

L'évolution des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes

Lena Suchanek et Garima Vasishtha, département des Analyses de l'économie internationale

- *De nombreux pays à marché émergent ont renforcé sensiblement leurs fondamentaux macroéconomiques et mis en place des réformes structurelles depuis la crise asiatique de 1997.*
- *Il en est résulté un meilleur équilibre de la composition des flux de capitaux vers ces pays : la structure de l'endettement s'est améliorée, la part des investissements directs étrangers dans l'ensemble des flux a augmenté et l'accès aux marchés internationaux du crédit s'est élargi pour les entreprises des économies émergentes.*
- *Malgré ces progrès, le resserrement des liens financiers a contribué à rendre de nombreux pays vulnérables aux perturbations externes qui se sont produites entre 2007 et 2009.*

Les flux de capitaux privés à destination des économies de marché émergentes ont fortement chuté dans le sillage de l'aggravation de la crise financière mondiale : les flux nets de capitaux privés, qui avaient atteint le niveau record de 1,2 billion de dollars É.-U. en 2007, sont tombés à 649 milliards en 2008 et devraient s'établir à un niveau encore plus bas en 2009, soit 435 milliards¹. Le recul s'est répercuté, à des degrés divers, sur toutes les régions en développement, les pays émergents d'Europe étant les plus durement touchés. Après avoir enregistré des sorties nettes entre octobre 2008 et mars 2009, la plupart des économies émergentes ont renoué avec les entrées de capitaux privés aux deuxième et troisième trimestres de 2009. Si les investissements de portefeuille sous forme de prises de participation ont rebondi rapidement, le montant total des apports de capitaux privés devrait néanmoins s'élever à seulement 722 milliards de dollars É.-U. en 2010, soit environ la moitié du chiffre de 2007. Il n'empêche que, dans certains pays, on s'inquiète de l'incidence de l'afflux rapide de capitaux sur la stabilité financière ou le taux de change, et on envisage d'instaurer des mesures de contrôle des capitaux, si l'on n'est pas déjà en train de le faire. Reste à savoir si ces mesures seront temporaires ou durables et quelle sera leur efficacité.

Le présent article a un double objet. Premièrement, il montre que les enseignements tirés de la crise asiatique ont amené les pays émergents à renforcer leurs fondamentaux macroéconomiques et à engager des réformes structurelles, ce qui s'est traduit par une composition plus équilibrée des flux de capitaux en direction de ces pays. Ces derniers ont en particulier assaini la situation de leurs finances publiques, et certains ont adopté un régime de cibles d'inflation et

¹ Données de l'Institut de finances internationales pour 2009, selon un échantillon constitué des 30 principales économies de marché émergentes

assoupli leur régime de change, tandis que d'autres ont accumulé d'importantes réserves de change. En outre, de nombreux pays émergents ont pris garde de ne pas enregistrer de lourds déficits du compte courant. Les résultats n'ont pas tardé : 1) la confiance des investisseurs s'est ravivée; 2) la structure de l'endettement s'est améliorée, comme l'illustrent l'allongement des échéances et le recours plus fréquent aux marchés intérieurs plutôt qu'extérieurs pour emprunter; 3) la part des investissements directs étrangers, généralement plus stables, dans l'ensemble des flux de capitaux a augmenté; et 4) l'accès aux marchés internationaux du crédit (tant bancaire qu'obligataire) s'est élargi pour les entreprises des économies émergentes.

Ces progrès ont été renforcés par les changements structurels qui se sont opérés sur la scène financière mondiale. Par exemple, l'innovation financière, notamment la croissance du marché des swaps sur défaillance pour les emprunts des pays en développement, a favorisé une meilleure répartition du risque. Ensemble, ces facteurs ont concouru à une hausse des flux de capitaux qui s'est soldée par des avantages économiques et financiers substantiels (grâce à l'intensification des échanges et de l'intégration financière). Enfin, la composition plus équilibrée des flux de capitaux a raffermi la résilience de certaines économies émergentes face aux chocs externes.

Deuxièmement, cet article démontre que les facteurs qui ont contribué à améliorer les flux de capitaux ont aussi accru le risque de contagion lorsque la conjoncture économique mondiale se dégrade. En effet, l'augmentation de la proportion de pays ayant un compte de capital ouvert rend plus probables les sorties rapides de capitaux en cas de détérioration de la conjoncture. Par conséquent, même si la plupart des économies émergentes poursuivent de meilleures politiques et possèdent des institutions plus fortes que lors de l'éclatement des crises antérieures, bon nombre demeurent vulnérables aux perturbations extérieures. Toutefois, leur fragilité varie considérablement de l'une à l'autre : les pays accusant un important déficit du compte courant et largement tributaires du financement externe paraissent particulièrement vulnérables, alors que ceux qui possèdent d'abondantes réserves de change ou qui affichent un excédent du compte courant sont mieux en mesure de résister à des variations subites des entrées de capitaux.

La gravité de la crise financière qui vient d'ébranler les marchés émergents et le risque qu'ils subissent d'autres retombées commandent une action concer-

tée, vigoureuse et suivie des décideurs à l'échelle internationale. Les accords de swap de devises conclus entre les grandes banques centrales et l'élargissement de la gamme des dispositifs internationaux de soutien destinés aux économies émergentes (telle la ligne de crédit modulable du Fonds monétaire international²) sont des exemples de mesures qui semblent avoir ranimé la confiance et atténué les répercussions de la crise sur ces économies. De plus, les autorités devront mettre en œuvre des politiques qui encouragent les flux de capitaux et veiller à ce que les restrictions imposées à ceux-ci en réaction à une crise financière ne soient que temporaires³. S'il est vrai que ce type de restriction peut être avantageux à court terme, il engendre nécessairement des distorsions et risque d'avoir des effets à long terme défavorables sur l'ensemble de l'économie. En réalité, les flux de capitaux peuvent être profitables pour les économies émergentes comme pour le système financier international dans sa totalité. C'est pourquoi les responsables des politiques dans les marchés émergents doivent poursuivre leurs efforts pour consolider leurs politiques et leurs systèmes financiers afin de relever les défis que pose sans cesse l'environnement économique mondial.

Contexte général

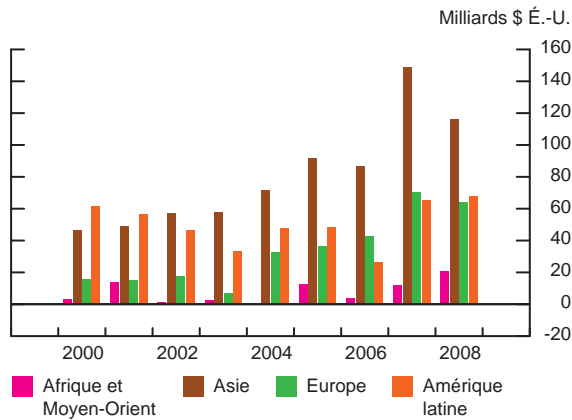
Évolution des flux de capitaux depuis 2000

Les flux nets de capitaux vers les économies de marché émergentes ont presque quintuplé entre 2002 et 2007, atteignant 1,2 billion de dollars É.-U., soit un niveau supérieur à celui enregistré avant les crises asiatique et russe (**graphiques 1a à 1d**)⁴. La décomposition des données révèle une augmentation des flux dans presque toutes les catégories durant cette période. Les flux nets d'investissements directs étrangers sont restés vigoureux, ainsi qu'en témoigne leur progression régulière de 2003 jusqu'à la fin

