

# Résumé de l'atelier du G20 sur l'établissement de solides marchés financiers nationaux tenu les 26 et 27 avril 2004

*Joerg Stephan, Deutsche Bundesbank, et James Powell, Robert Lafrance et James Haley, Banque du Canada*

**L**e Groupe des Vingt, communément appelé le G20, est formé de représentants des ministères des Finances et des banques centrales de 19 pays des diverses régions du globe ainsi que de l'Union européenne. Le Fonds monétaire international et la Banque mondiale y participent également. Créé en 1999, le G20 est une tribune informelle qui vise à promouvoir un dialogue ouvert et constructif entre les grands pays industriels et les économies de marché émergentes sur des questions cruciales liées au système monétaire et financier international. Depuis 2002, un pays différent assure la présidence du G20 chaque année. Ainsi, en 2004, c'est l'Allemagne qui exerce cette fonction<sup>1</sup>, et l'an prochain, ce sera au tour de la Chine.

En avril 2004, la Bundesbank et la Banque du Canada ont tenu conjointement à Ottawa un atelier du G20 portant sur l'établissement de marchés financiers nationaux dynamiques. Cette rencontre a permis d'élargir et d'approfondir les travaux amorcés en 2003, sous la présidence du Mexique, par les sous-ministres des Finances et les sous-gouverneurs de banque centrale au sujet de l'importance que revêt la mise sur pied d'institutions dans le secteur financier qui favorisent le développement et la croissance

économiques. L'atelier d'Ottawa a réuni des représentants du G20, d'éminents universitaires, des opérateurs des marchés et des membres d'institutions financières internationales, qui se sont employés à mettre en commun leurs expériences, à examiner le rôle que de solides marchés financiers locaux peuvent jouer dans l'expansion et le développement économiques et, dans la mesure du possible, à formuler des recommandations d'ordre stratégique.

## Sommaire

Les participants ont convenu que le dynamisme des marchés financiers nationaux constitue un facteur clé de la croissance et du développement économiques, et que le choix de politiques, d'institutions et de mesures incitatives appropriées est au cœur du développement des marchés. Il y avait également consensus sur le fait que la solidité des systèmes bancaires et des marchés de valeurs mobilières locaux atténue la vulnérabilité externe en permettant une mobilisation accrue et une meilleure allocation de l'épargne intérieure, de même qu'en attirant les investissements étrangers dans les instruments libellés en monnaie nationale, qui deviennent dès lors une autre source de financement extérieur. On s'entendait en outre pour dire que les récentes crises au sein des économies émergentes avaient en commun des asymétries de monnaies (les engagements étaient libellés en devises, alors que les créances l'étaient en monnaie nationale). On a convenu que, pour mesurer ces asymétries, il faut examiner la valeur actualisée des flux de revenus et de dépenses futurs d'un pays en fonction de différents scénarios

1. Pour de plus amples renseignements, veuillez consulter le site Web du G20, à l'adresse : [www.g20.org](http://www.g20.org). Les pays membres sont l'Afrique du Sud, l'Allemagne, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, la Chine, la Corée du Sud, les États-Unis, la France, l'Inde, l'Indonésie, l'Italie, le Japon, le Mexique, le Royaume-Uni, la Russie et la Turquie. Le Canada a assuré la présidence du G20 de sa création en décembre 1999 à la fin de 2001. L'Inde a pris le relais en 2002, suivie du Mexique en 2003.

d'évolution des taux de change. Dans l'ensemble, les participants étaient favorables à la séquence des réformes suivante : adoption d'abord de saines politiques macroéconomiques; puis libéralisation des marchés financiers locaux conjuguée à une surveillance et une réglementation prudentielles; ouverture ensuite de la balance courante; enfin élimination des restrictions sur les mouvements de capitaux, en commençant par les flux à long terme. Des questions ont toutefois été soulevées concernant la vitesse à laquelle la libéralisation devrait se faire. Les participants se sont globalement prononcés en faveur du flottement de la monnaie pour les pays qui ont un compte de capital très ouvert, s'accordant à dire qu'un taux de change très flexible incite à la surveillance et au contrôle des asymétries de monnaies.

On a également reconnu que de nombreuses économies émergentes sont parvenues au cours de la dernière décennie à renforcer leurs marchés financiers nationaux. Les marchés obligataires locaux représentent maintenant la principale source de financement des administrations publiques. Bien qu'on ait aussi observé une augmentation appréciable des émissions obligataires des sociétés nationales, ce segment du marché n'a pas progressé aussi rapidement. L'un des moteurs du développement des marchés locaux de valeurs mobilières a été la croissance marquée des investisseurs institutionnels non bancaires, en particulier les caisses de retraite en Amérique latine et les compagnies d'assurance en Asie, qui manifestent un intérêt marqué pour les placements à long terme, étant donné la nature, à long terme également, de leur passif.

Malgré les progrès substantiels accomplis ces dernières années pour améliorer les marchés financiers nationaux, les membres du G20 ont reconnu que les asymétries de monnaies demeureront une source importante de vulnérabilité dans un avenir prévisible et que de nouvelles mesures seront nécessaires pour limiter les risques. La collaboration en vue de l'établissement de marchés financiers régionaux pourrait aussi s'avérer avantageuse, notamment dans le cas des petits marchés.

Les participants estimaient d'un commun accord qu'il fallait déployer d'autres efforts afin de consolider les marchés financiers nationaux. Par ailleurs, ils s'entendaient généralement pour dire que la mise en commun continue des expériences entre les pays membres du G20 constituait un moyen important d'avancer dans cette voie. Parmi les mesures jugées

indispensables à la promotion de marchés financiers locaux dynamiques, mentionnons les suivantes :

i) Le maintien de politiques macroéconomiques saines était considéré comme une condition préalable essentielle à l'établissement des systèmes bancaires et des marchés obligataires nationaux, et plus particulièrement à la capacité des emprunteurs locaux d'émettre des titres de dette à long terme libellés en monnaie nationale. Des incitations appropriées étaient également vues comme primordiales, la plupart des participants préconisant des taux de change très flexibles pour les pays aux mouvements de capitaux libéralisés comme moyen d'encourager une meilleure gestion des asymétries de monnaies.

