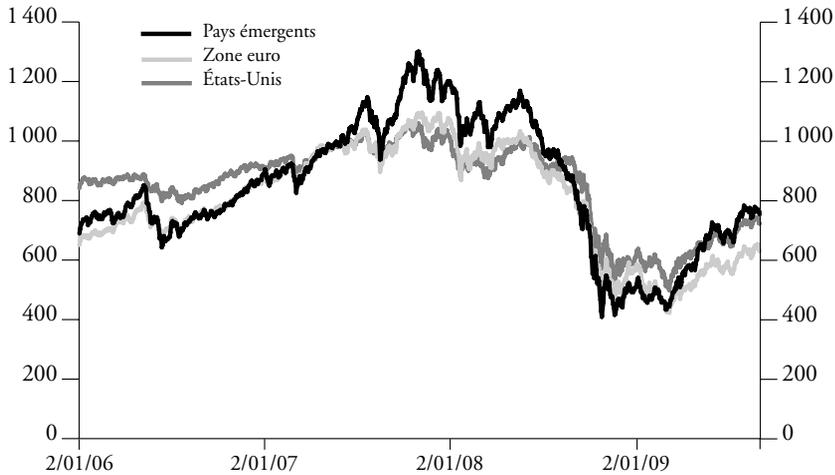
Pour le premier semestre 2008, la BRI (2008) parle d'une inflexion plus modérée de la croissance dans les pays émergents que dans les pays industrialisés. Kose, Otrok et Prasad (2008) montrent que, sur la période 1960-2005, il y a eu une convergence des cycles conjoncturels

(production, consommation, investissement) parmi les pays du groupe « pays industrialisés », et aussi parmi les pays du groupe « pays émergents », mais en même temps, une divergence des cycles conjoncturels entre ces deux groupes de pays. En fait, l'étude met en évidence l'apparition d'un cycle propre à chaque catégorie de pays. Les auteurs restent prudents et indiquent, dans le contexte actuel de la crise, que leur étude n'est pas une adhésion sans réserves à l'hypothèse du découplage, tout dépend de la durée et de la gravité de la récession dans les pays industrialisés : c'est bien là la difficulté des prévisions. Faure (2009) infirme la thèse du découplage des cycles d'activité, du fait des baisses de la production industrielle et des exportations des pays émergents qui ont été parfaitement synchrones avec les baisses des importations des pays développés, et de même amplitude, mais il relance la thèse du découplage financier entre pays émergents et pays industrialisés, du fait du retournement marqué (BRI, 2009) des marchés d'actions des pays émergents, suite à une baisse des primes de risque (systèmes financiers des pays émergents sains) et au redressement du prix des matières premières (recettes d'exportation pour certains pays émergents).

Sur les graphiques 1a, 1b, 2a, 2b, 2c et 2d (plus haut), nous constatons effectivement la reprise, parfois rapide pour certains pays, de la hausse de l'indice boursier à partir de février 2009. De plus, les graphiques 3a et 3b montrent que l'indice de la zone émergente, de la zone euro et celui concernant les États-Unis suivent une évolution croissante à partir de février 2009, pour atteindre un premier pic en mai 2009, puis un autre mi-août 2009 ou début septembre 2009.

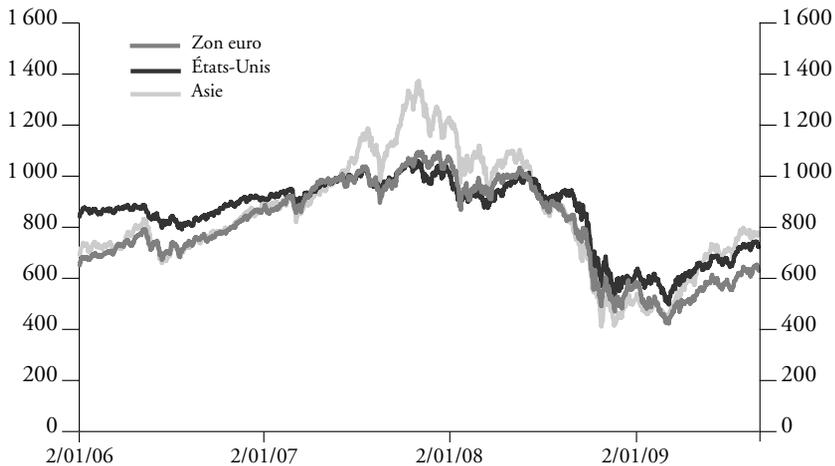
Si l'on calcule les taux de croissance des indices de février 2009 à mai 2009, puis de février 2009 à début septembre 2009, nous obtenons respectivement une croissance de l'indice pays émergents de 47 % et de 63 %, de celui de l'Asie émergente de 48 % et de 65 %, de celui des États-Unis de 28 % et de 41 %, de celui de la zone euro de 37 % et de 40 %. Effectivement, la croissance de l'indice pays émergents est supérieure à celle des indices de la zone euro et des États-Unis, représentatifs pour nous des pays avancés. Le résultat est encore plus fort si l'on retient la zone Asie parmi l'ensemble des pays émergents. Ceci permet de conclure à un redécollage beaucoup plus rapide de la sphère financière des pays émergents, mais pas (ou pas encore, en septembre 2009) à un découplage avec la sphère financière des pays avancés. Néanmoins, cela suggérerait que le décollage financier des pays émergents précéderait le redémarrage de l'économie réelle. Il est clair que la finance fournit à l'économie réelle les moyens de financer les investissements et de soutenir la consommation, donc la croissance. Néanmoins, les premiers effets des plans de relance économique dans les pays émergents et des aides financières du FMI, ou bien auparavant