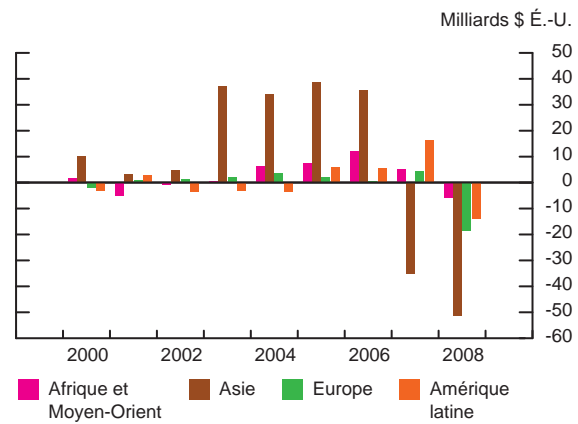
- 2 Dans le passé, le recours aux facilités de prêt du Fonds n'a pas toujours été bien vu par le marché. Cependant, la ligne de crédit modulable s'adresse aux pays qui sont réputés avoir un cadre institutionnel et des données économiques fondamentales très solides ainsi que d'excellents antécédents en matière de mise en œuvre de politiques. L'octroi d'une telle ligne de crédit n'envoie donc pas forcément de signaux défavorables au marché.
- 3 La question des avantages et des coûts du contrôle des capitaux ne fait pas l'unanimité parmi les chercheurs. La régulation des opérations en capital peut être avantageuse à court terme (p. ex., pour pallier une crise) ou dans les premiers stades de développement (lorsque le système financier d'un pays est peu développé). À long terme, toutefois, elle tend à devenir moins efficace et a des effets préjudiciables à l'économie. Pour un aperçu des travaux sur le sujet, se référer à Kawai et Takagi (2008).
- 4 Flux nets de capitaux privés plus flux nets de capitaux publics

Graphiques 1a à 1d : Flux de capitaux vers les économies émergentes

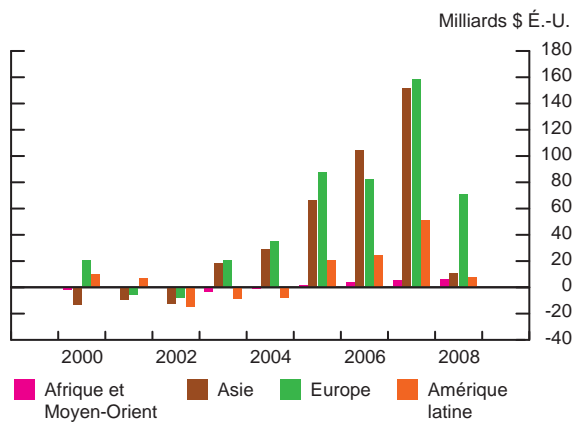
a. Flux nets d'investissements directs étrangers



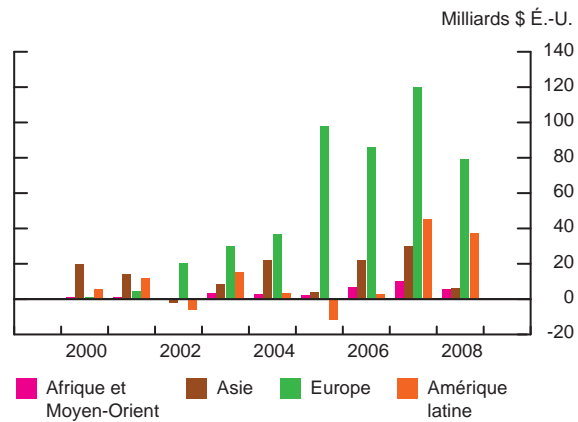
b. Flux nets d'investissements de portefeuille



c. Flux bancaires nets



d. Autres opérations de financement par emprunt (en termes nets)



Nota : Les pays émergents d'Asie sont, en l'occurrence, la Chine, l'Inde, les Philippines, la Thaïlande, l'Indonésie, la Corée du Sud et la Malaisie. Les pays émergents d'Europe sont la Croatie, la Roumanie, la Turquie, la Pologne, la Russie, la République tchèque, la Bulgarie, la Hongrie et la Slovaquie. L'Afrique et le Moyen-Orient comprennent, en l'occurrence, l'Afrique du Sud, l'Égypte et le Maroc, tandis que les pays émergents d'Amérique latine sont l'Équateur, le Chili, le Pérou, le Venezuela, le Mexique, le Brésil, la Colombie et l'Argentine.

Sources : Institut de finances internationales et calculs des auteurs

de 2007. Les flux d'investissements de portefeuille sous forme de prises de participation ont été, pour leur part, plus sensibles aux fluctuations du cycle économique mondial et du degré de tolérance au risque à l'échelle mondiale. Ces flux ont été relativement élevés en 2005-2006, s'établissant en moyenne à quelque 52 milliards de dollars É.-U. par année. Ils ont toutefois commencé à décliner en 2007 et ont été négatifs (-8 milliards) sur l'ensemble de l'année;

en 2008, la situation s'est encore dégradée et les sorties d'investissements de portefeuille sous forme de participations ont atteint 92 milliards. Enfin, les flux bancaires nets vers les économies émergentes ont augmenté constamment de 2003 à 2007, culminant à 366 milliards de dollars É.-U. environ la dernière année. Eux aussi ont dégringolé en 2008 dans toutes les régions pour se chiffrer au total à 95 milliards de

dollars É.-U.^{5,6}. Les effets de ces variations sont une source de préoccupation permanente pour les responsables des politiques dans les marchés émergents.

Les flux nets de capitaux vers les économies de marché émergentes ont presque quintuplé entre 2002 et 2007, atteignant 1,2 billion de dollars É.-U., soit un niveau supérieur à celui enregistré avant les crises asiatique et russe.

Incidences des flux de capitaux

Bien que les flux de capitaux soient souvent profitables aux économies de marché émergentes, l'absorption d'entrées massives de fonds peut créer des difficultés⁷. La crise asiatique de 1997 nous a enseigné que les flux de capitaux peuvent avoir une incidence considérable sur les variables macroéconomiques : durant les années qui ont précédé la crise, les taux de change ont été l'objet de tensions à la hausse dues aux entrées considérables de fonds et aux liquidités abondantes à l'échelle mondiale, lesquelles ont renchéri les actifs. L'arrêt brutal, voire l'inversion, des mouvements de capitaux qui a suivi s'est accompagné de fortes dépréciations monétaires, d'un effondrement des prix des actifs et de baisses marquées de l'activité économique.

5 Notons que le montant des flux *nets* de capitaux peut sous-estimer celui des capitaux acheminés dans les économies émergentes. Ce montant correspond en effet à la différence entre les *entrées nettes* (c.-à-d. les flux d'investissements vers ces économies moins les retraits d'investissements, les versements de dividendes, etc.) et les *sorties nettes*, celles-ci incluant, par exemple, les investissements de plus en plus marqués ces dernières années des économies émergentes à l'étranger (investissements de portefeuille du secteur privé, fonds souverains, etc.). De fait, les capitaux se déplacent désormais des économies émergentes vers les économies développées à faible taux d'épargne, notamment les États-Unis.

6 Cette chute brutale s'explique en partie par : 1) la baisse générale du levier d'endettement; 2) la résurgence de la préférence nationale en matière d'investissement; 3) la réduction du crédit accordé aux économies émergentes par les banques internationales, affairées à remédier aux graves pénuries de liquidités dans leur pays d'attache.

7 Les avantages des flux de capitaux sur le plan de la croissance à long terme font l'objet d'un débat intense dans la littérature. Certains auteurs soutiennent que les flux incontrôlés de capitaux sont une entrave sérieuse à la stabilité financière mondiale (voir, par exemple, Rodrik et Subramanian, 2009), alors que d'autres affirment que l'ouverture accrue aux flux de capitaux est essentielle pour les pays qui aspirent à passer de la catégorie des pays à faible revenu à celle des pays à revenu intermédiaire (voir notamment Mishkin, 2008).

