

Évolution des liens entre marchés financiers à maturité et émergents¹

L'intégration des marchés financiers à maturité et émergents n'a jamais été aussi forte depuis la Première Guerre mondiale. Les flux nets de capitaux en direction des économies émergentes doivent encore renouer avec les niveaux du milieu des années 90 et restent nettement inférieurs à ceux atteints il y a un siècle. Cependant, les flux transfrontières ne reflètent qu'imparfaitement l'étendue et l'intensité des liens entre marchés financiers à maturité et émergents. La gamme des investisseurs non résidents sur ces derniers s'élargit depuis quelques années. Les opérations locales des établissements financiers étrangers jouent un rôle de plus en plus important, et parfois prépondérant, dans les systèmes financiers de nombreuses économies émergentes. Dans le même temps, les résidents des économies émergentes s'impliquent toujours davantage dans les systèmes financiers étrangers, à la fois comme émetteurs et investisseurs. Après une analyse de l'évolution ainsi observée, l'étude identifie plusieurs questions que cette intégration accrue soulève pour la conduite des politiques officielles.

Flux de capitaux et intégration des marchés

Les entrées de capitaux dans les économies émergentes restent inférieures à leur record des années 90 ...

Dans leur ensemble, les flux nets de capitaux privés vers les économies émergentes restent bien inférieurs à leur record du milieu des années 90 : \$44 milliards en 2002, contre une moyenne de \$94 milliards par an en 1995-96. Les apports à l'Amérique latine n'ont jamais été aussi bas en dix ans. Ceux en direction de l'Asie se redressent progressivement après leur chute consécutive à la crise dans cette région. En 2002, pour la première fois en cinq ans, les nouveaux prêts des banques étrangères ont dépassé les remboursements. Les entrées en Europe centrale et orientale ont mieux résisté, car elles bénéficient du processus d'adhésion à l'Union européenne (graphique 1). Les flux vers les économies émergentes devraient augmenter en 2003, mais pas de manière substantielle.

¹ Les points de vue exprimés dans cette étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

Si la faiblesse récente, en termes de *volume*, des flux de capitaux a nui aux résultats macroéconomiques de quelques économies émergentes, la *nature* de leur évolution - ou plus généralement de l'intermédiation financière - devrait se révéler plus significative dans la durée. Même lors du ralentissement de ces mouvements à la fin des années 90, les liens entre marchés financiers à maturité et émergents ont continué de se développer, voire de se renforcer. D'ailleurs, selon certains indicateurs, ces deux types de marchés sont plus intégrés aujourd'hui qu'au milieu des années 90.

... mais les liens financiers continuent de se renforcer

Cette intégration croissante transparaît dans l'étroit parallélisme des mouvements des cours des titres sur les marchés à maturité et émergents ces dernières années. Les variations des rendements sur les obligations des économies émergentes, d'une part, et sur les titres de dette à haut rendement des États-Unis, d'autre part, sont nettement plus corrélées aujourd'hui qu'il y a une décennie, malgré des différences sensibles dans les caractéristiques fondamentales de ces deux catégories d'actifs (graphique 2). La corrélation entre les actions des marchés émergents et l'indice américain S&P 500 s'est aussi accentuée. Ces imbrications plus étroites suggèrent que les mouvements des cours résultent de plus en plus des facteurs mondiaux communs aux marchés à maturité et émergents, alors que l'importance des spécificités locales va en diminuant.

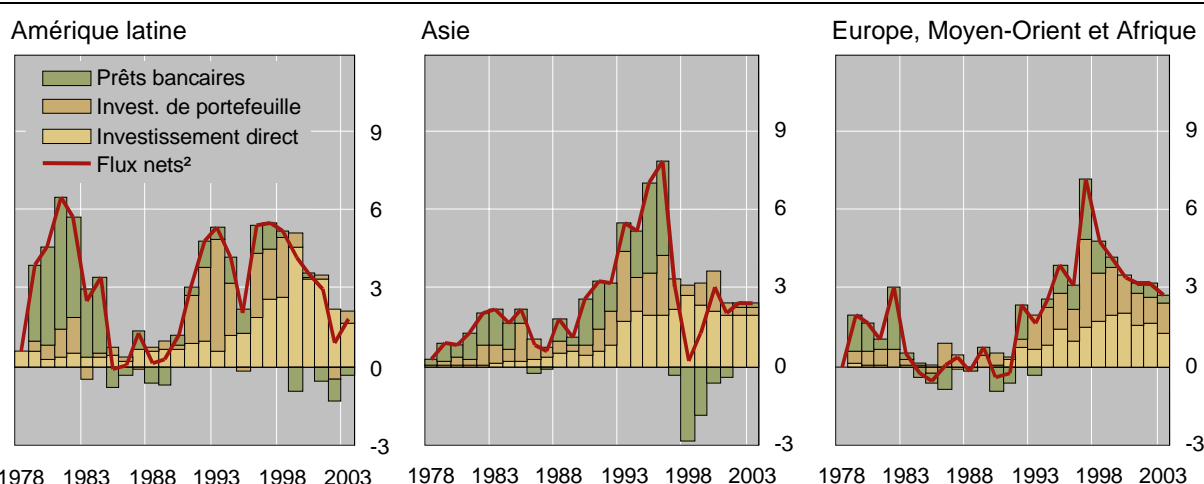
L'accentuation du parallélisme de l'évolution des cours des actifs ...

