

Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine¹

Les États d'Amérique latine ont toujours eu de grandes difficultés à émettre des obligations en monnaie locale sur les marchés internationaux. Trois d'entre eux ont récemment eu recours à ce type d'emprunt, signe peut-être d'une réorientation de la stratégie des emprunteurs de la région. Reste à savoir, toutefois, dans quelle mesure ces émissions contribueront au développement des marchés intérieurs de la dette.

JEL : E440, F340, G150, H630, O160.

Dans les économies émergentes, les États peuvent se financer sur le marché intérieur ou international, en monnaie locale ou en devises. En Amérique latine, environ deux cinquièmes des titres sont émis sur le marché international, mais presque aucun en monnaie locale. Or, on sait bien aujourd'hui que les pays contraints d'emprunter en devises s'exposent au risque d'asymétrie de monnaies et sont plus vulnérables en cas de chocs externes.

Même lorsque les États d'Amérique latine ont accru la dimension de leur marché obligataire, les émissions internationales en monnaie locale sont restées modestes. Trois pays y ont néanmoins recouru récemment : l'Uruguay (2003 et 2004), la Colombie (2004 et 2005) et le Brésil (septembre 2005). Cette évolution, qui a suscité l'intérêt des autorités et des marchés financiers, marque un changement stratégique important de la part des emprunteurs de ces pays vis-à-vis de l'investissement étranger.

La présente étude porte sur les récents emprunts internationaux en monnaie locale de signatures souveraines d'Amérique latine. Après une description détaillée des titres, elle examine l'évolution des facteurs structurels et conjoncturels qui ont favorisé ces émissions. Elle tente de déterminer ensuite si ces emprunts peuvent s'imposer comme source habituelle de financement, puis analyse leur incidence sur le développement des marchés obligataires intérieurs dans la région.

¹ Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI. Nous remercions Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramón Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustín Villar et William White pour leurs commentaires.

Obligations d'État internationales libellées en monnaie locale

Les difficultés rencontrées par certains pays pour emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie ont souvent été qualifiées, par les universitaires, de « péché originel », laissant entendre qu'il s'agit de faiblesses structurelles bien ancrées, voire de caractéristiques inhérentes au système financier mondial². De fait, nous l'avons dit, les États d'Amérique latine n'empruntent que rarement dans leur monnaie sur les marchés internationaux. Pourtant, trois d'entre eux cherchent à rompre avec cette tradition.

En octobre 2003, dans le cadre du programme de restructuration de sa dette, l'Uruguay a levé UYU 7,3 milliards (\$290 millions) en obligations internationales (tableau 1) indexées sur l'inflation intérieure, portant un coupon de 10,5 % et dont le principal et les intérêts sont réglés en dollars EU³. En août 2004, un nouvel emprunt international a été lancé pour UYU 8,2 milliards (\$250 millions), cette fois sans indexation. Avec un coupon de plus de 17 %, l'émission s'est révélée très coûteuse pour une durée de 2 ans.

En novembre 2004, l'État colombien a réalisé une opération de COP 954,2 milliards (\$375 millions), réglée en dollars EU, elle aussi. Les titres (TES Global) étaient assortis de conditions très intéressantes pour l'emprunteur : coupon de 11,75 % et échéance supérieure à 5 ans. L'accueil a été très positif, la demande totalisant \$1,1 milliard ; les principaux souscripteurs étaient des investisseurs des États-Unis, d'Europe et d'Amérique latine (65 %, 30 % et 5 % respectivement). Ce succès a été confirmé par une réouverture de la souscription, en janvier 2005, pour COP 293,7 milliards (\$125 millions). Les deux tranches ont été émises à un coût inférieur (de 50 pb et 31 pb, respectivement) à celui du marché intérieur. En février 2005, un nouvel emprunt a été lancé à des conditions très similaires mais avec une durée plus longue (10,7 ans) et un avantage de coût (20 pb) par rapport au marché intérieur⁴.

Plus récemment, en septembre 2005, le Brésil a suivi l'exemple de l'Uruguay et de la Colombie : il a collecté BRL 3,4 milliards (\$1,5 milliard) en obligations internationales assorties d'une échéance supérieure à 10 ans et d'un coupon de 12,5 %, avec – comme pour les autres titres décrits ci-avant – un règlement des intérêts et du principal en dollars EU. L'opération a été sursouscrite plusieurs fois ; sa distribution a été réellement internationale, les investisseurs étant essentiellement des résidents d'Europe et des États-Unis ; sa durée est nettement supérieure à l'échéance moyenne des emprunts à taux fixe en reals sur le marché intérieur, qui ne dépasse pas 7 ans.