On observe à la fois des similitudes et des différences entre la situation des économies émergentes avant la dernière crise et leur situation à la veille de la crise asiatique de 1997. Parmi les similitudes, signalons les pressions à la hausse qui s'exerçaient sur les taux de change, l'abondance des liquidités sur les marchés mondiaux (jusqu'au milieu de 2007) et la vive ascension des prix des actifs. On note par ailleurs des différences importantes, car de nombreuses économies émergentes ont tiré des leçons de la crise asiatique et sont devenues plus aptes à composer avec les perturbations du système financier⁸. Premièrement, les autorités de ces pays ont assaini leur politique budgétaire et, pour beaucoup d'entre elles, instauré un cadre solide de conduite de la politique monétaire. Deuxièmement, une croissance économique vigoureuse, conjuguée à l'adoption de règles de gouvernance plus strictes au sein des entreprises, a favorisé une entrée soutenue de capitaux dans ces pays, qui a aussi été alimentée par la conjoncture économique clémente à l'échelle mondiale (jusqu'au milieu de 2007). Troisièmement, de nombreuses économies émergentes, par exemple la Chine, la Russie, l'Inde, la Corée du Sud et le Brésil, ont accumulé un niveau sans précédent de réserves de change et sont donc moins vulnérables à un assèchement soudain des capitaux qu'auparavant. Quatrièmement, les flux d'investissements directs étrangers sont désormais plus élevés que les flux d'investissements de portefeuille (graphiques 1a et 1b), ce qui rend moins probable une inversion brusque des mouvements de capitaux. Cinquièmement, depuis quelques années, les entrées de capitaux (qui ont résulté de la mise en place d'un cadre institutionnel solide) vont de pair avec des excédents du compte courant. Ces faits indiquent que même s'il subsiste des exceptions notables, la plupart des pays émergents sont beaucoup plus résilients que par le passé.

Caractéristiques de l'évolution des flux de capitaux vers les marchés émergents

L'amélioration qui s'est opérée depuis quelques années dans les variables macroéconomiques fondamentales de nombreuses économies émergentes a contribué à modifier sensiblement la structure et la composition des flux de capitaux sous trois rapports : les marchés des titres d'emprunt des économies émergentes ont subi des mutations structurelles, leurs marchés

8 Perrault (2002) décrit les améliorations qui sont survenues dans la composition des flux de capitaux au lendemain de la crise asiatique.

boursiers se sont développés et le volume des émissions internationales de titres privés s'est accru.

Changements structurels sur les marchés des titres d'emprunt des économies émergentes

Le fait que le marché ne se limite plus aux instruments de créance à rendement élevé émis par les États souverains en dollars É.-U. est un indice indubitable de l'évolution des marchés des titres d'emprunt dans les économies émergentes. On note trois grands types de mutations : croissance des marchés intérieurs de titres d'emprunt, allongement des échéances et innovation financière sous la forme de dérivés de crédit.

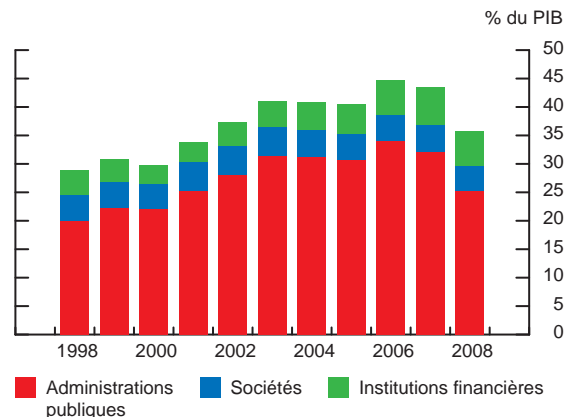
Croissance des marchés intérieurs de titres d'emprunt

Jusque dans la seconde moitié de la décennie 1990, les marchés des titres d'État à revenu fixe libellés dans la monnaie nationale étaient assez peu développés dans bon nombre de pays d'Amérique latine, d'Asie, d'Europe (pays émergents) et d'Afrique, l'encours total de ces titres ne s'élevant qu'à 20 % du produit intérieur brut (PIB) dans l'ensemble des économies émergentes au milieu de cette décennie. De nombreux pays émergents ont alors commencé à émettre des titres d'emprunt dans la monnaie locale, signe de fondamentaux plus solides, d'un intérêt plus grand de la part des investisseurs étrangers et d'un élargissement de la base nationale d'investisseurs institutionnels. Ces pays ont en outre profité de la conjoncture financière clémente qui régnait à l'échelle mondiale jusqu'en 2007 pour se procurer du financement à long terme et améliorer la structure de leur dette. Par conséquent, l'encours total des émissions de titres en monnaie nationale est passé de 29 % du PIB à près de 36 % entre 1998 et 2008, grâce surtout au secteur public (**Graphique 2**). Par ailleurs, la dette extérieure totale (c.-à-d. publique et privée) a diminué durant la même période (**Graphique 3**).

Dans le passé, on doutait de la capacité des pays émergents d'emprunter sur les marchés financiers internationaux dans leur propre monnaie — en raison de ce que certains ont appelé le « péché originel⁹ ». Or, depuis une dizaine d'années environ, de nombreuses économies émergentes ont réussi à « se

⁹ Eichengreen et Hausman (1999) ont été les premiers à utiliser le terme « péché originel » en rapport avec l'incapacité d'un pays à contracter des emprunts à long terme à l'étranger dans sa monnaie. Si le pays accumule une dette nette, il y aura un déséquilibre entre les monnaies de libellé de ses actifs et de ses passifs.

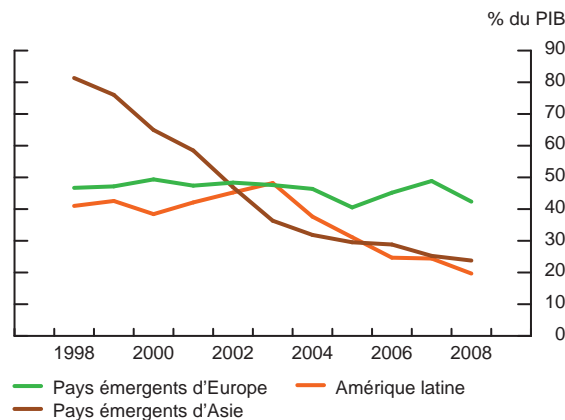
Graphique 2 : Encours de la dette intérieure des économies émergentes



Nota : Les données du graphique correspondent à l'encours moyen de la dette intérieure par secteur. Les pays visés sont les suivants : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée du Sud, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Slovaquie, Thaïlande, Turquie et Venezuela.

Sources : Rapport trimestriel BRI, décembre 2009; Institut de finances internationales; Statistiques financières internationales, FMI

Graphique 3 : Dette extérieure totale des économies émergentes

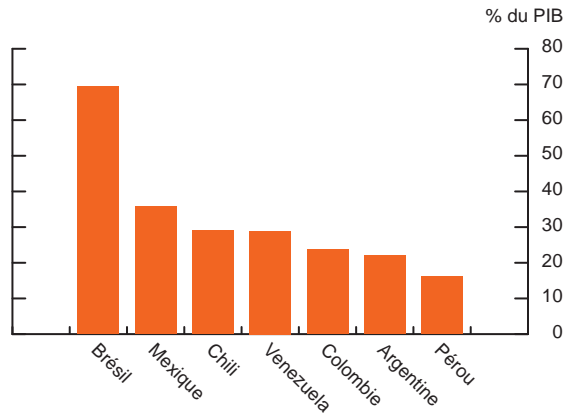


Nota : Les données correspondent à la valeur médiane de la dette extérieure totale (exprimée en pourcentage du PIB) pour certaines économies émergentes dans chaque région. Source : Institut de finances internationales