Plusieurs études économétriques confirment le rôle croissant des facteurs communs dans la volatilité des cours des actions et obligations sur les marchés émergents. Bekaert et Harvey (1997) démontrent que les facteurs mondiaux sont à l'origine d'une plus large proportion de la volatilité des cours des actions dans ceux qui se sont ouverts à la concurrence. Bekaert *et al.* (2003) concluent que le revenu des actions était plus fortement corrélé aux rendements mondiaux pendant les années 90 que durant la décennie précédente. McGuire et Schrijvers (à paraître) constatent qu'un tiers de la

... reflète l'importance croissante des facteurs communs

Économies émergentes : entrées nettes de capitaux privés¹

En % du PIB de la région

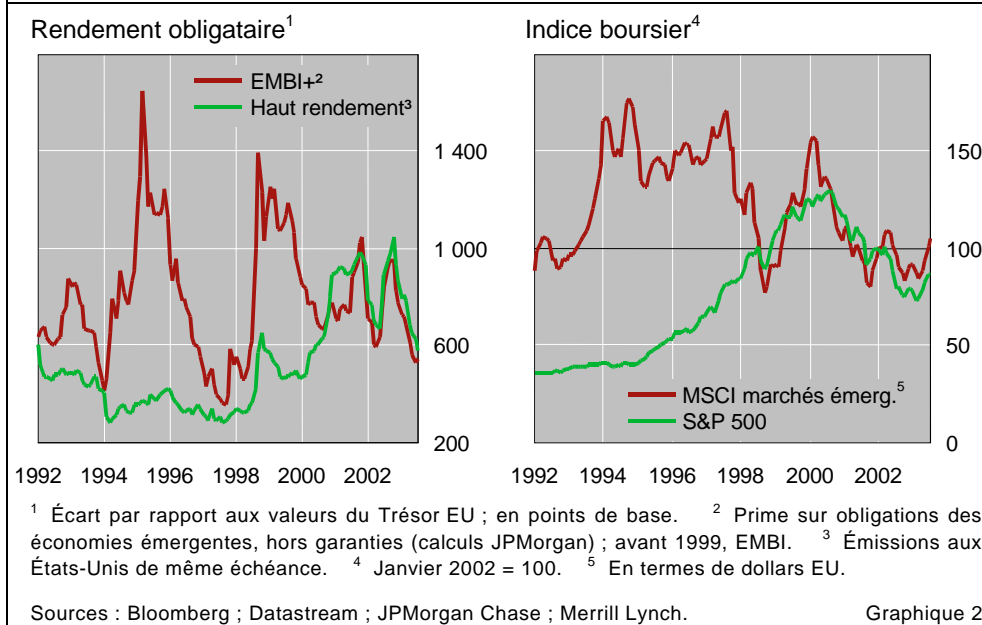


¹ 2003 : prévision IIF. ² Hors prêts et investissements transfrontières des résidents.

Source : Institute of International Finance (IIF).

Graphique 1

Titres des économies à maturité et émergentes : évolution comparée



variation globale des rendements obligataires des économies émergentes sur la période 1997-2003 peut être attribué à un seul facteur commun.

Ce processus d'intégration s'est amorcé au milieu des années 80, lorsque plusieurs marchés émergents (et à maturité) ont commencé à libéraliser leur système financier ainsi que les mouvements de capitaux et à mettre en œuvre d'autres réformes dans ce sens. D'une manière générale, la période comprise entre le milieu des années 80 et le milieu de la décennie suivante a été caractérisée par la levée de nombreuses restrictions des pouvoirs publics sur les activités financières. Par la suite, cet assouplissement s'est ralenti, et certains pays ont même renforcé la réglementation appliquée aux investisseurs institutionnels à la fin des années 90 (FMI, 2003a). Néanmoins, les liens entre marchés à maturité et émergents se sont intensifiés, investisseurs et émetteurs ayant tiré pleinement parti des opportunités antérieures.