ii) De plus amples efforts sont nécessaires pour renforcer l'infrastructure financière, notamment en ce qui concerne la mise en application des codes et des normes internationalement reconnus, y compris ceux qui ont trait à la gouvernance et à la transparence des entreprises. De plus, des systèmes de paiement et de règlement robustes devraient être mis en place. Les règles comptables ne doivent pas défavoriser les emprunts en monnaie nationale par rapport à ceux contractés en devises étrangères. Le respect des contrats et du droit de propriété est également indispensable au développement des marchés.

iii) Il faut continuer à raffermir les systèmes bancaires, car leur solidité est complémentaire de celle des marchés de valeurs mobilières. De nombreux participants étaient en outre d'avis que l'entrée des banques étrangères aiderait à accroître le financement local des entreprises nationales et à réduire les asymétries de monnaies.

iv) De nouveaux efforts de la part des gouvernements en vue de réduire la part des emprunts libellés en devises ou liés à l'évolution du taux de change dans la dette totale, et l'établissement d'une courbe de rendement de référence nationale constituent d'autres moyens pratiques d'atténuer les asymétries de monnaies et de consolider les marchés obligataires locaux.

v) Le contrôle prudentiel doit tenir compte des asymétries de monnaies du point de vue tant microéconomique que macroéconomique.

## **Séance 1 : Les défis posés par l'absence de solides marchés financiers nationaux**

*Conférencier : M. Philip Turner, Banque des Règlements Internationaux*

M. Turner a centré ses propos sur les asymétries de monnaies, un facteur qui contribue de façon importante à déclencher ou à aggraver les crises financières dans les pays à marché émergent<sup>2</sup>. Il y a une asymétrie de monnaies lorsque des emprunteurs contractent des engagements en devises pour financer des activités sur leur marché national. Pour les pays aux prises avec de telles asymétries, de fortes dépréciations des taux de change peuvent avoir de graves répercussions. Les intermédiaires financiers peuvent alors être soumis à des pressions, du fait des asymétries présentes dans leurs propres bilans ou de l'insolvabilité de certaines sociétés, ce qui risque de provoquer un ralentissement de l'activité économique.

M. Turner conteste la thèse du « péché originel », qui attribue ces asymétries à une incapacité fondamentale des pays à marché émergent d'emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie (Eichengreen et Hausmann, 1999; Eichengreen, Hausmann et Panizza, 2003). Tout en admettant que très peu de ces pays sont en mesure d'émettre des titres de dette à l'étranger dans leur monnaie nationale, M. Turner a affirmé qu'il est nécessaire de considérer dans une perspective plus large la question des asymétries de monnaies et les implications de celles-ci. Il importe, à son avis, de tenir compte de la monnaie dans laquelle sont libellés tous les engagements, y compris les prêts consentis par les banques locales et les contrats d'emprunt, et d'évaluer l'incidence qu'aura une variation du taux de change sur la valeur actualisée de l'ensemble des flux de revenus et de dépenses futurs.

M. Turner a mis au point un indicateur de l'asymétrie effective globale de monnaies (aggregate effective currency mismatch (AECM)), qui permet d'évaluer la résistance d'une économie à une baisse marquée du cours de la monnaie nationale. Cet indicateur englobe

2. Les commentaires de M. Turner reprenaient certaines des idées exposées dans l'ouvrage intitulé *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets* (2004), qu'il vient de publier en collaboration avec Morris Goldstein.

trois éléments : les avoirs nets libellés en devises, les exportations de biens et de services et la part de la dette totale libellée en monnaie étrangère. En appliquant cet indicateur à de grandes économies émergentes, M. Turner a constaté que la Chine et l'Inde ont évité de se retrouver, globalement, en situation d'asymétrie de monnaies, tandis que d'autres économies asiatiques qui étaient vulnérables en 1997 ont maintenant pratiquement corrigé cette asymétrie. L'Argentine, le Brésil et la Turquie continuaient toutefois de connaître des problèmes à cet égard en 2002 et demeuraient donc vulnérables dans l'éventualité d'une dépréciation prononcée de leurs monnaies respectives. M. Turner a cependant souligné que le gouvernement brésilien avait accompli des progrès considérables en vue de limiter ses émissions d'effets rattachés au dollar É.-U.

Pour terminer, M. Turner a exposé les grandes lignes d'un projet de politique nationale en six points destinée à rendre moins vulnérables aux dépréciations du taux de change les économies émergentes dont les marchés financiers sont ouverts. Cette politique prévoit : une grande flexibilité du taux de change (associée à une politique monétaire fondée sur des cibles d'inflation), afin de rendre les acteurs financiers conscients du risque de change; une transparence accrue et l'accès à de meilleures données, pour faciliter la surveillance de l'évolution du degré d'asymétrie; la souscription d'emprunts gouvernementaux en monnaie nationale seulement, de manière à réduire le problème des asymétries de monnaies au sein de l'ensemble de l'économie et à améliorer la discipline macroéconomique; l'ouverture du marché national aux banques étrangères, pour ainsi accroître la part des prêts consentis en monnaie locale et favoriser le renforcement des compétences dans le domaine bancaire; l'élimination des obstacles au développement du marché obligataire; et une surveillance prudentielle qui accorde plus d'attention aux asymétries de monnaies.

*Commentateurs : M. Alexandre Schwartzman, Banque centrale du Brésil, et M. Erdem Basci, Banque centrale de Turquie*

Se disant d'accord avec la thèse de M. Turner ainsi qu'avec ses recommandations quant à la politique à mettre en œuvre, M. Schwartzman a affirmé que l'avenir d'un pays repose entre les mains de ses décideurs publics. Une bonne politique économique intérieure permettra aux pays à marché émergent de réduire leur vulnérabilité face aux asymétries de

monnaies. Au Brésil, plusieurs facteurs ont nui à l'essor des marchés d'obligations libellées en monnaie nationale, dont les politiques macroéconomiques en place et l'incertitude entourant les droits de propriété et les droits des épargnants. M. Schwartzman a fait remarquer que son pays a pris des mesures pour atténuer sa vulnérabilité, en laissant sa monnaie flotter et en diminuant la quantité d'obligations rattachées au dollar É.-U. émises par le gouvernement. Il a en outre précisé que les banques étrangères sont les bienvenues au Brésil.