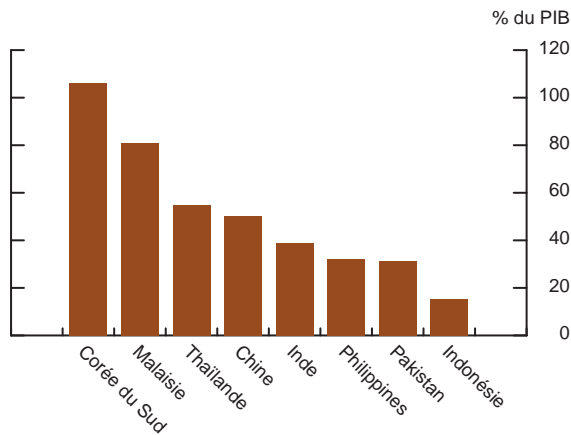
libérer du péché originel » et à augmenter leurs émissions d'obligations libellées dans la monnaie nationale sur les marchés mondiaux ainsi qu'à développer leur marché obligataire intérieur. Pour ce qui est de la première stratégie, depuis cinq ans, le Brésil, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay émettent sur les marchés internationaux des titres libellés dans leurs monnaies respectives; ceux-ci attirent aussi bien les investisseurs locaux qu'étrangers par suite de l'amélioration des politiques macro-économiques de maints pays émergents, qui a accru

Graphique 4a à 4c : Encours de la dette en monnaie nationale des économies émergentes, 2008

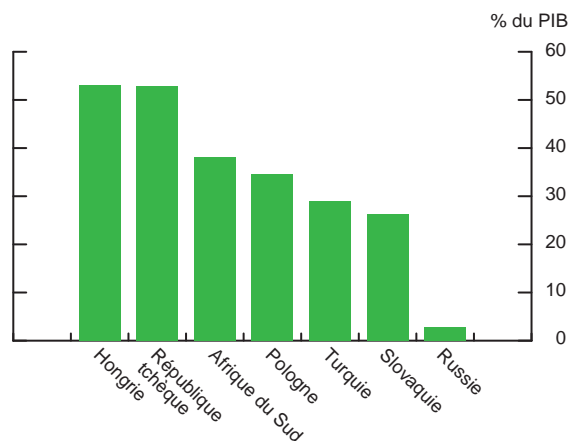
a. Amérique latine



b. Asie-Pacifique



c. Autres pays



Sources : Banque des Règlements Internationaux (BRI); *Statistiques financières internationales*, FMI

la confiance des investisseurs dans les obligations libellées en monnaie nationale.

Les marchés d'obligations émises en monnaie nationale sont devenus une importante source de financement pour les pays en développement et, jusqu'en 2007, ils constituaient le segment du marché des emprunts de ces pays qui progressait le plus rapidement (**graphiques 4a à 4c**). Ces marchés sont concentrés dans huit pays : Afrique du Sud, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Malaisie, Mexique et Turquie. Jusqu'à récemment, ils étaient essentiellement fermés aux investisseurs étrangers. Toutefois, la libéralisation graduelle et continue du compte de capital dans plusieurs pays a donné lieu à une hausse de la participation étrangère¹⁰. Enfin, la création d'indices propres aux obligations libellées en monnaie nationale — comme l'indice GBI-EM de JPMorgan, lancé en 2005 pour les obligations des pays émergents — a également facilité la présence des investisseurs étrangers sur les marchés de ce type de titres¹¹.

Les marchés d'obligations émises en monnaie nationale sont devenus une importante source de financement pour les pays en développement et, jusqu'en 2007, ils constituaient le segment du marché des emprunts de ces pays qui progressait le plus rapidement.

Allongement des échéances

Jusqu'à la décennie 1990, les emprunts à court terme représentaient une forte proportion de l'encours total de la dette des économies émergentes, en raison notamment de la prime de risque élevée qu'exigeaient les marchés internationaux pour les prêts à long terme. Toutefois, en améliorant les données fondamentales de leur économie, y compris le niveau d'inflation, en appliquant des politiques budgétaires plus avisées et en affichant un excédent du compte courant, les pays émergents ont pu réduire le risque

¹⁰ En outre, les économies émergentes ont pu émettre davantage d'emprunts en monnaie nationale grâce à la conjoncture financière favorable à l'échelle du globe et à la quête de rendement des investisseurs.

¹¹ D'autres indices de ce genre comprennent l'Emerging Local Markets Index (ELMI) de JPMorgan Chase et l'indice global mondial de Lehman.

d'une crise et, à la faveur de la quête de rendement des investisseurs mondiaux, modifier la structure des échéances de leurs emprunts. C'est pourquoi la part de la dette extérieure à court terme dans l'encours des émissions de titres d'emprunt sur les marchés mondiaux est en baisse depuis une dizaine d'années. Cela est vrai pour les émissions de titres d'États souverains comme pour celles de titres privés. Dans le cas de l'Amérique latine, cette baisse a été spectaculaire : la part de la dette à court terme est passée de plus de 20 % en 2000 à moins de 9 % à la fin de 2007. Cela dit, les flux de capitaux d'emprunt à court terme (principalement les prêts bancaires et le crédit commercial) ont augmenté de 35 milliards de dollars É.-U. en 2007 et ils étaient destinés en majorité à l'Amérique latine et aux Caraïbes¹². L'Europe et l'Asie centrale comptaient encore pour près de la moitié des flux totaux (Banque mondiale, 2008).

De surcroît, les marchés émergents ont délaissé les emprunts à taux variable pour ceux à taux fixe : en 1994, plus de la moitié de l'encours de leurs émissions de titres était originellement assujettie à un taux variable; treize ans plus tard, cette proportion était tombée à un maigre 2 % (Business Wire, 2008). Par ailleurs, la part des obligations indexées sur l'inflation dans l'ensemble des émissions des pays émergents est en baisse (Medeiros, 2006).

Les conséquences à tirer de cette évolution en ce qui regarde la résilience des flux de capitaux dirigés vers les économies émergentes ne font pas de doute. Les études portant sur les crises d'endettement concluent que les pays dont la structure de la dette est plus concentrée et caractérisée par de courtes échéances sont plus exposés¹³. De même, les pays ayant contracté des emprunts à court terme ou à taux variable seraient plus vulnérables aux fortes hausses de taux d'intérêt, ce qui pourra avoir d'autres effets, puisque les autorités de ces pays pourraient devoir majorer les impôts afin de respecter leurs engagements financiers (voir Barro, 1997). Des échéances plus longues impliquent au contraire que le volume d'emprunts à renouveler à chaque période sera moins élevé. Une structure d'endettement caractérisée par des échéances éloignées est donc plus viable (moins exposée au risque de refinancement), d'où l'intérêt d'opter pour une telle structure dans les économies émergentes.

¹² Une partie des flux en direction de cette région sont liés aux activités menées dans les centres financiers extraterritoriaux, pour lesquels on dispose de peu d'informations.

¹³ Voir, par exemple, Alesina, Prati et Tabellini (1990), ainsi que Cole et Kehoe (1996).

Innovation financière : dérivés de crédit

Les dérivés de crédit ont gagné en importance ces dernières années aux yeux des investisseurs dans les marchés émergents. En particulier, les swaps sur défaillance, qui procurent une assurance contre les incidents de crédit touchant une obligation sous-jacente, occupent une place de plus en plus grande. Selon les estimations, ils représenteraient une forte proportion de la valeur nominale des titres d'emprunt qu'émettent les économies émergentes sur les marchés internationaux. Il existe des swaps sur défaillance pour les titres de la Bulgarie, de la Corée du Sud, du Mexique, du Pérou, des Philippines et de la Russie.

Les dérivés de crédit ont gagné en importance ces dernières années aux yeux des investisseurs dans les marchés émergents.