Graphique 3a
Comparaison de l'évolution des indices boursiers entre
les pays émergents et les pays avancés : États-Unis et zone euro
(indice MSCI - base 100 = 31/05/94)



Sources : auteur ; données Datastream.

Graphique 3b
Comparaison de l'évolution des indices boursiers
entre la zone euro, les États-Unis et l'Asie
(indice MSCI - base 100 = 31/05/94)



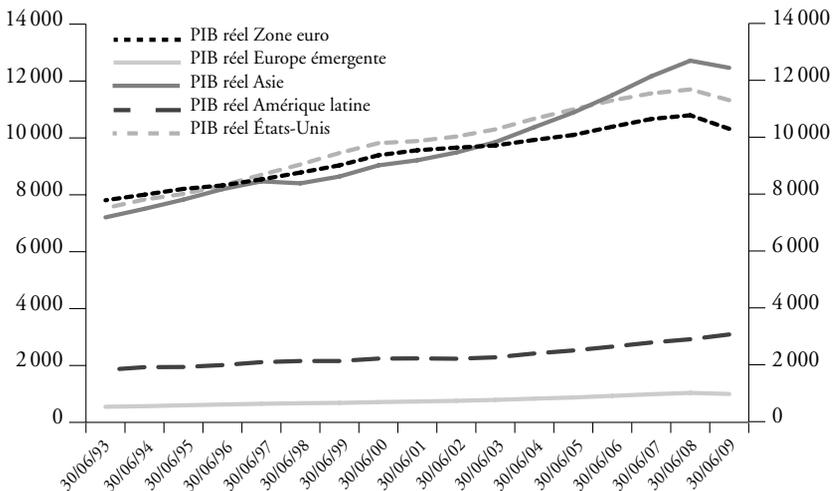
Sources : auteur ; données Datastream.

l'annonce de ces plans, ainsi que l'atténuation des difficultés financières dans les pays industrialisés ont encouragé le retour des placements financiers dans les pays émergents qui sont finalement restés assez sains économiquement malgré l'impact de la crise.

Enfin, si l'on s'intéresse aux données sur le PIB, les graphiques 4a et 4b montrent, sur la période de calme financier et de croissance économique de la première moitié des années 2000, que le PIB réel agrégé (en Md\$) de la zone Asie émergente est proche de celui des États-Unis et de la zone euro, puis au-dessus à partir de 2006, et se situe très au-dessus de celui des autres pays émergents (Amérique latine et Europe de l'Est) : on peut parler d'évolutions croissantes et convergentes, mais pas de découplage. Si l'on retient le PIB évalué au taux de change PPA, on pourrait parler d'un certain découplage depuis 2003 du PIB de l'Asie émergente avec celui des pays développés et aussi avec celui des autres zones émergentes. Les graphiques 4a et 4b montrent enfin, à partir de 2007, un ralentissement de la progression du PIB pour les pays émergents, mais moins pour le PIB PPA que pour le PIB réel et moins pour l'Amérique latine, et une baisse pour la zone euro et les États-Unis sur 2008-2009. Malgré le tassement de l'évolution du PIB PPA pour la zone Asie émergente, l'écart avec l'évolution du PIB des pays avancés ne se réduit pas. Cela semble être le signe d'un certain découplage, en tout cas d'une dynamique propre aux pays asiatiques. Mais il faut rester prudent et du recul est encore nécessaire concernant la période de crise actuelle.