Diversification en termes d'investisseurs

Les liens entre marchés à maturité et émergents se sont notamment renforcés du fait de l'évolution de la base d'investisseurs. Une large gamme d'acteurs des économies à maturité est aujourd'hui présente sur les marchés financiers émergents. Si, dans les années 70, les banques étrangères constituaient la principale source de capitaux privés au monde émergent, à compter du début des années 90 les investisseurs en actions et obligations ont pris de l'importance. En réalité, pour l'ensemble des marchés émergents, les investissements de portefeuille transfrontières ont dépassé les prêts bancaires sur huit des dix dernières années.

De plus, les acquéreurs de titres des marchés émergents se sont diversifiés. Des acteurs spécialisés tels que les fonds spéculatifs et les organismes de placement collectif axés sur les économies émergentes ont

Présence
croissante des
investisseurs
institutionnels

représenté l'essentiel des investissements de portefeuille entre le début et le milieu des années 90. Plus récemment, les investisseurs qui se portaient traditionnellement sur la dette bien notée émise sur les marchés à maturité ont accentué leur présence. En particulier, les fonds de pension, compagnies d'assurances et autres investisseurs institutionnels ont étoffé leurs avoirs en titres des économies émergentes. Selon JPMorgan, les transactions de ces investisseurs sont passées de 9 % du total des opérations sur ces instruments de dette en 1998 à 32 % en 2002 (Banque mondiale, 2003). En revanche, la part de marché des fonds spéculatifs est tombée de 30 à 10 %.

Les innovations sur les indices des marchés obligataires, à l'aune desquels les investisseurs institutionnels étalonneront souvent leurs performances, soulignent cette diversification vers les économies émergentes. Les banques d'affaires ont établi, à la fin des années 90, plusieurs indices mondiaux couvrant non seulement les titres émis sur les marchés à maturité mais aussi dans le monde émergent. La dette des économies émergentes représente, par exemple, approximativement 2 % de l'indice Global Aggregate de Lehman Brothers, constitué en 1999 pour donner une mesure de la gamme des signatures de bonne qualité. En outre, les indices consacrés aux marchés émergents ont été affinés sous diverses formes pour répondre aux demandes des investisseurs institutionnels. Ainsi, le Emerging Market Bond Index Global Diversified de JPMorgan - créé en 1999 - limite la pondération attribuée aux grands émetteurs. Il existe même aujourd'hui des indices composés d'obligations libellées en monnaies d'économies émergentes, conçus pour aider les investisseurs institutionnels à se diversifier sur les marchés locaux, et des notes de crédit distinctes pour ces titres².

La nature des activités bancaires évolue

La diversification croissante des investisseurs en actifs des économies émergentes s'est accompagnée d'un changement radical de la nature des opérations des banques commerciales sur ces marchés. Les établissements de dimension internationale se sont concentrés, non plus sur les prêts transfrontières, mais sur les activités des entreprises et marchés des capitaux locaux.

À partir du milieu des années 90, les banques américaines et européennes ont considérablement étoffé leurs opérations financées localement dans les économies émergentes. Par des fusions et acquisitions de banques locales, les créances financées dans le pays ont été multipliées par quatre, en dollars EU, entre 1995 et 2002, pour s'établir à \$544 milliards (graphique 3)³. Les établissements étrangers ont surtout investi en Amérique latine, devant l'Europe centrale et orientale. Ils ont également étendu leurs

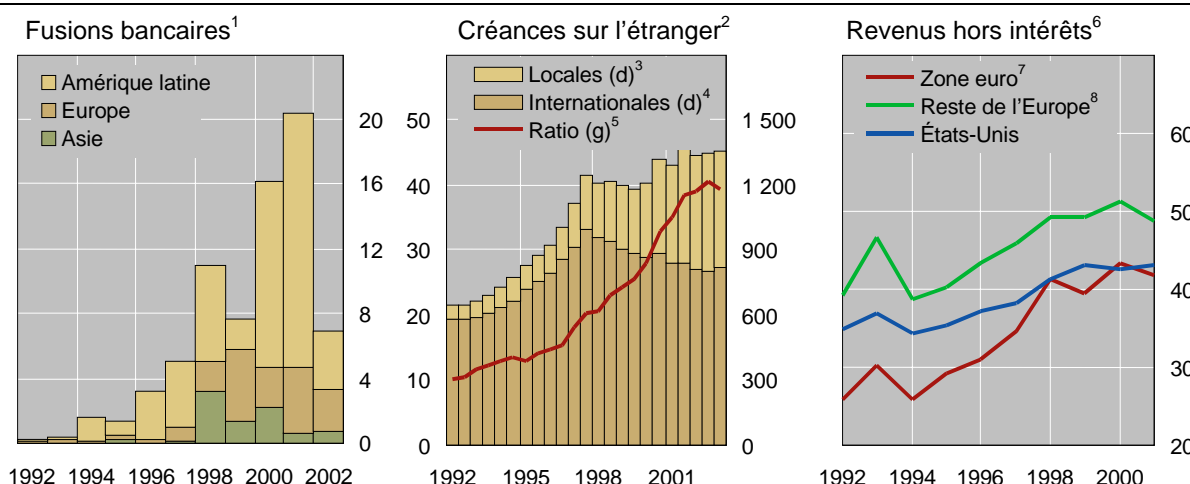
Les nouvelles formes d'activités bancaires ...