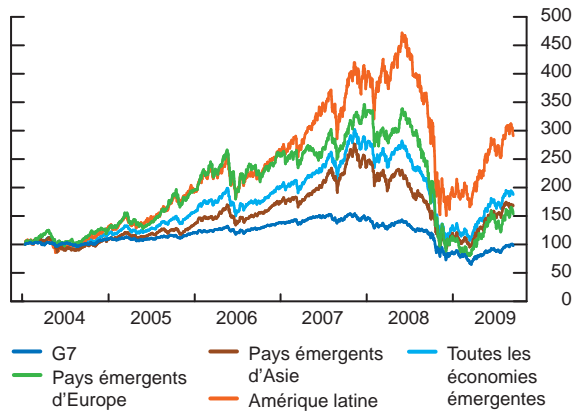
Ce vif essor des swaps sur défaillance reflète l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour les marchés émergents. Devant le recul des émissions nettes de titres d'emprunt internationaux par les économies émergentes, les investisseurs ont tenté de remplir leurs objectifs de présence sur ce segment en vendant une protection de crédit sur les émissions souveraines. Les contrats de swap sur défaillance ont des incidences considérables sur le coût et la disponibilité des capitaux d'emprunt à destination des pays en développement parce qu'ils offrent aux investisseurs une autre façon de s'exposer au risque lié aux marchés émergents et aident les acteurs des marchés à mieux évaluer le risque de crédit. Bien que la croissance fulgurante du marché de ces swaps puisse encourager une meilleure répartition des risques et contribuer à créer des marchés plus complets, il peut devenir très difficile d'établir quels investisseurs supportent en définitive tel ou tel risque. Il y a aussi la possibilité que des investisseurs maintiennent d'importantes positions sans en comprendre tous les aspects, de telle sorte qu'un choc suffirait à causer des turbulences sur les marchés.

Marchés boursiers

La croissance vigoureuse qu'ont connue les économies émergentes au cours des dernières années s'est accompagnée d'un essor rapide des marchés d'actions nationaux. L'indice MSCI marchés émergents

Graphique 5 : Indices MSCI marchés émergents, par région

Base 100 : 1^{er} janvier 2004



Nota : Les pays émergents d'Europe sont, en l'occurrence, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Russie et la Turquie. Les pays émergents d'Amérique latine sont, en l'occurrence, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou. Les pays émergents d'Asie sont, en l'occurrence, la Chine, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Taïwan et la Thaïlande.

s'est accru de près de 170 % entre 2004 et mai 2008 (**Graphique 5**), malgré les remous qui ont secoué les marchés financiers¹⁴. Les investisseurs étrangers ont pris part en nombre grandissant à cette envolée boursière, ce qui a propulsé les entrées d'investissements de portefeuille sous forme de participations à un niveau record de 53 milliards de dollars É.-U. en 2006; cette poussée a toutefois été suivie d'une forte chute de ces flux d'investissements durant la crise financière (**Graphique 1b**)¹⁵. L'accroissement des investissements de portefeuille en provenance de l'étranger a été bénéfique à plusieurs égards pour les entreprises des économies émergentes. Il a fait diminuer le coût du capital et favorisé l'expansion des sociétés soumises à des contraintes financières. De plus, la participation croissante des investisseurs

¹⁴ L'indice MSCI marchés émergents est un indice de capitalisation boursière corrigé en fonction du flottant et qui mesure le rendement des marchés d'actions dans les économies émergentes. Il est constitué des indices relevés dans 26 économies émergentes : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée du Sud, Égypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Jordanie, Malaisie, Maroc, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Taïwan, Thaïlande, Turquie et Venezuela.

¹⁵ Il convient de souligner que les données relatives aux flux nets d'investissements de portefeuille sous forme de participations sous-estiment les flux d'investissements de portefeuille en direction des économies émergentes. En effet, les flux nets correspondent à la différence entre les entrées nettes (c.-à-d. les flux d'investissements vers les économies émergentes moins les retraits, les versements de dividendes, etc.) et les sorties nettes (p. ex., l'achat d'actions étrangères par un investisseur privé ou un fonds souverain du pays émergent). Notons au passage que d'importants investissements extérieurs engagés par des acquéreurs d'actions coréens, puis chinois en 2007-2008, ont eu un effet à la baisse sur les entrées nettes.

internationaux aux marchés boursiers des pays émergents a sensiblement accru la liquidité de ces marchés et ainsi contribué à renforcer le système financier de ces pays. D'après les recherches, il existerait une corrélation étroite entre la liquidité des marchés boursiers et la croissance économique future¹⁶.

Depuis le début des années 1990, les marchés boursiers des pays émergents ont été l'objet d'une série de réformes de nature à stimuler l'intérêt des investisseurs étrangers. Ces réformes ont amélioré les conditions d'exercice de la concurrence sur ces marchés et affermi la confiance des investisseurs, les pays émergents ayant mis en place des cadres réglementaires plus solides et réduit les coûts de transaction et les asymétries d'information. En outre, les sociétés établies dans ces pays accèdent de plus en plus facilement aux marchés boursiers étrangers, grâce à leur participation accrue aux transactions commerciales internationales et à la demande croissante venant des investisseurs. Si ces entreprises peuvent mobiliser des capitaux sur les marchés boursiers étrangers, c'est notamment parce qu'elles ont amélioré leur mode de gestion. Les sociétés bien gérées sont capables d'obtenir du financement à un coût beaucoup moindre que les entreprises mal gérées, desquelles les investisseurs exigent une prime de risque supplémentaire¹⁷. Enfin, les pays qui ont adopté des lois en vue de protéger les droits des actionnaires minoritaires et créé des institutions chargées d'appliquer ces lois attirent les investisseurs étrangers en nombre grandissant¹⁸.

La composition des flux d'investissements de portefeuille varie considérablement d'une économie émergente à l'autre. Leur hétérogénéité peut s'expliquer par les politiques respectives de chaque pays concernant le compte des opérations en capital. Dans les pays émergents d'Asie par exemple, l'assouplissement des règles relatives aux investissements de portefeuille par rapport à ce qu'elles étaient dans les années 1990, conjugué aux perspectives de croissance intéressantes, a fait de ces pays la principale destination de ces flux; ceux-ci ont atteint le niveau record de 35 milliards de dollars É.-U. en 2006, ou 66 % du montant total des investissements de

¹⁶ Voir, par exemple, Levine et Zervos (1998) ainsi que Rajan et Zingales (1998).

¹⁷ Voir OCDE (2004) pour un aperçu de l'expérience des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Consulter aussi Fremond et Capaul (2002).

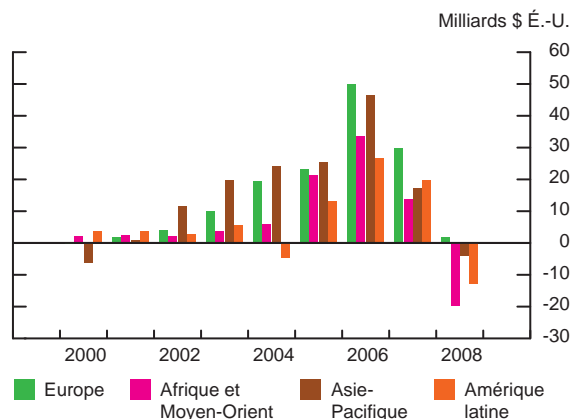
¹⁸ Henry et Lorentzen (2003) constatent que les pays qui ont pris de telles dispositions ont généralement des marchés boursiers plus importants, plus efficaces et plus stables que les autres.

portefeuille dirigés vers les économies émergentes¹⁹. La Chine, notamment, a accueilli une forte proportion de ces investissements, les émissions d'actions étant soutenues par la demande croissante des investisseurs institutionnels, tels les fonds de couverture. En Inde, l'allègement rapide des restrictions sur les prises de participation a modifié la composition des flux en faveur des investissements de portefeuille, qui constituaient le tiers du total des entrées de capitaux en 2007. Dans le cas des pays émergents d'Europe, les flux d'investissements de portefeuille sous forme de participations ne représentent qu'une faible proportion du total des entrées de capitaux, la part du lion de ces flux revenant à la Russie et à la Turquie. La faiblesse relative des investissements de portefeuille destinés à l'Europe orientale serait imputable à la piètre gouvernance des entreprises — à la crainte en somme que les profits soient détournés par des initiés ou à la suite d'une intervention politique.