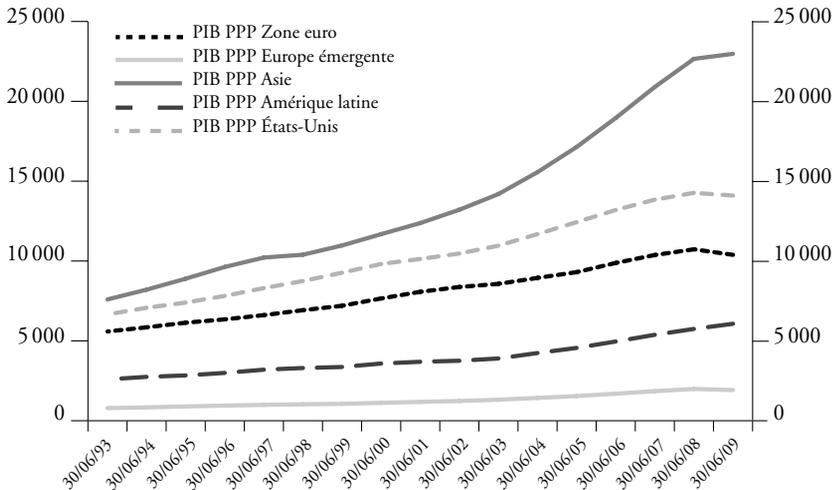
296

Graphique 4a
Évolution du PIB
(en Md\$)



Sources : auteur ; données Datastream.

Graphique 4b
Évolution du PIB
(en Md\$)



Sources : auteur ; données Datastream.

De plus, les prévisions du FMI (2009) vont dans le sens de la thèse de la croissance soutenue pour les pays émergents en 2010, notamment la Chine. Le tableau 3 (ci-après) montre des écarts de croissance importants avec les pays industrialisés, notamment pour les pays asiatiques, ce qui suggère qu'il existerait une dynamique propre aux pays émergents et que l'année 2009 serait une parenthèse dans leur dynamique de croissance soutenue. Le FMI a révisé à la hausse ses projections pour l'Asie émergente considérant l'amélioration des perspectives de croissance de la Chine et de l'Inde, qui tient aux plans de relance macroéconomique importants ainsi qu'aux anticipations d'un retour plus rapide que prévu des flux de capitaux. Les entrées brutes de capitaux privés sont en effet estimées pour 2009 en Asie émergente à 10 % du PIB de la zone (IDE, actions et prêts bancaires) et en Amérique latine à 2,5 % du PIB de la région (IDE et prêts bancaires) (BRI, 2009). Par ailleurs, le secteur des services de ces pays, notamment en Chine, en août 2009-septembre 2009, explose et apparaît ainsi comme un relais de croissance par rapport à la production industrielle. Pour l'Amérique latine, les projections du FMI ont été abaissées pour 2009, légèrement augmentées pour 2010 du fait des retombées attendues de la hausse des prix des produits de base. Mêmes évolutions pour les projections concernant les PECO, encore fortement touchés par la crise mondiale en 2009. En 2008, la croissance économique des pays émergents a été forte, notamment pour les pays asiatiques, même si elle est inférieure

à celle d'avant 2007. Les projections pour 2009 montrent que les pays asiatiques sortiraient encore du lot ; en 2010, ce serait plus globalement l'ensemble des pays émergents qui retrouverait une croissance forte. Le FMI envisage de réviser à la hausse ses projections pour 2010, si l'aversion pour le risque continuait de baisser et si la demande intérieure des grands pays émergents augmentait fortement.

Tableau 3
Projections de croissance pour 2009 et 2010
(en %)

	2008	2009	2010
Total des pays avancés	0,8	-3,8	0,6
États-Unis	1,1	-2,6	0,8
Zone euro	0,8	-4,8	-0,3
dont France	0,3	-3	0,4
Japon	-0,7	-6	1,7
Royaume-Uni	0,7	-4,2	0,2
Total des pays émergents et en développement	6	1,5	4,7
PECO	3	-5	1
Russie	5,6	-6,5	1,5
Asie	7,6	5,5	7
dont Chine	9	7,5	8,5
dont Inde	7,3	5,4	6,5
dont ASEAN	4,8	-0,3	3,7
Moyen-Orient	5,2	2	3,7
Brésil	5,1	-1,3	2,5
Mexique	1,3	-7,3	3

Source : FMI (2009) : projection des taux de croissance du PIB réel faite en juillet 2009 pour 2009 et 2010 ; taux constatés en 2008.

Les facteurs de la croissance économique

En effet, la croissance de la demande intérieure des pays émergents très peuplés, notamment de la Chine, mais aussi au niveau des régions émergentes, est forte depuis 2001 et témoigne du dynamisme de deux choses : la consommation privée en biens et en services d'une classe moyenne en croissance, dont le pouvoir d'achat augmente parfois plus vite que dans les pays avancés, et accédant progressivement aux crédits ; et l'investissement. Cela pourrait contrebalancer les défaillances des moteurs extérieurs de la croissance économique et soutenir durablement et de façon endogène l'évolution du PIB des pays émergents.