... entraînent une forte augmentation des créances financées localement

² Packer (dans ce même *Rapport trimestriel*) compare les notations de crédit de la dette souveraine en devises et en monnaie locale.

³ Mesurées en dollars EU constants (fin 2002), c'est-à-dire après correction de la dépréciation des monnaies locales par rapport au dollar, les créances locales se sont multipliées par dix entre 1995 et 2002.

Changements dans les activités des banques internationales



¹ Par pays de résidence de la banque acquise ; en milliards de dollars EU. ² En milliards de dollars EU ; données semestrielles. ³ Créances comptabilisées par les établissements à l'étranger des banques déclarantes vis-à-vis des résidents du pays d'implantation et libellées dans la monnaie locale de l'emprunteur. ⁴ Créances transfrontières des banques déclarantes dans toutes les monnaies plus créances locales en devises de leurs établissements à l'étranger. ⁵ Créances locales, en % du total, plus créances internationales. ⁶ En % du revenu total brut. ⁷ À l'exclusion de la Belgique et de la Grèce. ⁸ Norvège, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

Sources : OCDE ; Bloomberg ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3

activités dans les économies d'Asie, mais de façon moins spectaculaire que dans d'autres régions. L'augmentation des créances locales a largement dépassé celle des prêts transfrontières puisque, après 14 % du total détenu en 1995 par les banques étrangères envers les marchés émergents, elles atteignaient 40 % fin 2002.

Ce glissement des activités transfrontières vers la banque locale reflète notamment une évolution stratégique plus large, au détriment des transactions rémunérées sous forme d'intérêts, en faveur de celles assorties de commissions. Les établissements américains et européens tirent aujourd'hui plus de 40 % de leurs revenus d'activités non productrices d'intérêts, comme la tenue de marché, les opérations sur obligations et actions ainsi que la gestion d'actifs. Cette réorientation contribue souvent à l'expansion équilibrée des actifs et passifs locaux, vu que les banques financent, par exemple, leurs stocks de titres au moyen de pensions (McCauley *et al.*, 2002). Même les activités de prêt des banques commencent à ressembler à celles des marchés des capitaux. Les crédits commerciaux donnent souvent lieu à la formation d'un consortium avant d'être cédés, ce qui génère des frais de dossier et des commissions de négociation pour les membres du consortium, tandis que les prêts immobiliers et à la consommation peuvent être titrisés et vendus.

Ces changements de stratégies des banques ont soutenu le développement des marchés financiers locaux. Ceux des économies émergentes, particulièrement pour les obligations et les dérivés, progressent significativement depuis quelques années. En fait, lesancements d'obligations libellées en monnaie locale par des entreprises d'Amérique latine et de l'Est asiatique dépassent aujourd'hui les émissions internationales et représentent une proportion croissante du financement des sociétés (Fernandez et Klassen, 2003 ; FMI, 2003b). Attirées par les opportunités apparentes d'expansion, les

Rôle croissant
des activités
à commission

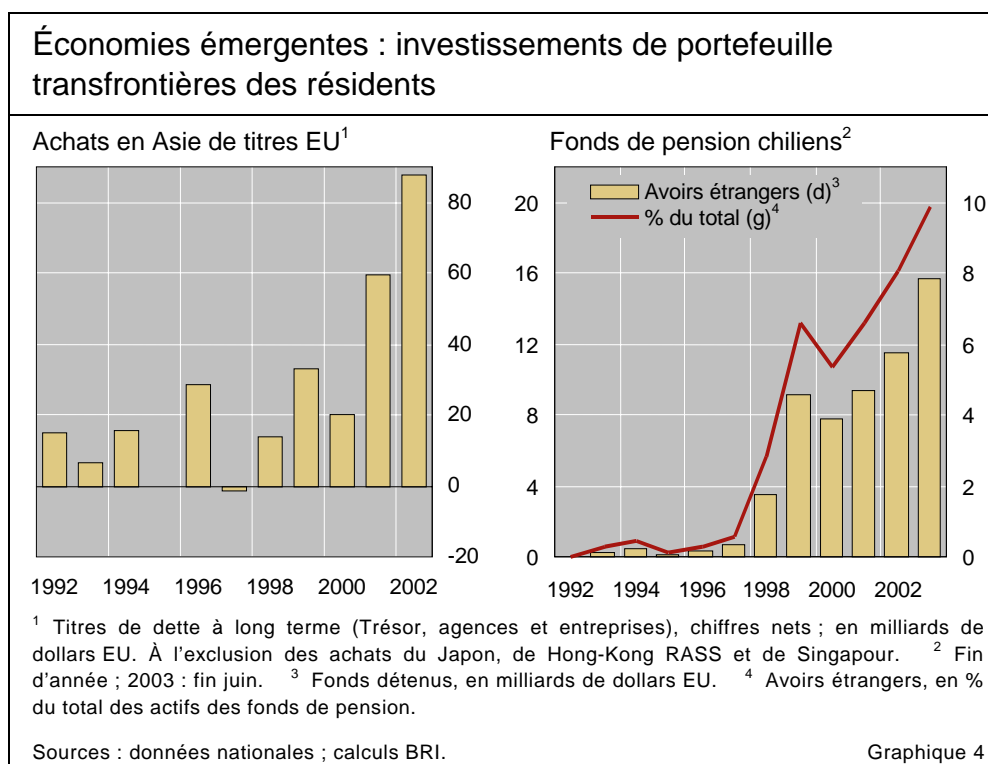
Les activités
bancaires
soutiennent le
développement des
marchés financiers
locaux