M. Basci a repris à son compte bon nombre des commentaires de M. Schwartzman, soulignant que la vulnérabilité de la Turquie découle à la vérité de ses déficits publics. Comme le Brésil, la Turquie a adopté un régime de changes flottants ayant permis une meilleure gestion des risques. M. Basci a également indiqué que, même si les échéances des titres de dette de la Turquie étaient courtes, elles avaient tendance à s'allonger. Actualisant l'analyse réalisée par M. Turner à l'aide de l'indicateur AECM, il a fait observer que la Turquie avait résolu son problème d'asymétrie de monnaies en 2003. Le repli des taux d'intérêt réels intérieurs ces dernières années, attribuable à une diminution de l'inflation dans le pays, a amené l'État turc à délaissier les emprunts en devises au profit de ceux en monnaie nationale.

### **Discussion générale**

Les participants ont débattu de la question de savoir si la mise en place de politiques économiques et d'institutions appropriées dans les pays à marché émergent pouvait réduire de façon substantielle les asymétries de monnaies, ou si au contraire ce problème n'échappait pas à la maîtrise des décideurs publics. Les participants s'accordaient généralement pour dire que la thèse du « péché originel » avancée pour expliquer l'existence de ces asymétries était bien peu étoffée, voire sans fondement. Si les petits pays industrialisés sont incapables, à quelques exceptions près, d'émettre sur les marchés internationaux des obligations libellées dans leur propre monnaie, ils ont su en revanche se doter de systèmes bancaires robustes et de marchés obligataires profonds qui suscitent un vif intérêt à l'étranger. Il a été souligné, par ailleurs, que les pays ayant un excédent commercial élevé ou des réserves importantes de devises sont jugés plus aptes à soutenir des asymétries de monnaies que ceux caractérisés par une situation des réserves et des paiements plus faible.

La plupart des participants ont semblé d'accord avec les recommandations formulées par M. Turner dans son exposé, quoique, de toute évidence, on estime que l'appel en faveur d'une flexibilité accrue du taux de change s'adresse d'abord aux pays qui ont déjà largement libéralisé leur compte de capital.

## **Séance 2 : Intermédiation financière et croissance économique**

*Conférenciers : professeurs Gerard Caprio, Banque mondiale, et Martin Hellwig, Max Planck Institute for Research on Collective Goods*

Le professeur Caprio a passé en revue les données disponibles sur l'apport du développement du secteur financier à la prospérité économique. Selon les études réalisées sur le sujet, la solidité des établissements et des marchés financiers peut favoriser grandement la croissance, grâce surtout à la hausse de productivité résultant d'une meilleure allocation de l'épargne. Cela dit, du point de vue de la croissance, la structure du système financier (prédominance de l'intermédiation ou des marchés de capitaux) comme la nationalité des prestataires de services financiers importent peu. Il vaut mieux par conséquent se doter d'une infrastructure robuste que de viser un modèle particulier.

L'essentiel est de reconnaître que, pour bien fonctionner, les marchés ont besoin d'une information juste et actuelle ainsi que d'un cadre juridique et réglementaire efficace. Pour établir des bases solides, les autorités doivent reconnaître les conséquences, positives ou négatives, des incitations que peut créer la structure institutionnelle. En clair, cela signifie que les organismes de surveillance du système financier doivent tout à la fois rendre compte de leurs actes au public et conserver leur indépendance à l'égard des institutions placées sous leur contrôle. Si l'expertise technique et la technologie servant à réduire le coût de l'information et des transactions dans le secteur financier peuvent être importées, force est d'admettre que le cadre juridique ne se construit, à l'inverse, que de l'intérieur, au sein des pays concernés. Au reste, l'expérience révèle qu'un cadre juridique qui assure la protection des créanciers et des investisseurs extérieurs favorise l'investissement et le développement du secteur financier.

Le professeur Hellwig a consacré son exposé aux facteurs de pérennité de la croissance. Il a formulé trois observations. Tout d'abord, le principal ressort de

la croissance à long terme est aujourd'hui l'innovation, financée en grande partie par le capital de risque des sociétés financières d'innovation et des marchés boursiers, spécialement aux États-Unis. Par contraste, la deuxième révolution industrielle, qui était axée sur l'exploitation des économies d'échelle (la production de masse), reposait sur l'autofinancement. Il apparaît donc que la structure financière doit, pour être optimale, tenir compte des facteurs principaux de la croissance. En second lieu, la disponibilité de l'information et la nature des dispositions contractuelles influent sur l'efficacité du système financier. L'asymétrie d'information, par exemple, est source de conflits d'intérêts entre les agents, ce qui milite en faveur du financement par l'emprunt et du contrôle de la gestion des emprunteurs par des intermédiaires financiers. En revanche, les marchés de capitaux opèrent mieux quand l'information est plus largement diffusée. Les incitations, les gains espérés et les mesures de contrôle (c'est-à-dire la réglementation) conditionnent la prise de risque, de même que la propension des entreprises à omettre certaines informations, voire à frauder. En dernier lieu, s'il est vrai que des innovations financières comme la titrisation et les marchés de produits dérivés ont amené une diversification accrue du risque, il reste à évaluer quelle part des risques a été reportée sur l'épargne contractuelle que gèrent les caisses de retraite et les sociétés d'assurance vie. En effet, si ces institutions devaient supporter aujourd'hui une part trop importante des risques, les régimes de retraite privés perdraient de leur attractivité par rapport aux régimes publics.

*Commentateurs : M. Glenn Stevens, Banque de réserve d'Australie, M. Edward Gramlich, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, et M. Akira Ariyoshi, ministre des Finances du Japon*

M. Stevens partage l'avis des deux conférenciers. Il a fait remarquer que l'Australie a profité des réformes financières qu'elle avait instaurées pour renforcer la concurrence même si cela introduisait une flexibilité dans les prix des actifs financiers. Il a invité les pays à marché émergent à accélérer le rythme des réformes, mais a concédé qu'il n'était pas facile d'attirer, de former et de retenir un personnel qualifié dans le domaine prudentiel. M. Gramlich s'est aussi déclaré d'accord avec les positions des conférenciers, estimant du reste que les pays qui disposent à la fois d'un système bancaire et de marchés financiers résistaient mieux

aux chocs. Il a également relevé l'importance du cadre juridique et rappelé que celui-ci devait être constamment adapté aux innovations financières. M. Ariyoshi s'est penché sur la difficulté des banques japonaises à passer d'une culture d'entreprise fondée sur des relations privilégiées à une culture basée sur l'indépendance mutuelle. Malgré la vigueur des réformes, qui ont visé notamment à déréglementer le secteur financier, à renforcer les exigences en matière d'information financière et à améliorer les règles comptables, la transformation réelle de la structure du marché s'est faite lentement jusqu'ici. Les Japonais ont pu constater de première main que l'édification d'un nouveau système financier est un processus gourmand en ressources, qui porte ses fruits seulement à long terme. La persévérance est essentielle, sinon une crise pourrait bien être nécessaire avant que soit envisagé un train de réformes plus ambitieux.