Pour soutenir cette croissance économique et affronter les impacts de la crise sur l'économie réelle, les pays émergents ont rapidement eu pour

objectif de maintenir le financement du secteur privé et l'investissement. Pour combler la baisse des entrées de capitaux, notamment des prêts bancaires internationaux en devises, alors que le marché des changes était instable, les pays émergents ont puisé dans leurs réserves de change pour financer en devises le secteur privé. Par ailleurs, le secteur bancaire, sain, a su maintenir (sauf en Turquie où il baisse ; forte hausse en Chine) le niveau du crédit bancaire intérieur (BRI, 2009), souvent aidé par les baisses des taux directeurs et du taux des réserves obligatoires par certaines banques centrales.

Par ailleurs, concernant la composante externe de la croissance économique, il faut noter que la part des échanges avec les pays industrialisés dans les échanges totaux des pays émergents a diminué de 70 % à 50 % en quinze ans, ce qui pourrait être une protection contre une crise dans les pays avancés. En même temps, la part des échanges intragroupe dans le commerce total des pays émergents a presque doublé ; 50 % des exportations de l'Asie représentent du commerce intrazone. Cela est inférieur au niveau atteint en Europe occidentale (70 %) et est au niveau du pourcentage de l'Amérique du Nord. Cela est à relier à l'existence de blocs régionaux de commerce en libre-échange. Néanmoins, la part du commerce intrarégional n'est que de 24 % pour l'Amérique latine qui commerce le plus avec les pays avancés (à peu près 60 %-70 %) et de 12 % pour le Moyen-Orient (OMC, 2008). Au niveau agrégé, la part du commerce intrarégional, qui est surtout une caractéristique asiatique, s'est maintenue entre 2000 et 2007 à 33 % (des exportations totales des pays émergents), alors que le commerce extrarégional entre régions émergentes a progressé de 15,6 % à 20 % et celui avec les pays avancés a baissé de 51,3 % à 47 % (Faure, 2009), mais reste dominant.

La Chine est le moteur des échanges intra-Asie. Entre 2001 et 2007, les exportations de la Chine vers l'ASEAN ont été multipliées par 7,4 et les importations de la Chine depuis l'ASEAN par 6,5 (Kalasopatan, Nicollas et Lelarge, 2007). Dès la fin de la crise asiatique, la Chine s'est rapprochée des pays de la zone les plus touchés. En 2010, la zone de libre-échange ASEAN-Chine sera opérationnelle, ce qui favorisera la fourniture de produits agricoles et de services par l'ASEAN. Mais la Chine a aussi développé ses relations avec des pays émergents non Asie : Afrique, Russie, notamment. Plus précisément (OMC, 2008), le premier partenaire commercial de la Chine, en ce qui concerne les exportations de marchandises, en 2007, est l'Asie (521 Md\$), puis l'Europe et l'Amérique du Nord (264 Md\$), la Communauté des États indépendants (CEI) (48 Md\$), le Moyen-Orient (44 Md\$), l'Amérique du Sud (39 Md\$) et enfin l'Afrique (37 Md\$). Pour l'Inde, il s'agit de l'Asie (46 Md\$), puis l'Europe (34 Md\$), le Moyen-Orient

(25 Md\$), l'Amérique du Nord (22 Md\$) et enfin l'Amérique du Sud (4 Md\$) et la CEI (2Md\$). Pour le Brésil, le premier partenaire est l'Europe (43 Md\$), l'Amérique du Sud (38 Md\$), l'Amérique du Nord (32 Md\$), l'Asie (26 Md\$), l'Afrique (9 Md\$) et enfin le Moyen-Orient (6 Md\$) et la CEI (4 Md\$). Plus largement, l'essor du commerce Sud-Sud (12,5 % de croissance annuelle sur 1985-2005 contre 9,8 % pour le commerce Nord-Sud) est un signe de montée en puissance, de rééquilibrage par rapport aux pays avancés : les échanges intra-Sud ont représenté, en 2005, 27 % du PIB agrégé du Sud contre 9 % en 1995 et les exportations du Sud vers le Nord n'ont représenté, en 2005, que 17 % du PIB du Sud (Kalasopatan, Nicollas et Lelarge, 2007). La vigueur de la demande provenant d'autres régions émergentes, notamment du Moyen-Orient, a effectivement participé au maintien des excédents en Asie en 2007. Les IDE Sud-Sud vont aussi dans ce sens. Mais, même si plus de la moitié des exportations chinoises se font à destination d'autres pays émergents et même si la part des États-Unis dans les exportations des économies émergentes d'Asie a diminué, cette dernière reste suffisamment importante pour que la récession américaine, en fonction de sa durée, pénalise le commerce extérieur de ces pays émergents : 10 % à Singapour, 18 % en Malaisie, 20 % en Chine. Les pays les moins ouverts, ou aux exportations diversifiées comme le Brésil, pourraient être impactés moins longtemps par la crise. Est-ce que la relance chinoise, qui débute à la mi-2009, sera suffisante pour relancer, d'une part, et relancer durablement, d'autre part, le commerce des autres pays émergents ? En fait, le commerce intragroupe présente quelques aspects défavorables. Il n'a apparemment pas joué le rôle d'amortisseur des chocs de demande mondiale en 2008, au cœur de la crise, et serait à l'origine de l'amplification du choc (Faure, 2009). De plus, ce commerce intrarégional, voire intrazone pays émergents, est spécifique et reste dépendant de la demande des pays avancés : il est un commerce de biens intermédiaires pour produire le bien final en Chine et le vendre aux pays du Nord. Si le plan de relance chinois profite à la consommation intérieure, majoritairement de biens bas de gamme produits pour une grande part localement, et est source de croissance économique, cela ne va pas forcément relancer les importations de biens intermédiaires utilisés pour assurer la demande de biens finals au Nord. Donc, le rôle du commerce intrazone dans la croissance économique des pays émergents peut être ambigu. Les pays émergents qui tireront avantage de la reprise chinoise sont plutôt les producteurs de matières premières.