banques étrangères ont investi énormément de savoir-faire et de fonds sur les marchés locaux des titres et des dérivés. Elles font office de spécialistes sur certains de ces marchés de la dette publique et, sur d'autres, de gestionnaires de fonds de pension ou de courtiers sur contrats d'échange.

Les événements qu'a connus l'Argentine en 2001-02 ont conduit à se demander si les banques étrangères n'allaient pas revoir leur stratégie à l'égard des économies émergentes. Les signaux sont à ce jour contrastés. Les fusions et acquisitions transfrontières de banques en Amérique latine ont fortement régressé en 2002, et plusieurs établissements étrangers ont cédé ou réduit leurs activités locales. Dans certains cas, ce désengagement a traduit une montée des préoccupations sur le risque politique et l'exposition vis-à-vis de pays en difficulté. Dans d'autres, il s'explique par la nécessité, pour la société mère, de restructurer son bilan. Le ralentissement des rachats transfrontières est aussi imputable au fait que, dans plusieurs pays, et surtout au Mexique, le système bancaire était à cette époque largement détenu par des intérêts étrangers.

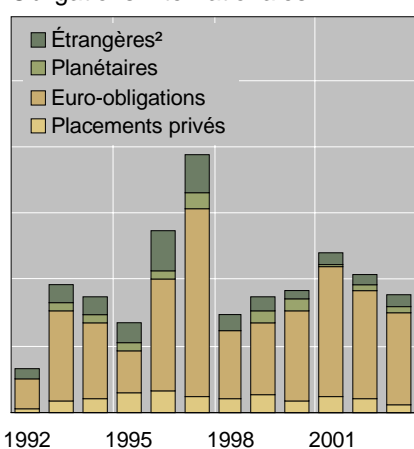
Présence mondiale des résidents des économies émergentes

Les liens entre marchés à maturité et émergents ont encore été renforcés par la présence croissante, sur les premiers, des résidents des économies émergentes. Ces investisseurs drainent, en effet, depuis quelques années des flux significatifs vers les marchés à maturité. Ces capitaux proviennent dans une large mesure des excédents des paiements courants mais aussi de changements dans la gestion des portefeuilles. Parallèlement, un nombre croissant d'émetteurs des économies émergentes ont pu se prévaloir de la profondeur et de la liquidité supérieures des marchés internationaux.

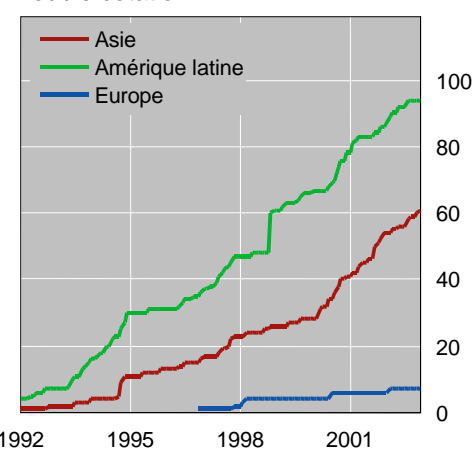


Économies émergentes : présence des entreprises sur les marchés internationaux

Obligations internationales¹



Double cotation³



¹ Émissions brutes d'emprunteurs autres que l'État ; en milliards de dollars EU. 1993 : janvier-juin.