Les obligations internationales en monnaie locale qui sont réglées en dollars EU...

² Le « péché originel » comporterait une dimension internationale (incapacité à emprunter à l'étranger en monnaie locale) et une dimension intérieure (incapacité à emprunter sur le marché intérieur à taux fixes longs). Voir Eichengreen *et al.* (2005).

³ Avant d'être converti et payé en dollars EU, le montant du remboursement est fixé en pesos uruguayens en tenant compte de la variation de l'unité monétaire indexée sur l'inflation depuis l'émission jusqu'à la date du remboursement. Des calculs comparables s'appliquent au paiement des intérêts au taux contractuel.

⁴ Voir, sur le site www.minhacienda.gov.co, le communiqué de presse du ministère colombien des Finances et du Crédit public.

Emprunts d'État internationaux en monnaie locale						
Pays	Date d'émission	Date d'échéance	Montant émis ¹	Coupon	Notation : Moody's/ Fitch/S&P	Marché
Argentine	Déc. 1996	Déc. 1998	250	8,75	...	Euromarché
Argentine	Fév. 1997	Fév. 2007	500	11,75	Ca/D/D	Placement privé
Argentine ^{2,3}	Juin 1997	Juil. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Placement privé
Argentine ³	Juil. 1997	Juil. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Euromarché
Argentine ⁴	Juin 2001	Sept. 2008	931	12,00	Ca/NA/D	International
Brésil	Sept. 2005	Jan. 2016	1 479	12,50	B1/NA/BB-	International
Colombie ⁵	Nov. 2004	Mars 2010	500	11,75	Ba2/BB/BB	International
Colombie	Fév. 2005	Oct. 2015	325	12,00	Ba2/BB/BB	International
Uruguay ⁶	Oct. 2003	Oct. 2006	290	10,50	B3/B/B	International
Uruguay	Août 2004	Fév. 2006	250	17,75	B3/B/B	International

Un placement privé est dispensé d'enregistrement auprès de la Commission des opérations de bourse des États-Unis (obligatoire pour une émission sur le marché international) et économise donc les frais correspondants. Il est assorti de clauses de protection plus restrictives, qui sont plus faciles à renégocier en cas de défaut. En outre, le coût de distribution des obligations est inférieur.

¹ Calculé à partir du cours de change moyen mensuel quand les chiffres officiels ne sont pas disponibles ; en millions de dollars EU. ² Émission régie par le droit des États-Unis (règle 144A). ³ Échange de titres en circulation. ⁴ Échange de certaines obligations en pesos. ⁵ Émission ouverte en janvier 2005 pour un montant supplémentaire de \$125 millions. ⁶ Obligations indexées sur l'inflation et assorties de clauses d'action collective.

Source : Bloomberg. Tableau 1

...reportent le risque de change sur les investisseurs tout en les dégageant du risque de conversion

Les émissions du Brésil et de la Colombie sont intéressantes à plusieurs égards. Premièrement, contrairement à celles de l'Uruguay, elles ne s'inscrivent pas dans un processus de restructuration de la dette. Deuxièmement, les échéances sont relativement longues. Troisièmement, les titres ne sont pas indexés sur l'inflation, mais libellés en monnaie locale et émis à taux fixe ; ils transfèrent le risque d'inflation et le risque de change du débiteur aux investisseurs. Dans le même temps, tout comme pour l'émission uruguayenne, le règlement en dollars EU dégage les investisseurs du **risque de conversion** associé au contrôle des changes⁵.

Facteurs favorables

Les crises financières passées ont forcé les États à trouver de nouvelles sources de financement

Qu'est-ce qui a rendu ces émissions possibles ? Dans une certaine mesure, les États n'ont eu d'autre choix, en raison de leurs difficultés financières, que de chercher de nouvelles sources de financement. Par le passé, ceux qui ont progressivement surmonté les difficultés à émettre des titres en monnaie locale l'ont fait suite à des chocs qui les ont incités à supporter l'important coût initial,