Les dépenses publiques sont l'autre composante interne de la croissance et l'on peut les analyser, aux côtés des facteurs traditionnels « travail et capital », en abondance dans les pays émergents et relativement moins chers que dans les pays développés, et dont la productivité

et la qualité s'améliorent (progrès technique et dépenses en R&D, en éducation et en formation en croissance constante, même si la crise a pu les freiner et qu'en valeur, cela reste inférieur aux dépenses des pays avancés ; montée en gamme de la production, notamment en Chine), comme un facteur, cette fois endogène, de la croissance économique. Ce concept de capital public⁶ reprend de l'importance suite aux nombreux plans de relance mis en place par les pays émergents qui le peuvent (les autres utilisent plus directement les aides du FMI), à l'image de l'Argentine, du Brésil, du Chili, de la Colombie, du Mexique, de la Corée du Sud, de l'Inde, de l'Indonésie, de la Malaisie, de la Thaïlande et de la Chine, qui investissent surtout en infrastructures, même si tous les plans n'ont pas la même ampleur. Les pays émergents ont des marges de manœuvre pour cela car, jusqu'à présent, les dépenses publiques ont été globalement sous contrôle. La Chine a d'énormes moyens : le plan de soutien de 585 Md\$ équivaut à 14 % du PIB chinois chaque année pendant deux ans. Les effets se font déjà sentir au troisième trimestre 2009. Des projets de constructions d'infrastructures ont déjà été avancés. Les deux postes principaux de ce plan concernent les infrastructures (chemin de fer, aéroport, électricité urbaine) et la reconstruction de la zone sinistrée par le séisme en 2008. On note aussi un investissement important dans la santé et l'éducation, les logements sociaux, le développement durable et l'innovation. En février 2009, les plans de relance (trois plans pour 39 Md\$) de la Corée du Sud sont qualifiés de « vert », car ils prévoient des investissements en infrastructures à faibles émissions de CO₂, ce qui fait du pays le plus gros investisseur de l'année dans le développement durable. La politique macroéconomique des pays émergents a donc un rôle crucial contracyclique à jouer : suffisamment soutenir la consommation intérieure sans dégrader les finances publiques et ne pas provoquer de tensions inflationnistes, ni de sorties de capitaux. Le résultat dépendra de la capacité des gouvernements à trouver ce juste équilibre.

Enfin, pour expliquer cette dynamique de croissance soutenue, on retrouverait comme éléments de soutien de la croissance ceux qui ont permis la phase de croissance forte de 2002 à 2007 : la progression de la mondialisation que la crise ne peut interrompre ; le rebond du cours des produits de base notamment pour l'Amérique latine, même si pour l'instant, il ne comble pas la baisse de plus de 30 % sur la période de juillet 2008 à décembre 2008 ; les liens qui se sont renforcés de façon plus accentuée entre certains pays émergents sur le plan commercial, mais aussi sur le plan financier, notamment du fait des flux Sud-Sud provenant des fonds souverains (Marin, 2009, pour les futurs investissements de CIC dans les secteurs de l'énergie et de l'environnement dans d'autres pays émergents) ; et non plus l'émergence, mais le maintien du

rôle de la Chine dans le commerce régional, mondial, ainsi que son poids financier : sa position créancière nette s'élevait en 2007 à plus de 30 % de son PIB et devrait augmenter sur la prochaine décennie de par son différentiel de croissance, sa démographie, la relance budgétaire, sa richesse financière, son régime de change (Guonan et Haiwen, 2009) et ses fonds souverains.