² Par exemple obligations yankee, samouraï et bulldog. ³ Nombre de certificats de dépôt américains et mondiaux à la Bourse de New York, région d'origine de l'entreprise cotée.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; JPMorgan Chase ; Thomson Financial Securities Data ; autorités nationales ; BRI. Graphique 5

Les résidents des économies émergentes s'affirment comme investisseurs étrangers

Les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient sont depuis longtemps des investisseurs étrangers actifs, et les résidents d'autres économies émergentes le deviennent de plus en plus, à commencer par les banques centrales d'Asie. Leurs réserves de change, à l'exception de celles de la Banque du Japon, ont augmenté de plus de \$360 milliards, soit d'environ 80 %, entre 1998 et 2002. La majorité de ces fonds ont été investis dans des titres des États-Unis (McCauley, 2003). En fait, les achats nets de titres américains par les résidents asiatiques (hors Japon) ont représenté 13 % du total des valeurs des États-Unis acquises sur cette période et ont financé une grande partie du déficit des paiements courants de ce pays (graphique 4).

D'autres résidents des économies émergentes commencent à étoffer leurs stocks d'actifs de marchés à maturité. Même les pays qui sont importateurs nets de capitaux se mettent à en exporter pour tirer parti d'une diversification plus large. Le Chili a progressivement relevé, de 3 % en 1992 à 25 % aujourd'hui, le plafond des actifs étrangers pouvant être détenus par des fonds de pension locaux, dont les avoirs étrangers sont ainsi passés de zéro à \$8 milliards sur cette période. De même, le Mexique devrait bientôt revoir sa réglementation, afin de permettre à de tels organismes d'investir jusqu'à 20 % de leurs actifs à l'étranger.

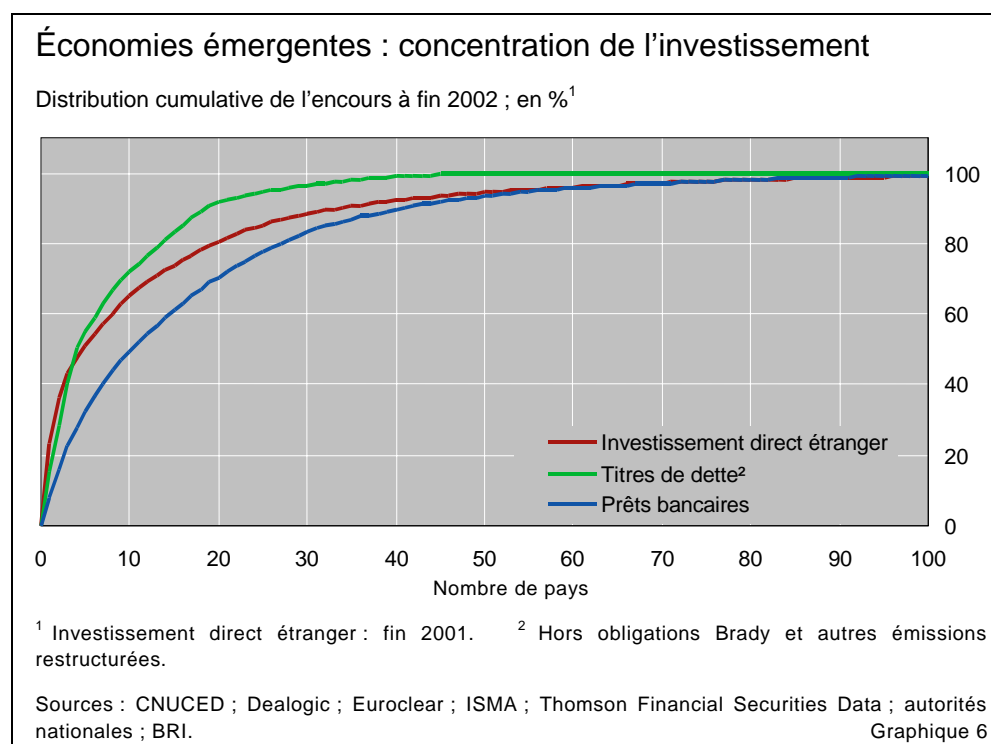
Les entreprises s'adressent aux marchés internationaux réglementés

Outre leur place accrue en tant qu'investisseurs étrangers, les résidents des économies émergentes deviennent également des émetteurs de premier plan sur les marchés à maturité. Traditionnellement, ces demandeurs de fonds étrangers s'adressaient surtout aux marchés non réglementés, tels que celui des euro-obligations, ou qui le sont peu, comme celui des obligations

planétaires (graphique 5)⁴. Depuis le milieu des années 90, ils sont plus présents sur les marchés réglementés de titres publics. De plus en plus d'entreprises d'Amérique latine, de l'Est asiatique et d'Europe centrale, en particulier, ont choisi de faire aussi coter leurs actions sur une place boursière internationale. Ainsi, le nombre des sociétés latino-américaines cotées à la fois à la Bourse locale et au New York Stock Exchange a triplé entre 1995 et 2002, passant de 31 à 94. Les entités étrangères entrant sur les places des États-Unis doivent se plier aux mêmes exigences de communication financière, de comptabilité et de gouvernance d'entreprise que les sociétés américaines cotées, exigences d'ailleurs plus strictes que celles en vigueur sur de nombreux marchés émergents.