Emprunts internationaux des sociétés

Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, les entreprises et les institutions financières des pays émergents ont emprunté sur les marchés étrangers comme jamais auparavant, comme en témoignent le bond des émissions nettes d'obligations internationales (**Graphique 6**)²⁰ et la hausse du volume des emprunts contractés auprès des banques extérieures (Graphique 1c). Le fait que les sociétés fermées (et sociétés ouvertes) de ces pays soient de plus en plus nombreuses à pouvoir vendre leurs obligations à l'étranger marque un virage structurel décisif pour les économies émergentes. L'accès aux marchés internationaux permet aux entreprises des pays émergents de diversifier leurs sources de financement, d'emprunter à plus long terme, d'avoir une plus grande visibilité internationale et de réduire le coût du capital. En outre, l'utilisation d'instruments de financement plus sophistiqués favorise une meilleure gestion du risque. L'accès aux marchés de capitaux étrangers permet également aux entreprises de réduire leur dépendance à l'égard des marchés financiers intérieurs et les soumet à des normes plus rigoureuses en matière de comptabilité, de communication d'informations et de gouvernance (Coffee, 1999

Graphique 6 : Émission de titres d'emprunt sur les marchés internationaux par les sociétés et les institutions financières des économies émergentes



Source : BRI

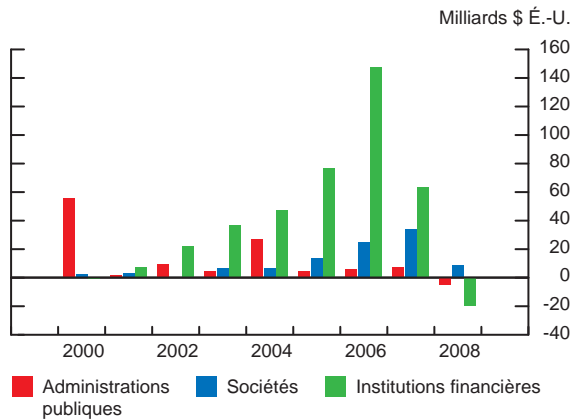
et 2002; Stulz, 1999; Reese et Weisbach, 2002). Au surplus, l'entrée récente de sociétés des économies émergentes sur les marchés financiers internationaux peut faciliter celle des entreprises de plus petite taille. Les coûts peuvent en effet être élevés pour les nouveaux emprunteurs de ces pays, car les prêteurs doivent consacrer beaucoup de ressources à la collecte des informations pertinentes. Une fois ces dépenses initiales amorties, le coût marginal des opérations suivantes d'emprunt est moins important, d'où un coût de financement moindre pour tous les emprunteurs. Enfin, la solidité du contexte macro-économique, la poursuite de la libéralisation financière et l'amélioration de la gouvernance ont toutes contribué à rendre le financement externe plus accessible aux entreprises des pays émergents.

Le fait que les sociétés fermées (et sociétés ouvertes) des pays émergents soient de plus en plus nombreuses à pouvoir vendre leurs obligations à l'étranger marque un virage structurel décisif pour ces économies.

¹⁹ Notons toutefois que les flux de capitaux vers les pays émergents d'Asie ont reculé de façon marquée en 2007-2008 (voir graphiques 1a à 1d).

²⁰ Le montant des émissions nettes d'obligations correspond à la différence entre les entrées et les sorties (p. ex., les remboursements). Les données relatives aux émissions brutes sur les marchés internationaux indiquent une hausse de 23 % des émissions obligataires (de 124 milliards de dollars É.-U. à 154 milliards) en 2007 (pour un échantillon de 30 pays).

Graphique 7 : Émission nette de titres d'emprunt sur les marchés internationaux par les économies émergentes



Source : BRI

D'une manière générale, on peut attribuer le recul de ces émissions à la mise en œuvre de politiques macroéconomiques saines : les autorités budgétaires ont resserré les dépenses, ce qui a permis d'abaisser le ratio de la dette publique au PIB et d'effectuer d'importantes remises en capital sur les obligations d'État. Qui plus est, la plupart des pays émergents ont remboursé une part importante de la dette souveraine extérieure et se sont tournés vers le marché obligataire national pour leurs emprunts publics. Par ailleurs, la présence accrue des entreprises des économies émergentes sur les marchés financiers mondiaux résulte de deux phénomènes structurels : 1) la hausse de la demande en provenance d'investisseurs en quête de meilleurs rendements et d'une diversification de leurs placements; 2) le mouvement de privatisation des entreprises publiques et la participation croissante des sociétés aux transactions commerciales internationales. La mise en œuvre de politiques macroéconomiques nationales plus saines et l'allègement, par les autorités de plusieurs pays émergents, des restrictions sur les mouvements de capitaux ont eux aussi facilité l'accès des sociétés aux sources de financement étrangères.

L'importance grandissante que revêt, depuis le début des années 2000, le financement sur les marchés internationaux pour les entreprises des économies émergentes pose de nouveaux défis pour les autorités des pays en développement et l'économie mondiale et suscite des préoccupations concernant la dette privée extérieure. À la suite de la crise asiatique, la majorité des pays émergents ont libéralisé leur compte de capital, renforcé leurs marchés financiers nationaux et réduit sensiblement leur dette publique extérieure.

Ces mesures ont généralement eu pour effet de déplacer du secteur souverain au secteur des entreprises les risques de change et de crédit liés aux emprunts extérieurs, ce qui implique des conséquences importantes pour la conduite des politiques. Une dépendance excessive à l'égard des capitaux internationaux peut de fait entraîner des inconvénients. Par exemple, la croissance des sociétés des pays émergents et l'expansion graduelle de leurs activités à l'échelle mondiale les a rendues plus vulnérables aux risques de taux d'intérêt et de change — et, du même coup, au tarissement des sources de financement étrangères, comme celui qui s'est produit durant la récente crise financière.

Enseignements à tirer de la crise financière de 2007-2009

Les mutations récentes des marchés et des flux de capitaux ont accentué la résilience de certaines économies émergentes face à la crise financière. Parallèlement, la progression rapide des échanges commerciaux au cours de la dernière décennie et l'intégration des pays émergents dans le système financier international ont rendu certains d'entre eux plus vulnérables à la contagion en cas de dégradation de la conjoncture économique mondiale. Les pays ayant adopté de saines politiques macroéconomiques et financières paraissent s'être mieux tiré d'affaire : ils ont été plus résilients et ont repris plus rapidement le chemin de la croissance.

Dans l'ensemble, les économies émergentes ont mieux résisté à la dernière tourmente financière qu'aux crises précédentes. Les flux de capitaux sont en effet demeurés robustes jusqu'à l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008. La solidité accrue du cadre de conduite des politiques dans ces pays y est sans doute pour quelque chose. De fait, l'adoption de plus en plus répandue de cibles d'inflation, la flexibilité croissante des taux de change, la plus grande capacité d'emprunt en monnaie nationale et le redressement des finances publiques de maints pays amènent à penser, à juste titre, que la situation fondamentale des économies émergentes s'est améliorée de façon significative durant la dernière décennie. Le niveau élevé des réserves de change de nombreux pays émergents a lui aussi contribué à préserver la confiance des marchés, au prix toutefois de la rigidité du taux de change réel (pour certains pays) et d'une aggravation des déséquilibres mondiaux à moyen terme. Des études montrent en outre que les efforts déployés, en situation plus normale, en vue d'atténuer la vulnérabilité d'une économie — par

la compression, par exemple, du déficit budgétaire et du déficit du compte courant — peuvent abaisser le degré de tension financière subi et ménager l'économie réelle (FMI, 2009). Lorsque les tensions financières se seront apaisées dans les pays avancés, une réduction des déficits budgétaires et courants pourra contribuer à rétablir la stabilité financière et les mouvements de capitaux.

Dans l'ensemble, les économies émergentes ont mieux résisté à la dernière tourmente financière qu'aux crises précédentes.