Inquiétudes à court terme et recommandations

Même si les prévisions sont très supérieures à la croissance projetée pour le monde industrialisé (cf. tableau 3 plus haut), les taux de croissance pour les pays émergents restent inférieurs à la croissance moyenne de ces économies sur 2003-2007 (7 %) et sur 2007 (8,3 %). Cela sera-t-il suffisant pour créer des emplois et assurer la paix sociale dans les pays émergents, dont c'est, depuis quelques années, un objectif important contrairement à avant 1997 ? De plus, indépendamment des impacts négatifs sur la croissance économique, d'autres inquiétudes sont apparues dès 2008 et sont toujours d'actualité en 2009.

On l'a vu, les pays émergents sont en fait une classe d'actifs hétérogènes : certains ont un déficit courant, d'autres ont un excédent courant (cf. tableau 4). Les *ratings*, même s'ils n'ont pas beaucoup évolué suite à la crise, positionnent différemment les pays : un équivalent de 8/20 pour l'Indonésie, 11/20 pour le Brésil, 14/20 pour la Pologne et 16/20 pour le Chili, par exemple (cf. tableau 1 plus haut). Les notes sont également différentes à l'intérieur d'une même zone. Les problèmes politiques sont parfois encore présents en 2008 (Thaïlande, Inde).

302

Tableau 4
Solde des paiements courants
(en Md\$)

	2007	2008
Asie	522	457
dont Chine	372	348
dont Inde	-15	-23
Amérique latine	27	-10
dont Brésil	3	-22
dont Mexique	-7	-11
Europe émergente	-119	-146
dont Pologne	-16	-24
dont Turquie	-38	-45
Russie	80	81
Moyen-Orient	275	398
Afrique du Sud	-21	-21

Pour information, G7 : -457 Md\$ et -433 Md\$.

Source : BRI, 2008.

Certains pays ont un système bancaire assaini et résilient (Amérique latine, Asie), avec une supervision bancaire active et beaucoup de réserves de change, et d'autres beaucoup moins. Certains ont un endettement bancaire extérieur en devises plus fort que d'autres. Les pays les plus fragiles pour 2008-2009, au bord de la crise de balance de paiement en 2008, sont l'Inde, la Turquie, l'Afrique du Sud et surtout les PECO où les déficits courants sont lourds ainsi que l'endettement bancaire en devises (75 % des crédits habitat en Pologne sont en devises, par exemple). Les PECO restent toujours soumis au risque de rationnement des banques créancières étrangères et au soutien par les maisons-mères des filiales ou des succursales implantées dans les PECO (BRI, 2009). Le financement bancaire extérieur des pays émergents, qui est largement en devises et à court terme, a été pénalisé, d'autant que le ratio Bâle II ne pousse pas les banques étrangères à prêter en monnaie locale et à long terme et que les conditions du crédit bancaire international sont détériorées par la crise qui touche les banques étrangères. L'Ukraine (16,4 Md\$) et la Hongrie (12,5 Md\$) font partie des pays qui ont fait appel en octobre 2008 au FMI pour un plan de soutien financier assorti d'un programme d'ajustement. En revanche, l'Asie du Sud-Est, le Brésil, le Mexique, le Chili paraissent avoir les fondamentaux les plus sains, même si le FMI prévoit une croissance négative en 2009 pour la plupart. Un bémol doit être apporté pour l'Argentine (baisse du *rating*), dont le service de la dette extérieure est toujours très élevé, et pour la Corée, dont l'endettement du secteur privé est lourd. Par ailleurs, si le discours politique a été homogène, les réactions à la crise ont été variées, signe de l'hétérogénéité des pays, et pourraient être un facteur d'affaiblissement du groupe, même si des coopérations monétaires régionales ont été organisées (Asie). Cela peut aussi être un signe de compréhension et de maîtrise de la situation particulière de chaque pays. Il est clair qu'en un an, les pays émergents ont dû d'abord faire face à des entrées de capitaux qui ont conduit à l'appréciation de leur monnaie et ravivé les tensions inflationnistes fin 2007, puis aux évolutions inverses fin 2008. De plus, en Amérique latine, par exemple, le réal brésilien s'est fortement déprécié en 2008, alors que le peso argentin est resté relativement stable. En octobre 2008, en Indonésie, le taux des réserves obligatoires est passé de 3 % à 1 % sur les dépôts en dollars. En novembre 2008, la Chine a baissé ses taux directeurs et le taux des réserves obligatoires ; la Corée a décidé de garantir la dette externe des banques et Hong Kong envisage de créer un fonds, comme en France, pour accorder des liquidités aux banques. La Chine, l'Inde et la Russie ont assoupli les contraintes sur les sorties de capitaux en 2007, la Thaïlande les a supprimées en 2008. La Chine et la Corée ont diminué le ratio prêt hypothécaire/valeur du bien en

octobre 2008. Les fonds propres et les provisions ont été renforcés en Inde et les critères de prêts en Corée en 2008. Enfin, le Brésil adopte des mesures pour relancer le crédit aux PME...