Nouveaux liens, nouveaux défis

L'intégration croissante des marchés financiers à maturité et émergents est à la fois porteuse de bienfaits et de défis⁵. La diversification de la base d'investisseurs en actifs d'économies émergentes, l'évolution de la nature même des banques et la pénétration constante des émetteurs de ces économies sur les marchés à maturité augmentent le volume des fonds en quête de placement, élargissent la gamme des services financiers proposés et



⁴ La plupart des obligations planétaires émises par les résidents des économies émergentes sont régies par la règle 144A de la Securities and Exchange Commission (SEC). Cette règle permet aux gros établissements financiers des États-Unis de vendre des placements privés acquis antérieurement sans devoir faire enregistrer les titres auprès de la SEC ou les détenir pendant deux ans.

⁵ Le nombre d'études universitaires et de rapports officiels consacrés à ces bienfaits et à ces défis s'est multiplié depuis la crise asiatique. Voir Rajan et Zingales (2003), FSF (2000) et White (2000).

améliorent, d'une manière générale, le processus d'épargne et d'investissement. Dans le même temps, cette situation constitue un nouveau défi pour les politiques officielles : comment assurer le bon fonctionnement de marchés financiers de plus en plus intégrés ?

L'intégration
pourrait accentuer
la différenciation
sur les marchés
internationaux ...

L'apparition d'une différenciation sur les marchés constitue l'un des problèmes. Il faut s'attendre à une discrimination accrue en matière de prix, car l'intégration des marchés facilite la mesure et, plus spécialement, la gestion des risques. On peut donc penser que ce sont surtout les économies bien gérées, aux perspectives de croissance perçues comme favorables, qui en bénéficieront. Les pays présentant davantage de risques pourraient, eux, se trouver de plus en plus marginalisés au sein du système financier international et avoir à supporter des primes de risque disproportionnées.

La différenciation apparaît déjà dans l'investissement direct étranger, concentré sur un nombre de pays relativement restreint (graphique 6). La crise de l'Argentine, en mettant en lumière le risque politique, soulève des interrogations au sujet de la capacité des pays moins stables d'attirer ce type d'investissement dans des secteurs très réglementés tels que la banque ou l'énergie. Les investissements de portefeuille sont encore plus concentrés. Le mandat de nombreux investisseurs institutionnels leur interdit de détenir des titres de dette de qualité inférieure. Les emprunteurs moins bien notés rencontrent également de grosses difficultés pour accéder aux marchés des dérivés, où les préoccupations liées au risque de contrepartie sont très présentes. Ces emprunteurs disposent donc de moins d'outils de gestion des risques.

Le recul des prêts bancaires transfrontières peut aussi accentuer la différenciation. Les banques détiennent traditionnellement des portefeuilles plus diversifiés que d'autres investisseurs, ce qui atténue leurs expositions envers les pays à haut risque grâce à des sûretés et à des clauses de prêt restrictives. Par conséquent, à mesure qu'elles recentrent leurs activités et que le rôle des investisseurs institutionnels s'accroît, les pays moins bien notés peuvent se voir confrontés à des conditions de financement plus difficiles alors que les autres bénéficient d'un traitement plus favorable.

... ainsi que
l'amplitude des
cycles financiers ...

Un deuxième problème concerne les cycles financiers. Si l'intégration permet de mieux fixer les prix et gérer les risques, elle n'élimine pas forcément les fluctuations excessives des flux financiers et des prix des actifs. La libéralisation financière a même tendance à accentuer l'amplitude de ces cycles. L'expérience montre que les investisseurs sont enclins à sous-estimer les risques pendant les périodes d'expansion et à les surévaluer lors des ralentissements conjoncturels (Borio *et al.*, 2001). Par exemple, durant les phases ascendantes, les investisseurs minimisent souvent la probabilité d'événements peu fréquents mais générateurs de lourdes pertes, tels que les défauts de paiement.

Il est essentiel d'améliorer le processus de détermination des prix et la gestion des risques de change et de liquidité si l'on veut renforcer la résistance des marchés émergents aux cycles financiers. Les décalages liés aux monnaies et aux échéances dans les bilans fragilisent les emprunteurs vis-à-vis des fluctuations du goût des investisseurs pour le risque. Les décideurs

peuvent agir sur ces deux axes en acceptant, par exemple, une plus grande flexibilité du cours de change. Il est possible, en outre, de réduire les risques de liquidité en ajustant les réserves de change en fonction du passif à court terme exigible en devises. Dans les économies émergentes dont le système financier est fragile, il peut aussi être indiqué de maintenir certaines limites sur les entrées de capitaux. Par ailleurs, le développement de marchés locaux des titres, avec des émissions en monnaie nationale, peut largement contribuer à éliminer ces décalages.