### **Discussion générale**

Dans les échanges qui ont suivi, plusieurs points ont été soulevés. Les économies émergentes disposent de ressources financières limitées. Aussi est-il important de relever les taux d'épargne dans les pays moins nantis. Par ailleurs, il est souhaitable que les pouvoirs publics soutiennent davantage la croissance du secteur financier. Dans nombre de pays en développement, l'autre défi consiste à proposer des projets viables susceptibles d'attirer des investisseurs nationaux ou étrangers. Quant à la mise en place de structures institutionnelles, il est capital de poser des bases solides dès le départ. Enfin, de l'avis des participants, l'établissement de marchés financiers nationaux est un objectif mieux adapté aux pays qui, à l'instar de ceux d'Asie orientale, affichent un taux d'épargne élevé.

### **Séance 3 : Approche séquentielle de la libéralisation financière et des réformes prudentielles**

*Conférencier : professeur Ronald McKinnon, Université de Stanford*

Le professeur McKinnon a situé les crises financières dans une perspective historique. Avant la grande dépression des années 1930, les politiques économiques et financières étaient dictées par les exigences de l'étalon-or. Les mouvements de capitaux étaient généralement de grande envergure et les crises financières étaient monnaie courante. Toutefois, la plupart de ces crises étaient résolues avec une relative

rapidité grâce à une action menée sur trois fronts : assainissement budgétaire, réaffirmation d'une politique monétaire saine et octroi de prêts par des banques internationales jouant un rôle de gestionnaires de crises.

La grande dépression a discrédité l'étalon-or, donnant ainsi naissance, après la Deuxième Guerre mondiale, au système de Bretton Woods fondé sur des parités de change fixes mais ajustables. Pour maintenir les parités fixes et financer le développement national, la majorité des pays ont choisi d'imposer des restrictions aux mouvements de capitaux et de recourir à la répression financière interne.

Ces politiques ont produit des effets indésirables. Les banques ont tenté de se soustraire au contrôle des capitaux, ce qui a favorisé l'expansion des marchés non réglementés, tandis que l'adoption généralisée d'une assurance-dépôts explicite ou implicite les incitait à abaisser le ratio des capitaux propres à l'actif. De plus, à mesure que les restrictions aux mouvements de capitaux et les réglementations nationales étaient progressivement assouplies ou contournées tout au long des années 1980, la combinaison de ces facteurs a engendré un surendettement. À la répression financière ont alors succédé les crises financières.

Ces faiblesses ont mis en lumière l'importance d'une approche séquentielle appropriée de la libéralisation financière. Selon M. McKinnon, le point de départ est l'atteinte de l'équilibre des finances publiques, suivi de la libéralisation financière sur le plan interne et de la formulation de règles prudentielles pour le secteur bancaire. La balance des opérations courantes doit être libéralisée concurremment avec le secteur financier national. Quant au compte de capital, il doit être libéralisé en dernier, et les flux de capitaux à long terme (en particulier l'investissement direct étranger) doivent l'être avant les flux à court terme (McKinnon, 1993).

Pour atténuer les risques de crise financière, M. McKinnon préconise un nouvel ordre monétaire dont le dollar É.-U. serait la pièce maîtresse, l'objectif étant de stabiliser les taux de change. Il a recommandé que les pays à marché émergent débiteurs favorisent les formes non liquides d'entrées de capitaux telles que l'investissement direct étranger, développent leurs marchés financiers nationaux, allongent l'échéance des obligations indexées sur le taux de change, limitent la position de change nette des banques et instaurent un contrôle des mouvements de capitaux si la réglementation bancaire est peu rigoureuse. Les pays

créanciers qui, d'après M. McKinnon, souffrent d'une « vertu conflictuelle », devraient emprunter passablement la même voie<sup>3</sup>. Ils devraient cependant encourager les formes non liquides de sorties de capitaux. M. McKinnon a aussi recommandé que ces pays « nationalisent » les sorties de capitaux grâce à des programmes nationaux d'épargne (par exemple, la Caisse centrale de prévoyance de Singapour) ou à l'accumulation de réserves. Pour faire fonctionner un tel système, il faudrait également imposer des obligations aux États-Unis, dont la monnaie servirait de point d'ancrage. Ce pays serait tenu de conserver des marchés de capitaux ouverts, d'axer ses politiques sur la stabilisation des prix intérieurs plutôt que sur celle du taux de change (tout en s'abstenant de faire pression sur d'autres pays pour qu'ils modifient leur propre taux) et d'alléger son déficit commercial en relevant le niveau de l'épargne intérieure.

*Commentateurs : M. Ruogu Li, Banque populaire de Chine, et M. Pierre Jaillet, Banque de France*

M. Li a fait observer qu'avant 1978, la Banque populaire de Chine était la seule du pays. À l'heure actuelle, le système financier chinois englobe non seulement plusieurs banques commerciales nationales, mais aussi 178 succursales ou filiales de banques étrangères et 120 autres institutions financières étrangères. Les marchés de capitaux ont connu pour leur part un essor rapide, et plus de 1 400 sociétés sont actuellement cotées sur différentes places boursières. Bien qu'il subsiste encore bon nombre de restrictions en matière de mouvements de capitaux, M. Li a souligné que d'importantes mesures avaient été prises pour libéraliser le système, y compris l'établissement d'un taux de change unique (unifié) en 1994. Par ailleurs, des 43 transactions relevant du compte de capital et faisant l'objet d'un suivi du Fonds monétaire international (FMI), huit ont été libéralisées et onze autres sont soumises à des restrictions assouplies. L'allègement progressif des contrôles exercés sur les autres transactions dépendra, entre autres facteurs, de la solidité du système bancaire. À cet égard, M. Li a insisté sur l'importance que les autorités chinoises attachent à la stabilité financière et à l'approche séquentielle des réformes.