Quelques autres faits ponctuels ont aussi attiré l'attention dès 2008 et ont montré l'ampleur des répercussions : la nationalisation des fonds de pension en Argentine pour garantir la sécurité des capitaux, en novembre 2008, ce qui a marqué fortement les marchés ; au premier semestre 2008, la fermeture de 3 000 PME chinoises ; en novembre 2008, une augmentation des créances douteuses des banques, notamment des banques chinoises ; la hausse en 2009-2010 des déficits budgétaires suite aux plans de relance de certains pays émergents (PECO, mais aussi Corée et Malaisie).

Depuis février 2009-mars 2009, il semble que les pays émergents sont entrés dans une période de stabilisation économique et financière, voire de redressement pour certains d'entre eux (Chine, Indonésie). Les pays asiatiques reçoivent déjà des capitaux. Mais il ne faudrait pas un retour massif des capitaux volatils. On connaît le risque de retournement de capitaux investis en masse dans des économies assainies qui ont amélioré la profondeur et la liquidité de leur marché. Il est important que les pays émergents réduisent leurs financements par rapport à l'extérieur, pour éviter le risque de change et l'impact déstabilisant des facteurs *push* lorsque leur évolution s'inverse, ainsi que le réaménagement de portefeuilles du « financier/créancier commun ». C'est pour cela qu'ils doivent poursuivre la modernisation de leurs marchés de capitaux nationaux, avec la création des titres de dette souveraine en monnaie nationale, à long terme, pour intéresser les investisseurs nationaux (Odonnat et Rahmouni, 2006) et diminuer la dette à court terme et en devises. C'est le cas du Mexique et d'autres pays, comme le Brésil, la Turquie, le Venezuela, ont choisi de rembourser leurs dettes externes en devises. Il est aussi nécessaire d'augmenter les émissions obligataires privées pour compléter les financements obtenus par émission d'actions. Les investisseurs institutionnels nationaux, fonds de pension, compagnies d'assurances..., doivent aussi développer leurs investissements pour que les pays soient moins dépendants des réactions brutales des investisseurs non-résidents. Cela permettra de mieux capter l'épargne nationale abondante et de participer à l'immense tâche qui prendra du temps : la réduction des déséquilibres globaux.

Et dans cette phase de modernisation, il ne faudrait pas tomber dans l'erreur de l'excès d'innovations financières qui, comme le montre la crise actuelle et l'ont expliqué d'abord Schumpeter puis Minsky, peut provoquer une hausse de l'illiquidité systémique (Bervas, 2008), quand la phase d'euphorie se termine et que la capacité de remboursement des dettes contractées est faible. Michel Camdessus⁷ indiquait que les

crises trouvent leur origine dans la partie non réglementée de l'économie et des marchés de capitaux. Il ne faut donc pas oublier de réglementer quand on modernise le fonctionnement des marchés, en insistant sur la transparence et la discipline de marché.

En parallèle, les pays émergents devraient aussi, en amont, mieux bancariser les agents non financiers, pour mobiliser l'épargne colossale d'une classe moyenne en croissance dans la majorité des économies émergentes très peuplées et pour continuer à veiller à la qualité du crédit distribué. Il est enfin important que les pays émergents soient moins dépendants de la demande des pays avancés : ils doivent s'efforcer de trouver un équilibre entre le commerce intrazone ou interrégions émergentes et le commerce avec le Nord, pour maintenir une dynamique propre et se protéger des chocs extérieurs. Aujourd'hui, la dépendance à la demande extérieure du Nord pourrait retarder la reprise dans les pays émergents et dans le monde, si celle des États-Unis, et plus largement des pays avancés, tardait et si le relais chinois n'enclenchait pas suffisamment la croissance d'autres économies émergentes qui exportent vers la Chine.