Ces considérations conduisent à la troisième question soulevée par les progrès de l'intégration : les arbitrages potentiels associés à la gestion et la négociation des expositions sur les marchés locaux par rapport aux marchés internationaux. La liquidité habituellement plus abondante sur ces derniers permet aux résidents des économies émergentes de réduire leurs coûts de financement et de gérer l'épargne en fonction de leurs propres préférences. Cependant, pour tirer pleinement parti de ces opportunités, il faut pouvoir accéder à des marchés dérivés fonctionnant bien, afin de contrôler les expositions aux devises qui en résultent. Il est pour cela nécessaire de recourir à des systèmes de gestion des risques de contrepartie, particulièrement sur les marchés de gré à gré dominés par quelques intermédiaires. En outre, l'existence d'une infrastructure saine pour les transactions et règlements transfrontières revêt une importance croissante car elle permet de limiter les risques opérationnels. Des accords appropriés de sûretés et de compensation peuvent aussi être utiles à cet égard.

La migration de l'activité financière à l'étranger peut avoir une conséquence négative, en affectant la capacité des systèmes locaux de fixer le prix des risques financiers et de les négocier ou l'incitation à développer des marchés qui s'en chargent. La liquidité se concentre généralement sur des instruments et marchés spécifiques. Chaque investisseur étranger qui cesse d'opérer sur les marchés des actions d'économies émergentes pour se tourner vers les certificats américains de dépôt soustrait de la liquidité à la place locale pour l'acheminer vers New York, ce qui pousse les autres participants à faire de même. Par conséquent, la liquidité tend à s'amenuiser sur les marchés nationaux et les coûts de financement augmentent pour les entreprises qui ne disposent pas d'un accès direct aux fonds internationaux (Claessens *et al.*, 2002).

... et réduire la liquidité sur les marchés nationaux

Face à cette situation, les politiques officielles doivent soutenir le développement de structures financières permettant d'accéder à un vaste éventail de services financiers tout en assurant une détermination des prix et une gestion efficaces des risques. La stimulation de la concurrence sur les marchés financiers nationaux, entre émetteurs, investisseurs et intermédiaires, peut grandement y contribuer. C'est également le cas de l'intégration internationale de ces marchés à travers l'adoption, par exemple, de normes juridiques et réglementaires reconnues à l'échelle internationale et la poursuite de l'assouplissement des contrôles des capitaux.

Promouvoir des marchés ouverts et concurrentiels constitue un défi pour les politiques officielles

Références

- Banque mondiale (2003) : *Global Development Finance*, Washington.
- Bekaert, G. et C. Harvey (1997) : « Emerging equity market volatility », *Journal of Financial Economics*, 43, pp. 29-77.
- Bekaert, G., C. Harvey et A. Ng (2003) : « Market integration and contagion », *NBER Working Papers*, n° 9510, février.
- Borio, C., C. Furfine et P. Lowe (2001) : « Procyclicality of the financial system and financial stability : issues and policy options », *Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability*, *BIS Papers*, n° 1, mars, pp. 1-57.
- Claessens, S., D. Klingebiel et S. Schmukler (2002) : « Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centres », *Centre for Economic Policy Research discussion paper*, n° 3301, avril.
- Fernandez, D. et S. Klassen (2003) : *Asian Bond Fund crawls, but should it ever walk ?*, miméographe, JPMorgan Chase, 12 juin.
- Fonds monétaire international (2003a) : « Exchange arrangements and foreign exchange markets », *World Economic and Financial Surveys*.
- Fonds monétaire international (2003b) : *Global Financial Stability Report*, mars.
- Forum sur la stabilité financière (2000) : *Report of the Working Group on Capital Flows*, 5 avril.
- McCauley, R. (2003) : « Flux financiers dans l'Est asiatique depuis la crise de 1997 », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 43-58.
- McCauley, R., J. Ruud et P. Wooldridge (2002) : « Mondialisation de l'activité bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 44-55.
- McGuire, P. et M. Schrijvers (2003) : « Common factors in emerging market spreads », *Rapport trimestriel BRI*, à paraître.
- Packer, F. (2003) : « Écart de notation entre dette souveraine en monnaie nationale et en devises », présente édition du *Rapport trimestriel BRI*.
- Rajan, R. et L. Zingales (2003) : *Saving capitalism from the capitalists*, Random House, Londres.
- White, W. (2000) : « Recent initiatives to improve the regulation and supervision of private capital flows », *BIS Working Papers*, n° 92, octobre.