3. Les pays créanciers sont « vertueux » parce qu'ils épargnent beaucoup, mais ils nourrissent des sentiments conflictuels à l'égard de leur vertu, car celle-ci a une conséquence non désirée : une constante pression à la hausse sur leur taux de change.

M. Jaillet a reconnu, lui aussi, que la « séquence » McKinnon avait été suivie jusqu'à un certain point dans la libéralisation du secteur financier français. Il a indiqué que le point de départ avait été la création de marchés liquides et profonds pour les instruments de la dette publique. Toutefois, conformément au paradigme défini par le professeur McKinnon, un engagement de discipline budgétaire s'inscrivant dans la durée était nécessaire pour réduire la prime de risque liée aux obligations à long terme. Parallèlement, une vaste réforme de l'environnement juridique, conjuguée au renforcement du cadre de réglementation et de surveillance prudentielles, avait favorisé l'expansion des marchés de capitaux nationaux. À son tour, cette expansion était subordonnée à l'adoption d'un nouveau cadre de conduite de la politique monétaire s'appuyant sur le marché. M. Jaillet a également indiqué que les restrictions touchant les transactions de la balance courante avaient été assouplies avant les années 1980, où une libéralisation progressive du compte de capital s'était amorcée dans la foulée de la levée des contrôles commandée par le processus d'intégration économique et monétaire de l'espace européen. Puisant dans l'expérience française, il a conclu que la libéralisation des échanges doit aller de pair avec la libéralisation financière interne. En outre, la libéralisation financière doit être menée de façon prudente et graduelle, et l'échelonnement des réformes doit tenir compte des caractéristiques particulières de l'économie en cause.

### **Discussion générale**

Il s'est dégagé un large consensus autour de la séquence de réformes proposée par le professeur McKinnon et notamment sur l'instauration préalable de politiques macroéconomiques saines comme condition du succès de la libéralisation financière. En ce qui concerne la recommandation visant à instituer un régime de changes fixes basé sur le dollar américain, le consensus a été moins large. Plusieurs participants ont contesté l'affirmation selon laquelle la « vertu conflictuelle » des pays à marché émergent créanciers aurait pour corollaire une pression constante à l'appréciation de leur monnaie, ce qui engendrerait une déflation. Certes, les anticipations extrapolatives pourraient constituer un risque potentiel si la réévaluation ne parvenait pas à combler l'écart par rapport au taux d'équilibre perçu, mais il semblait improbable que des attentes d'appréciation subsistent une fois ce taux d'équilibre atteint.

S'agissant de la Chine, les participants ont convenu qu'il fallait renforcer le bilan des banques avant que les autorités ne poursuivent la libéralisation du compte de capital. Toutefois, certains se sont dits inquiets du peu d'attention accordé à la question du taux de change. Ils ont fait valoir qu'un régime de change plus souple permettrait d'atténuer les risques liés à la libéralisation du compte de capital en Chine. Ils ont également mentionné qu'il était difficile de promouvoir le recours aux instruments de couverture en régime de changes fixes. En réponse à ces observations, M. Li a précisé que l'objectif des autorités chinoises était de libéraliser les flux de capitaux à long terme avant les flux à court terme. En outre, le taux de change devrait rendre compte de la compétitivité globale et pas seulement de la compétitivité dans le secteur des biens échangés à l'échelle internationale. M. Li s'est dit d'avis que le taux de change en vigueur était approprié dans l'ensemble. Pour sa part, le professeur McKinnon a fait remarquer que, dans le contexte actuel de l'Asie, caractérisé par l'existence d'une zone monétaire de facto, l'adoption d'un taux de change flottant par un seul pays pourrait constituer un élément perturbateur.

### **Conférence principale**

#### *Professeur Barry Eichengreen, Université de Californie à Berkeley*

Le conférencier d'honneur, Barry Eichengreen, a mis en lumière la coexistence de deux perceptions opposées quant au degré d'expansion des marchés financiers locaux dans les économies émergentes de l'Asie. La perception optimiste fait ressortir l'augmentation de la taille des marchés locaux, la diversité croissante des émetteurs depuis la crise asiatique de 1997-1998 et la perspective d'une croissance rapide et durable compte tenu de la forte demande d'instruments de placement et des ratios élevés d'épargne intérieure. À l'opposé, la perception pessimiste souligne le nombre limité d'emprunteurs de premier ordre, le manque de liquidité, le caractère fragmenté des marchés locaux ainsi que les obstacles réglementaires. Selon M. Eichengreen, la vérité se situe probablement entre ces deux extrêmes.

M. Eichengreen a également affirmé que les gouvernements asiatiques s'étaient employés à mettre en place l'infrastructure nécessaire au développement des marchés obligataires. À l'échelon national, entre autres initiatives, des calendriers ont été établis pour les émissions d'obligations d'État. De plus, des efforts ont été déployés pour atténuer l'asymétrie de l'offre et

de la demande en favorisant les émissions d'obligations de sociétés. Au niveau régional, la coopération entre divers groupements a permis le lancement d'un fonds d'obligations asiatique afin de trouver une réponse au problème de la petite taille des marchés. S'inspirant de plusieurs perspectives, M. Eichengreen a prononcé un vigoureux plaidoyer en faveur d'une plus grande flexibilité des taux de change en Asie. D'après lui, la crise asiatique de 1997-1998 a démontré que la convertibilité croissante du compte de capital constituait un risque en l'absence d'un taux de change flottant, bien qu'elle soit indispensable à la profondeur des marchés locaux et régionaux. Un taux de change flottant favoriserait aussi la création de nouveaux instruments financiers aux fins de couverture. Enfin, une fois rompu le lien avec le dollar É.-U., la forte corrélation qui existe actuellement entre les rendements américains et asiatiques diminuerait, ce qui aurait pour effet de rehausser l'attrait des titres asiatiques aux yeux des investisseurs désireux de diversifier leur portefeuille.

## **Séance 4 : Renforcement de l'infrastructure et de la gouvernance**

*Conférenciers : M. Amar Bhattacharya, Banque mondiale, et M<sup>me</sup> Sabine Miltner, Institute of International Finance (IIF)*

M. Bhattacharya a centré ses observations sur les politiques et les institutions. Il a relevé l'importance des principes de surveillance visant les banques, les marchés de valeurs mobilières, les assurances et les systèmes de paiement qui ont été établis par les organismes ayant un rôle normatif à l'échelle internationale. Il a également fait valoir l'importance des principes qui régissent la gouvernance, la comptabilité et la vérification des entreprises, l'insolvabilité et les droits des créanciers ainsi que la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Les pays du G20 ont adopté de nombreuses normes internationalement reconnues, mais le conférencier a affirmé que le moment était venu de se concentrer sur leur application. À son avis, les réformes commencent à peine à imprégner la culture d'entreprise dans maints pays à marché émergent.