NOTES

1. Stiglitz, Bhagwati, rapport de la Commission Meltzer.
2. Si de telles mesures avaient été mises en place, peut-être que la crise actuelle aurait été évitée ou atténuée et que le FMI n'aurait pas été la cible de critiques supplémentaires.
3. BRIC : Brésil, Russie, Inde, Chine ; BRICS : Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud ; VIC : Vietnam, Inde, Chine.
4. Faillite de Lehman Brother le 15 septembre 2008.
5. En mai 2009-juin 2009 (sources : BRI et FMI) : Chine, 1 954 Md\$; Corée, 212 Md\$; Thaïlande, 100 Md\$; Inde, 242 Md\$; Brésil, 186 Md\$; Chili, 24 Md\$; Mexique, 84 Md\$; Russie, 368 Md\$; PECO, 24 Md\$ (233 Md\$ en 2008).
6. Le capital public de Barro, concept formalisé en 1990, parmi les théories de la croissance endogène (Lucas, Romer), est un facteur de croissance tout comme l'accumulation des connaissances, le capital humain et les dépenses en éducation, les dépenses en R&D... Pour information, en 2005-2006, selon l'OCDE, la Chine était la deuxième puissance en termes de dépenses en R&D : 0,6 % du PIB en 1995, 1,3 % en 2005 (multiplié par 2 en dix ans), projections à 2,5 % en 2015. À noter que selon la stratégie de Lisbonne, les pays européens devraient investir en R&D un montant équivalent à 3 % de leur PIB : en 2005, les investissements sont pour la zone euro de 1,9 %, pour les États-Unis de 2,8 %, pour le Japon de 3,1 %. En 2007, la Chine a dépensé en R&D 50 Md\$, l'Inde 9 Md\$, le Brésil 11 Md\$, les États-Unis 370 Md\$ et la zone euro 310 Md\$.
7. Voir : le journal *Les Échos* du 15 octobre 2008.

BIBLIOGRAPHIE

- BERVAS A. (2008), « L'innovation financière et la frontière de la liquidité », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, numéro spécial, n° 11, février.
- BRANA S. et LAHET D. (2005), « Les facteurs de propagation des crises financières dans les pays émergents : la contagion est-elle discriminante ? », *Économie internationale*, n° 103, troisième trimestre, pp. 73-96.
- BRI (2004), Rapport annuel, 74^{ème}.
- BRI (2008), Rapport annuel, 78^{ème}.
- BRI (2009), Rapport annuel, 79^{ème}.
- CALVO G., LEIDERMAN L. et REINHART C. (1993), « Capital Flows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America : the Role of External Factors », FMI, *Staff Papers*, vol. 40, n° 1, mars, pp. 108-151.
- CARTAPANIS A. (2004), « Trois générations de modèles de crise de change », Rapport du CAE, *Les crises financières*, pp. 271-291.
- CARTAPANIS A., DROPSY V. et MAMETZ S. (2002), « The Asian Currency Crises : Vulnerability, Contagion and Unsustainability ? », *Review of International Economics*, vol. 10, n° 1, pp. 79-91.
- CHUHAN P., CLAESSENS S. et MAMINGI N. (1998), « Equity and Bond Flows to Latin America and Asia : the Role of Global and Country Factors », *Journal of Development Economics*, n° 55, pp. 439-463.
- CŒURÉ B. (2008), « Vivre avec les fonds souverains », *Revue d'économie financière*, hors-série 2008.
- DOCKES P. (2009), « Les fonds souverains et l'impérialisme d'émergence », *Revue d'économie financière*, hors-série 2009.
- FAURE F. (2009), « Pays émergents : une reprise encore fragile », BNP Paribas, *Conjoncture*, juillet-août.
- FMI (2009), *Perspectives de l'économie mondiale*, mises à jour, 8 juillet.
- GUONAN M. et HAIWEN Z. (2009), « China's Evolving External Wealth and Rising Creditor Position », BRI, *Working Papers*, n° 286, juillet.
- IFSL (International Financial Services London) Research (2008), *Sovereign Wealth Funds 2008*, avril.
- JEANNEAU S. et MICU M. (2002), « International Bank Lending to Emerging Market Countries : Explaining the 1990s Roller Coaster », BIS, *Quarterly Review*, mars, pp. 52-64.
- KALASOPATAN C., NICOLLAS F. et LELARGE C. (2007), « Commerce Sud-Sud : vers une moindre dépendance du Sud vis-à-vis du Nord ? », *Crédit agricole, Éclairages Mensuel*, n° 117, décembre.
- KAMINSKY G. et REINHART C. (2000), « On Crises, Contagion and Confusion », *Journal of International Economics*, vol. 51, n° 1, pp. 145-168.
- KERN S. (2009), « Fonds souverains : nouvelles réalités économiques et réponses politiques », *Revue d'économie financière*, hors-série 2009.
- KOSE A., OTROK C. et PRASAD E. (2008), « Cycles économiques : découplage ou convergence ? », *Finances&Développement*, juin.
- MARIN Y. (2009), « Fonds souverains chinois : états des lieux », *Revue d'économie financière*, hors-série 2009.
- MASSON P. (1999), « Contagion : Macroeconomic Models with Multiple Equilibria », *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n° 4, août, pp. 587-602.
- ODONNAT I. et RAHMOUNI I. (2006), « Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 9, décembre.
- OMC (2008), *Statistiques du commerce international 2008*.