En ce qui a trait à la composition des flux de capitaux, les pays qui avaient attiré proportionnellement plus d'investissements directs étrangers (IDE) ont, en général, mieux tiré leur épingle du jeu durant la crise. Les flux d'IDE se sont assez bien maintenus et, malgré un certain repli dans les premiers mois de 2009, il n'y a pas eu de retrait « en catastrophe » d'investissements directs, contrairement à ce qui s'était passé dans les pays émergents d'Asie à la fin des années 1990²¹. Une étude récente indique également que les pays qui étaient de gros bénéficiaires d'IDE avant la dernière crise n'ont pas subi cette fois-ci un assèchement aussi prononcé du crédit (Tong et Wei, 2009)²². Comme lors des crises antérieures, on a observé, entre 2007 et 2009, un renversement des flux de capitaux dans deux grandes catégories : les flux nets d'investissements de portefeuille sous forme de participations et les flux bancaires nets. Les économies qui étaient largement tributaires de ces flux ont eu plus de mal à composer avec l'érosion de la liquidité pendant la crise financière. Les flux d'investissements de portefeuille sous forme de participations ont été touchés dès 2007, les investisseurs délaissant les marchés boursiers peu liquides des pays émergents. Quant aux flux bancaires nets vers les économies émergentes, ils ont chuté brusquement en 2008, en raison notamment de la diminution générale du levier d'endettement, de la résurgence de la préférence nationale en matière d'investissement et de la réduction du crédit octroyé

²¹ Les flux d'IDE subissent presque toujours un recul en période de ralentissement économique, parce qu'une partie de ces flux correspond aux bénéfices réinvestis et que ceux-ci fléchissent dans les périodes de récession, où la propension à investir est moins forte.

²² Notons qu'il ne semble pas exister de relation systématique entre le volume total des entrées de capitaux enregistré avant la crise et le degré de raréfaction du crédit.

à ces économies par les banques internationales, qui tentaient de pallier de graves pénuries de liquidités dans leur pays d'attache. En revanche, les marchés obligataires semblent se redresser rapidement, même si eux aussi ont été durement frappés. Pour leur part, les pays dont le marché obligataire national est plus développé ont été un peu plus résilients face aux sorties de capitaux, mais ils n'ont pas été épargnés.

Différences entre les régions

Il est possible d'évaluer la tenue économique des régions émergentes durant la crise financière à l'aune des progrès de leur situation fondamentale et de leur dépendance envers les différentes catégories de flux de capitaux. En Amérique latine, par exemple, de nombreux pays sont désormais mieux en mesure d'absorber les chocs externes, au terme de près de six années marquées par l'amélioration continue des soldes courants et des termes de l'échange, la diminution de la dette publique extérieure en proportion du PIB, l'accroissement des réserves de liquidités internationales ainsi que la mise en œuvre de réformes dans le secteur financier. De plus, la majorité des pays dotés d'un régime de changes flottants ont amorti une partie du choc grâce à une dépréciation prononcée de leur monnaie. C'est également en Amérique latine que la crise bancaire s'est fait sentir le moins fortement, du fait que les flux bancaires étaient déjà en recul depuis une dizaine d'années. Cependant, la reprise des flux de capitaux vers certains pays d'Amérique latine provoque aujourd'hui des inquiétudes. Le Brésil, par exemple, a décidé d'imposer des restrictions aux entrées de capitaux.

Apparemment, les pays émergents d'Asie se trouvent eux aussi dans une position plus favorable qu'à l'issue des crises précédentes, bien que les flux d'investissements sous forme de participations et les flux bancaires en direction de la région aient chuté²³. Les créances des banques des pays développés sur les pays émergents d'Asie ayant quelque peu diminué à la suite de la crise de 1997-1998, la région est devenue moins vulnérable aux crises bancaires internationales. On a néanmoins assisté à un accroissement considérable des investissements de portefeuille sous forme de participations dans ces économies, lequel a été suivi d'un retrait massif de ceux-ci en 2007 et 2008. Les investissements de portefeuille ont rebondi rapidement au milieu de 2009, ce qui a entraîné une vive remontée des marchés boursiers. Là également,

²³ Les marchés de l'Asie de l'Est et du Pacifique sont plus liquides que ceux des autres régions en développement et constituent le terrain privilégié des acheteurs d'actions.

on craint que les prix des actifs ne s'écartent de leurs valeurs fondamentales si les entrées de capitaux augmentent trop rapidement. Le niveau élevé des réserves de change officielles a ici aussi contribué à amortir le choc, et les excédents budgétaires ont permis aux autorités de lancer d'importants programmes de relance. Par ailleurs, le repli de l'inflation a permis aux banques centrales de nombreux pays d'abaisser leurs taux d'intérêt directeurs. Enfin, leur système bancaire étant solide, la plupart des pays ont été capables d'appliquer efficacement des mesures en vue de soutenir la liquidité des marchés intérieurs et l'offre de crédit. Les liquidités en monnaie nationale sont demeurées à un niveau largement satisfaisant et les taux interbancaires ont baissé ou sont restés stables.

D'autre part, la croissance économique vigoureuse que connaissent depuis une dizaine d'années les pays de l'Europe centrale et de l'Europe orientale a été alimentée par une vive expansion du crédit rendue possible surtout grâce au financement externe. Il en est résulté une augmentation de la dette extérieure, comme lors de la crise asiatique de 1997. Les déficits du compte courant se sont creusés dans la foulée de l'essor de la consommation privée et ont franchi la barre des deux chiffres dans les pays Baltes, en Roumanie, en Bulgarie, en Bosnie et en Serbie²⁴. Les créances des banques des pays développés sur les pays émergents d'Europe ont beaucoup grimpé et équivalent maintenant à plus de 50 % du PIB, soit environ le triple de ce qu'on observe dans les autres blocs de pays émergents, d'où une vulnérabilité accrue de la région aux crises bancaires externes (Banque mondiale, 2009). Le remboursement ou le renouvellement des emprunts est devenu particulièrement problématique à cause des fortes asymétries de monnaies dans les portefeuilles des banques, des courtes échéances et de l'essor rapide du crédit bancaire au secteur privé. En outre, les pays ayant un régime de changes fixes ne s'ajustent que lentement aux grands déséquilibres extérieurs parce que le fardeau de l'ajustement repose entièrement sur des mécanismes intérieurs, en particulier la politique budgétaire. Par conséquent, à plusieurs égards importants, les pays de l'Europe orientale sont entrés dans la crise avec des fondamentaux macro-économiques moins solides que les pays émergents d'Asie ou d'Amérique latine. Ils ont donc été davantage ébranlés et mettront vraisemblablement plus de temps à s'en remettre que les pays des autres régions.

²⁴ Et cela en dépit du fait que tous ces pays, à l'exception de la Roumanie, aient mené une politique budgétaire suffisamment rigoureuse pour satisfaire aux critères de Maastricht en 2008.

Évaluation globale

Dans l'ensemble, les saines politiques adoptées avant la crise ont permis à de nombreuses économies émergentes de mieux résister à la tourmente financière et de mieux y faire face. Le renforcement des fondamentaux n'a pourtant pas empêché la propagation des tensions financières des pays avancés aux pays émergents. La croissance des échanges commerciaux et l'intégration des économies émergentes dans le système financier mondial entre 2002 et 2007 ont rendu nombre d'entre elles vulnérables aux retombées de la crise, malgré des améliorations dans la composition et la nature des flux de capitaux. Les liens commerciaux se sont en effet multipliés depuis une vingtaine d'années : les exportations des pays émergents vers les pays avancés comptent aujourd'hui pour près de 20 % de leur PIB, contre moins de 10 % il y a deux décennies (FMI, 2009). La transmission de la crise par les échanges commerciaux et les liens financiers a été accentuée par des effets de second tour, les difficultés des économies émergentes touchées s'étant répercutées sur les économies avancées et propagées aussi au sein du groupe des économies émergentes. En définitive, la proportion des flux privés nets (endettement et prises de participation) par rapport au PIB devrait passer de 7 % en 2007, sommet sans précédent, à un peu plus de 2 % en 2009; il s'agirait là d'une chute supérieure à celle enregistrée lors de la crise d'endettement de l'Amérique latine dans la première moitié des années 1980 (3,3 points de pourcentage) et lors des crises asiatique et russe combinées à la fin des années 1990 (2,4 points) (Banque mondiale, 2009).