M. Bhattacharya a également soutenu que, dans un grand nombre de ces pays, les marchés financiers souffrent d'un manque de transparence. Des progrès

doivent être accomplis tant par les sociétés financières et non financières que par les autorités de réglementation et de supervision. L'opacité des marchés est aussi renforcée par leur non-contestabilité, la présence de barrières à l'entrée et la propriété étatique. En outre, les structures de propriété opaques et les transactions avec lien de dépendance contribuent à une surveillance déficiente dans le secteur privé.

M. Bhattacharya a conclu son intervention par un examen des enjeux juridiques propres aux marchés émergents. Il a précisé que les pays du G20 sont dotés de régimes juridiques différents (common law et droit civil) qui donnent lieu à des pratiques différentes. Il est vrai que certaines traditions confèrent une plus grande protection juridique que d'autres, mais, dans bien des cas, les marchés ont mis en place des mécanismes de compensation.

Dans un exposé complémentaire, M<sup>me</sup> Miltner a analysé la gouvernance des entreprises dans les économies émergentes du point de vue de la communauté des investisseurs. Elle a fait observer, d'une manière générale, que les pays qui protègent leurs actionnaires possèdent habituellement des marchés de capitaux plus vastes; en effet, l'investisseur est disposé à verser une prime pour les entreprises bien gouvernées. S'inspirant des principes définis par un groupe de travail de l'IIF sur la gouvernance et la transparence des entreprises, M<sup>me</sup> Miltner a fait ressortir les cinq ingrédients clés d'une bonne gouvernance : la protection des actionnaires minoritaires; la structure et la responsabilité du conseil d'administration; la comptabilité et la vérification; la transparence de la propriété et du contrôle; et le cadre réglementaire. Elle a également affirmé que la gouvernance des entreprises se construit dans la durée (IIF, 2002 et 2003). L'investisseur sait qu'il faut du temps pour instaurer de bonnes pratiques de gouvernance. Ce qui importe, c'est la réalisation de progrès constants.

Enfin, M<sup>me</sup> Miltner a examiné la situation de la gouvernance des entreprises dans les principaux pays à marché émergent, faisant remarquer que ceux-ci ont en commun certaines caractéristiques. Premièrement, les structures de propriété et de contrôle sont souvent opaques, d'où un manque de responsabilisation. À titre d'exemples, elle a cité les oligarques de la Russie, les *chaebols* de la Corée et les conglomérats familiaux de l'Indonésie. La Chine présente elle aussi des défis, avec son éventail de sociétés privées et d'entreprises

publiques. Deuxièmement, l'indépendance fait souvent défaut aux conseils d'administration. Troisièmement, la divulgation de l'information financière est rarement adéquate. Enfin, l'application des règles est généralement déficiente, à cause notamment du manque de juges convenablement formés et d'organismes de réglementation armés des moyens adéquats.

*Commentateurs : M<sup>me</sup> Shyamala Gopinath, Banque de réserve de l'Inde, et*

*M. Mikhail Senatorov, Banque de Russie*

M<sup>me</sup> Gopinath a brossé un panorama du cadre réglementaire de l'Inde, relevant l'importance d'un cadre solide pour le développement des marchés. Elle a décrit la séquence des réformes de marché mises en chantier depuis le début des années 1990. Parmi ces réformes figurent la libéralisation des marchés des changes, la déréglementation des taux d'intérêt, la mise en place d'un marché des titres d'État et la création d'un marché des produits dérivés de gré à gré. Des contrats à terme de taux d'intérêt ont été lancés en 2003, et un système de règlement brut en temps réel a été récemment instauré en vue de garantir la finalité des paiements en temps réel. Les marchés financiers de l'Inde ont donc subi une véritable métamorphose au cours de la décennie écoulée, passant d'un régime où les taux de change étaient fixes et où les taux d'intérêt étaient administrés à un régime où les taux sont déterminés sur le marché de façon efficiente et où les paiements et règlements s'effectuent au moyen de systèmes modernes. Certaines questions, dont l'autorisation de vendre à découvert les titres d'État, seront résolues en temps opportun. Un débat est en cours sur la levée des ambiguïtés que contient la législation régissant les produits dérivés de gré à gré et leur compensation. De plus, la négociation des titres d'État est en voie d'informatisation.

Dans son survol du système de paiement russe, M. Senatorov a fait remarquer qu'il y avait en Russie deux grands acteurs : la Banque de Russie et un exploitant privé. Les paiements traités par la banque centrale représentent un peu moins de 50 % du volume global et 60 % de la valeur totale. Bien que la quasi-totalité de ces paiements soient électroniques, ils ne sont pas centralisés et la plupart sont traités dans les régions. La majorité des transactions revêtent la forme d'ordres de paiement; les paiements par chèque sont quasi inexistantes. Depuis 2001, les cartes de paiement sont de plus en plus populaires en Russie. Il s'agit,

dans presque tous les cas, de cartes de débit servant principalement aux retraits en espèces. Les autorités russes envisagent l'adoption d'une infrastructure de paiement à deux volets comprenant un système de « paiement de masse » et un système de règlement brut en temps réel.

### **Discussion générale**

Durant la discussion générale qui a suivi ces exposés, les participants ont essentiellement axé leurs interventions sur les conseils d'administration des entreprises et la communication financière. Bon nombre ont souligné l'importance d'une culture d'entreprise qui favorise une gestion appropriée des risques. Certains se sont interrogés sur la capacité des entreprises de trouver des administrateurs compétents et indépendants. Un participant a fait remarquer que ce problème touchait même les grands pays industrialisés. M. Bhattacharya a ajouté que, dans maintes économies émergentes, il est très difficile de trouver des administrateurs qui soient véritablement indépendants en raison de la pénurie de personnes qualifiées et de l'interdépendance des entreprises.