Conclusion et analyse de politique

Si les flux de capitaux ont connu un revirement dans la seconde moitié de 2009, ils ne sont pas encore revenus aux niveaux d'avant la crise. Les pays émergents n'ont été que quelques-uns à pouvoir émettre des obligations sur les marchés internationaux en 2009. Les prêts bancaires aux pays des régions émergentes ont diminué considérablement au cours du premier trimestre de 2009 et sont demeurés faibles tout le long de l'année. En outre, on observe de plus en plus de signes d'un recul des flux d'investissements directs étrangers vers les économies émergentes. Selon les estimations de la Banque mondiale, les flux privés nets (endettement et prises de participation) devraient redescendre du sommet de 7 % du PIB atteint en 2007 pour s'établir à un maigre 2,6 % en 2010.

La dernière décennie aura été marquée par la vague de libéralisation financière qui a touché bon nombre d'économies émergentes et qui s'est traduite par leur intégration croissante dans le système économique mondial. En théorie, la libéralisation financière et l'ouverture du compte de capital devraient favoriser une meilleure allocation de l'épargne, une plus grande efficacité de l'investissement et, donc, une croissance économique à long terme plus élevée. L'intégration grandissante des économies émergentes dans le système mondial leur a certes procuré des avantages appréciables sur le plan économique et financier, mais elle a aussi amplifié les effets pouvant découler d'une détérioration de la conjoncture économique mondiale. Par voie de conséquence, même si la plupart des pays émergents appliquent maintenant de meilleures politiques macroéconomiques qu'ils ne le faisaient lors des crises antérieures, un plus grand nombre d'entre eux sont désormais vulnérables aux perturbations extérieures. La dernière crise mondiale a montré en particulier que la libéralisation financière et l'ouverture du compte de capital pouvaient se solder par de piètres résultats économiques à moins qu'elles ne s'accompagnent d'un cadre de réglementation et de surveillance adéquat. Par ailleurs, l'ordre des étapes à suivre est un élément important à considérer lorsqu'on envisage de libéraliser le compte de capital : certains dispositifs institutionnels doivent être mis en place dès le début, dont un pouvoir de surveillance et de réglementation, des normes juridiques appropriées et d'autres mécanismes qui aideront à maintenir la stabilité financière en cas de libre circulation des capitaux (Kawai et Takagi, 2008; McKinnon, 1993). De fait, la crise a éveillé un intérêt considérable à l'égard d'une réglementation plus stricte des institutions financières, des marchés financiers et des opérations financières (Barroso, 2009). Cela dit, il faudra faire preuve de mesure et de

discernement à ce chapitre, car une lourde réglementation ne constitue pas toujours la bonne solution (Schembri, Santor et Epstein, 2009).

Même si la plupart des pays émergents appliquent maintenant de meilleures politiques macroéconomiques qu'ils ne le faisaient lors des crises antérieures, un plus grand nombre d'entre eux sont désormais vulnérables aux perturbations extérieures.

La dernière crise a également amené un certain nombre de pays émergents à imposer des restrictions aux sorties de capitaux. Des pays décideront peut-être d'accroître leurs réserves de change officielles et de maintenir leur taux de change à un niveau artificiellement bas. Il y a aussi le risque que certains pays exercent un contrôle des opérations en capital qui aille au-delà de ce que la situation commande, ce qui pourrait altérer leur capacité d'attirer des capitaux dans l'avenir. Par conséquent, si l'établissement d'un contrôle des capitaux présente des avantages à court terme, il peut avoir des effets à long terme défavorables, en aggravant potentiellement les déséquilibres macroéconomiques. Les mouvements de capitaux font véritablement partie intégrante d'un système financier international stable et efficace, fondé sur le marché, et il incombe aux décideurs publics de mettre en œuvre des politiques qui favorisent ces flux.

Ouvrages et articles cités

Alesina, A., A. Prati et G. Tabellini (1990). « Public Confidence and Debt Management: A Model and a Case Study of Italy », *Public Debt Management: Theory and History*, sous la direction de R. Dornbusch et M. Draghi, Cambridge, Cambridge University Press pour le Center for Economic Policy Research, p. 94-124.

Banque mondiale (2008). *Global Development Finance: The Role of International Banking*, Washington, La Banque internationale pour la reconstruction et le développement / La Banque mondiale.

——— (2009). *Global Development Finance: Charting a Global Recovery*, Washington, La Banque internationale pour la reconstruction et le développement / La Banque mondiale.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Barro, R. J. (1997). *Optimal Management of Indexed and Nominal Debt*, document de travail n° 6197, National Bureau of Economic Research.
- Barroso, J. M. D. (2009). *Declaration on the Preparation of the G20 Summit*, discours prononcé devant le Parlement européen, Strasbourg (France), 24 mars.
- Business Wire (2008). *Western Asset Emerging Markets Floating Rate Fund Inc. and Western Asset Emerging Markets Debt Announce Board Approval of Proposed Merger Plan*, communiqué, 15 février.
- Coffee, J. C., Jr. (1999). *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, document de travail n° 144, Columbia Law School.
- (2002). « Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance », *Columbia Law Review*, vol. 102, n° 7, p. 1757-1831.
- Cole, H. L., et T. J. Kehoe (1996). « A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994–1995 Debt Crisis », *Journal of International Economics*, vol. 41, n°s 3-4, p. 309-330.
- Eichengreen, B., et R. Hausman (1999). « Exchange Rates and Financial Fragility », *New Challenges for Monetary Policy*, actes d'un symposium tenu sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming) du 26 au 28 août, p. 329-368.
- Fonds monétaire international (2009). « La transmission des tensions financières des pays avancés aux pays émergents : comment les liens financiers et commerciaux enveniment la situation », chapitre 4, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril, p. 145-183.
- Fremont, O., et M. Capaul (2002). *The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessments*, Banque mondiale, coll. « Documents de travail consacrés à la recherche sur les politiques », n° 2858.
- Henry, P. B., et P. Lorentzen (2003). *Domestic Capital Market Reform and Access to Global Finance: Making Markets Work*, document de travail n° 10064, National Bureau of Economic Research.
- Institut de finances internationales (2009). *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 11 juin.
- Kawai, M., et S. Takagi (2008). *A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows*, document d'analyse n° 100, Institut de la Banque asiatique de développement.
- Levine, R., et S. Zervos (1998). « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *The American Economic Review*, vol. 88, n° 3, p. 537-558.
- McKinnon, R. I. (1993). *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore (Maryland), The Johns Hopkins University Press.
- Medeiros, C. (2006). *Recent Trends in the Use of Indexed Instruments by Corporates in the Emerging Markets*, communication présentée au 8^e forum annuel OCDE-Banque mondiale-FMI sur le marché obligataire mondial tenu à Washington les 9 et 10 mai.
- Mishkin, F. S. (2008). *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Organisation de coopération et de développement économiques (2004). *Gouvernement d'entreprise : panorama des pays de l'OCDE*, Paris.
- Perrault, J.-F. (2002). « Les flux de capitaux privés vers les économies de marché émergentes », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 37-48.
- Rajan, R. G., et L. Zingales (1998). « Financial Dependence and Growth », *The American Economic Review*, vol. 88, n° 3, p. 559-586.
- Reese, W. A., Jr., et M. S. Weisbach (2002). « Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n° 1, p. 65-104.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Rodrik, D., et A. Subramanian (2009). « Why Did Financial Globalization Disappoint? », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, p. 112-138.
- Schembri, L. L., E. Santor et G. Epstein (2009). « Should Financial Flows Be Regulated? », *Introducing Macroeconomic Analysis: Issues, Questions, and Competing Views*, sous la direction de H. Bougrine et M. Seccareccia, Toronto (Ontario), Emond Montgomery Publications.
- Stulz, R. M. (1999). *Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital*, document de travail n° 99-1, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics.
- Tong, H., et S.-J. Wei (2009). *The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch during a Global Economic Crisis*, document de travail n° WP/09/164, Fonds monétaire international.