Un vaste débat s'est tenu sur le degré approprié de transparence. Les participants s'entendaient généralement sur l'importance d'une meilleure information financière, mais certains se demandaient s'il ne pouvait pas y avoir excès d'information. Dans certains pays industrialisés, le renforcement des exigences de divulgation a incité des entreprises dont les actions circulaient dans le public à se retirer de la bourse. M<sup>me</sup> Miltner a répondu que les investisseurs souhaitaient une amélioration de la communication financière. Bien qu'en théorie, un excès d'information soit possible, la question ne se pose pas dans le cas des pays à marché émergent.

## **Séance 5 : Établissement de solides marchés locaux de valeurs mobilières**

*Conférencier : M. Donald Mathieson, Fonds monétaire international*

M. Mathieson a présenté les résultats d'une étude du FMI intitulée *Emerging Local Securities and Derivatives Markets* (Mathieson et coll., 2004). Il a passé en revue l'évolution de la volatilité des flux de capitaux dans les années 1990, faisant observer que les crises vécues par les économies émergentes tenaient à la fois à des problèmes d'origine interne et à des problèmes survenus

sur d'autres marchés, parvenus à maturité, dont elles subissaient le contrecoup. En réaction, ces économies ont eu recours à nombre de stratégies complémentaires pour se protéger, par exemple : i) une meilleure gestion des créances et des engagements extérieurs, dont une augmentation des réserves internationales; ii) le maintien de restrictions aux mouvements de capitaux; iii) l'adaptation des politiques et le renforcement de la surveillance en fonction du degré d'ouverture du compte de capital; et iv) le développement des marchés locaux de valeurs mobilières. Cette quatrième stratégie s'est avérée fructueuse pour plusieurs de ces économies, où les obligations locales sont devenues la principale source de financement du secteur public.

Le conférencier a fait observer que la communauté internationale avait largement souscrit à plusieurs principes — dont l'amélioration de l'infrastructure de marché et l'établissement de valeurs de référence, le renforcement de la gouvernance et de la transparence des entreprises et la création d'une base d'investisseurs institutionnels — en vue de consolider les marchés locaux de valeurs mobilières et de produits dérivés. Il a souligné que les caisses de retraite privées en Amérique latine et, dans une moindre mesure, en Europe centrale, ainsi que les sociétés d'assurance vie en Asie, occupaient une place de plus en plus importante au sein de cette base d'investisseurs.

Cependant, le débat n'est pas clos sur bon nombre de questions. M. Mathieson a rappelé, par exemple, que les avis étaient partagés sur la pertinence des obligations indexées. Il a fait valoir qu'il existe une différence entre les obligations indexées sur le taux de change et celles indexées sur l'inflation, et s'est prononcé en faveur des secondes. Bien qu'il comprenne les raisons qui motivent l'émission des premières, il a recommandé qu'elles soient éliminées le plus rapidement possible, car les fortes fluctuations auxquelles les taux de change sont sujets peuvent provoquer une montée en flèche du service de la dette. Parmi les autres questions demeurant dans la « zone d'ombre » figurent : le niveau d'encouragement qu'il convient d'accorder aux agences de notation locales de même qu'aux investisseurs étrangers, le rôle de l'État dans le développement des marchés locaux de valeurs mobilières, les défis posés par les marchés de produits dérivés et le lien entre l'expansion des marchés nationaux et leur intégration régionale.

Enfin, M. Mathieson a exhorté les pays du G20 à accroître la disponibilité des données relatives aux

marchés locaux de valeurs mobilières; il faudrait, dans cette optique, concevoir des sites Web conviviaux qui fourniraient des renseignements sur les émissions d'obligations, entre autres leur taille, leurs rendements et leur composition monétaire.

*Commentateurs : M. Alberto Ades, Goldman Sachs and Company, M. Wolfgang Fritsch, Bundesbank, et M. Alonso García Tamés, ministère des Finances du Mexique*

M. Ades a formulé quelques observations complémentaires. Il a souligné la nécessité de la stabilité macroéconomique et d'un climat de faible inflation pour rehausser l'attractivité des marchés locaux de valeurs mobilières. Il a ajouté que la mise en place de régimes de sécurité sociale capitalisés était importante, elle aussi, pour induire une demande de titres nationaux. Les investisseurs étrangers peuvent contribuer à accroître la liquidité et la profondeur des marchés, mais il se peut que la volatilité s'en trouve accentuée. S'agissant des obligations, il estimait que l'indexation sur le taux d'inflation était une formule valable. Par contre, les obligations dont les modalités prévoient l'indexation du service de la dette sur le produit intérieur brut (PIB) posent de nombreux problèmes (en raison notamment des révisions de données) et présentent peu d'intérêt pour les acquéreurs de titres à revenu fixe.

M. Fritsch a parlé du Pfandbrief allemand et de la possibilité que cet instrument puisse aider à l'établissement de marchés obligataires locaux dans les économies émergentes. Le Pfandbrief est une catégorie spéciale d'obligation bancaire « couverte » qui a joué un rôle clé en Allemagne dans le développement des prêts bancaires à long terme et du marché des valeurs mobilières après la Deuxième Guerre mondiale. Il sert à deux fins précises : le financement de l'immobilier résidentiel ou commercial et le financement des administrations locales. Il ouvre ainsi aux emprunteurs un accès indirect aux marchés de valeurs mobilières. Comparativement aux autres titres du secteur privé, son principal attrait réside dans les garanties solides que ces obligations offrent à leurs acquéreurs : premièrement, celles-ci sont adossées soit à des créances immobilières, soit aux recettes fiscales de l'administration locale; deuxièmement, elles sont garanties par la banque émettrice. Il n'y a jamais eu de défaillance à l'égard d'un Pfandbrief. M. Fritsch a également souligné que le Pfandbrief constitue le principal segment du marché obligataire allemand et

que des investisseurs institutionnels étrangers en détiennent des montants importants. En outre, des instruments analogues, calqués sur le système allemand, qui a fait ses preuves, existent dans nombre d'autres pays européens (y compris des économies en transition).

M. García a enchaîné sur l'expérience réussie du Mexique en ce qui concerne l'établissement de marchés locaux de valeurs mobilières et a énoncé deux conditions préalables déterminantes. La première est la stabilité macroéconomique. Au Mexique, cette condition comportait quatre volets qui se renforçaient mutuellement : la discipline budgétaire, une politique monétaire autonome et prudente, un taux de change flottant et une saine gestion de la dette. La seconde condition, tout aussi vitale, concerne la solidité du cadre juridique et institutionnel. Au Mexique, des réformes ont été mises en œuvre afin d'améliorer les normes comptables et la transparence dans le secteur public et la communauté bancaire. À titre de mesures complémentaires, des efforts ont été déployés pour favoriser l'émergence d'une base d'investisseurs institutionnels et d'un marché de produits dérivés (le MEXDER) destiné à la couverture des risques; à cela s'est ajoutée l'émission de titres de dette publique assortis d'échéances diverses, pour compléter la courbe des rendements et fournir des valeurs de référence tout en améliorant la liquidité du marché.

### Discussion générale

On s'entendait pour dire que la participation des investisseurs étrangers peut contribuer à améliorer la liquidité et la concurrence sur les marchés financiers locaux. Ils craignaient cependant qu'elle n'ait pour effet d'augmenter la volatilité des prix des actifs. Bon nombre de participants ont relevé que les marchés locaux d'instruments de dette publique avaient connu un essor appréciable, mais que les progrès étaient plus modestes sur les marchés d'obligations de sociétés. D'autres questions encore ont été explorées. Les pays doivent-ils privilégier l'établissement de marchés régionaux ou de marchés locaux? Comment faut-il réglementer différentes institutions? Comment peut-on éviter que des incitations inappropriées n'induisent des distorsions dans la prise de risques? Dans quelle mesure convient-il d'encourager la titrisation et dans quelle mesure également le recours aux marchés de capitaux (susceptibles d'attirer les emprunteurs de premier ordre) accroît-il le niveau de risque des portefeuilles de prêts bancaires?

## Séance 6 : Observations finales

*Conférencier : M. Morris Goldstein, Institute for International Economics*

Soulignant la composition diversifiée du G20 et son utilité pour l'échange de données d'expérience, M. Goldstein a dégagé sept conclusions thématiques majeures. Première conclusion : les marchés financiers nationaux gagnent en importance dans de nombreuses économies émergentes, du point de vue tant de leur taille que de leur fonction. Le conférencier a signalé deux facteurs auxquels les pays devraient accorder une attention particulière. Primo, s'il est préférable, pour un ratio donné de la dette au PIB, que la part des créanciers nationaux soit élevée, le niveau de la dette doit lui aussi être considéré. À cet égard, M. Goldstein a cité des travaux récents du FMI qui indiquent que les ratios dette/PIB étaient dans certains cas relativement modestes lorsque se sont produites les défaillances dans les pays à marché émergent. Secundo, les gouvernements doivent continuer de renforcer la solidité des banques, compte tenu surtout des incidences potentielles des faillites bancaires pour les autorités publiques.

Deuxième conclusion : la diversification est importante. Paraphrasant la règle d'or du secteur immobilier (*location, location, location*), qui veut que le facteur clé du succès soit l'emplacement, M. Goldstein a retenu de l'atelier que, dans le cas du secteur financier, ce facteur était la diversification. Il a indiqué que l'existence de multiples sources de financement (par ex., les banques et les marchés de valeurs mobilières) est utile si l'une d'entre elles devient inaccessible.

Troisième conclusion : les incitations sont au cœur du renforcement des marchés de capitaux. Le défi consiste à créer de bonnes incitations tant pour les acteurs privés que pour les autorités, en vue de promouvoir le développement des marchés et d'assurer une surveillance prudentielle efficace.

Quatrième conclusion : un échelonnement approprié de la libéralisation s'impose. M. Goldstein a souligné le large consensus entourant l'approche séquentielle proposée par le professeur McKinnon, à savoir le rétablissement de l'équilibre des finances publiques, suivi de la réforme du secteur financier national, de l'ouverture de la balance courante puis de la libéralisation des flux de capitaux (à commencer par l'investissement direct étranger).

Cinquième conclusion : il est essentiel d'instaurer des normes et des codes, notamment en matière de transparence et de gouvernance des entreprises, et essentiel aussi de les faire respecter. À ce propos, M. Goldstein a affirmé que l'incitation la plus efficace en ce sens réside dans la baisse des coûts d'emprunt sur le marché qui s'ensuivra; il serait fort utile de recueillir davantage de données sur les économies générées par la mise en application de normes et de codes.

Sixième conclusion : la liquidité des marchés est importante. Les gouvernements pourraient promouvoir cette liquidité en faisant preuve d'une plus grande transparence dans l'établissement de leurs programmes d'emprunt, en soutenant l'implantation de systèmes de règlement et de compensation efficaces et en lançant de nouveaux instruments financiers pour compléter les marchés. Le cadre de politique macroéconomique joue lui aussi un rôle crucial, car une inflation forte et variable entrave la croissance des marchés obligataires locaux.

Enfin, M. Goldstein était d'avis qu'il était important de résoudre le problème des asymétries de monnaies, facteur commun à toutes les crises financières de la décennie écoulée. Il a fait valoir que, pour évaluer l'ampleur d'une asymétrie, il fallait adopter une définition large des créances et des engagements.

Il a conclu en relevant l'existence d'un large consensus en faveur de programmes nationaux de réformes qui s'articuleraient autour de la mise en place de politiques résistant à un éventail de chocs. Cet ensemble de politiques engloberait une plus grande flexibilité du taux de change conjuguée à la poursuite d'une cible d'inflation, une gestion prudente de la dette et le développement des marchés de capitaux nationaux afin, d'une part, d'atténuer la dépendance des pays à marché émergent à l'égard des emprunts en devises et, d'autre part, de favoriser la création d'instruments permettant d'améliorer la couverture et la gestion des risques financiers.

---

## Ouvrages et articles cités

Eichengreen, B., et R. Hausmann (1999). « Exchange Rates and Financial Fragility », document de travail n° 7418, National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B., R. Hausmann et U. Panizza (2003). « Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters », document de travail n° 10036, National Bureau of Economic Research.

Institute of International Finance. Equity Advisory Group (2002). « Policies for Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets » (février).

——— (2003). « Policies for Corporate Governance in Emerging Markets: Revised Guidelines » (mai).

McKinnon, R. (1993). *The Order of Economic Liberalization, Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore, The Johns Hopkins University Press.

Mathieson, D., J. Roldos, R. Ramaswamy et A. Ilyina (2004). *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, Washington (D.C.), Fonds monétaire international.

Turner, P., et M. Goldstein (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Washington (D.C.), Institute for International Economics.