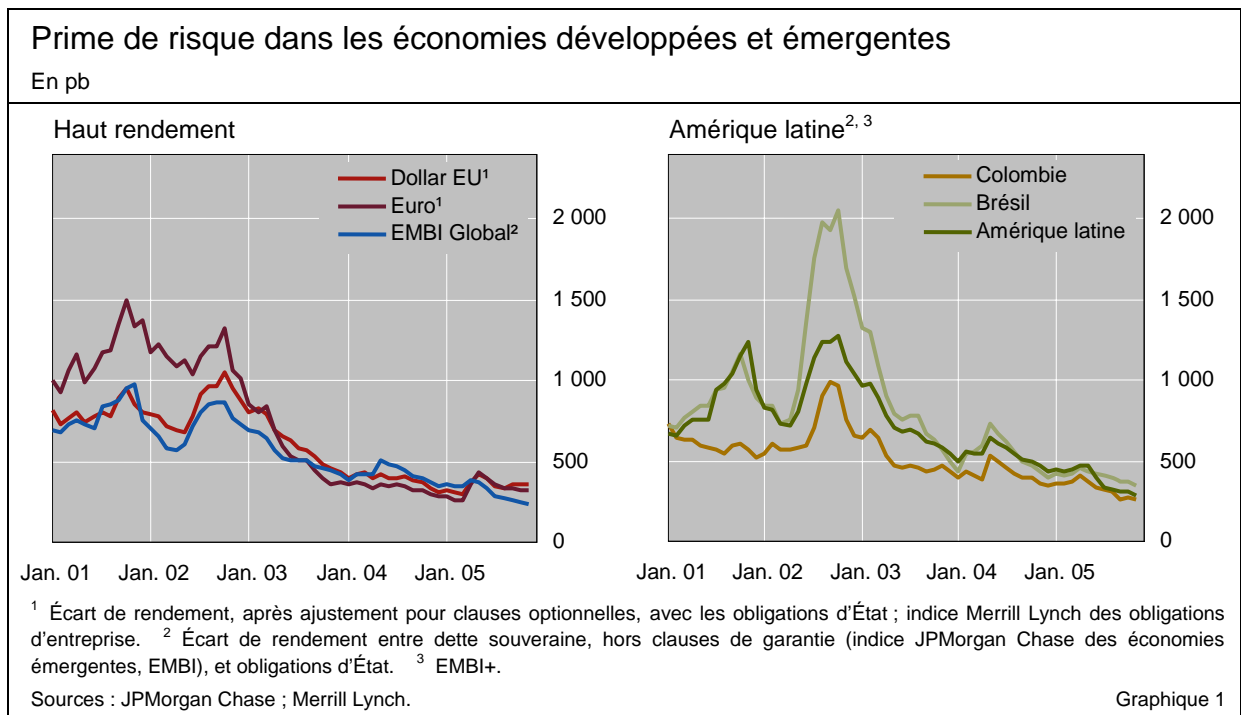
⁵ Avec effet au 15 décembre 2004, la Colombie a adopté des contrôles administratifs qui nécessitent une période de détention minimale d'un an pour les investissements de portefeuille en provenance de l'étranger.

afin de réduire leur vulnérabilité extérieure⁶. Dans les cas étudiés ici, ces chocs ont été les turbulences financières de la fin des années 90 et du début du siècle. Depuis, les autorités ont émis des titres de dette internationaux à plus long terme et cherché à échapper aux problèmes liés à la fréquence des refinancements. Elles privilégient aujourd'hui les émissions en monnaie locale pour éviter les asymétries de monnaies.

Par ailleurs, les crises ont stimulé des améliorations structurelles internes qui séduisent les investisseurs. Le Brésil et la Colombie ont poursuivi les réformes économiques et institutionnelles engagées au début des années 90 et ont réalisé des progrès notables dans l'adoption d'un régime de change souple et d'un dispositif crédible de ciblage de l'inflation⁷. Depuis la restructuration de sa dette au début du siècle, l'Uruguay a mis en œuvre de grandes réformes qui ont amélioré son profil économique et financier.

Les réformes et l'amélioration des données fondamentales séduisent les investisseurs...

Les mutations structurelles au niveau mondial ont également favorisé les émissions internationales en monnaie locale. D'abord, la tendance désinflationniste mondiale a facilité la lutte contre l'inflation, d'où une moindre perception des risques à ce titre. Ensuite, l'intégration croissante des



⁶ Bordo *et al.* (2005) indiquent que, pour le Canada, le choc a été la Deuxième Guerre mondiale. Pour l'Afrique du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, ce fut l'effondrement du système de Bretton Woods, avec l'avènement du flottement nominal et la fin des contrôles sur les mouvements de capitaux. Goldstein et Turner (2004) considèrent les mesures de l'asymétrie de monnaies dans les avoirs et engagements d'un pays comme un indicateur de la vulnérabilité aux crises de ce pays.

⁷ La mise en place d'une politique monétaire crédible est un élément essentiel de ces réformes. Jeanne (2003) avance que la crédibilité de la politique monétaire est un facteur déterminant du choix de la monnaie d'émission des titres de dette.

Brésil, Colombie et Uruguay : indicateurs macroéconomiques 2000–04						
	Brésil		Colombie		Uruguay	
	2000	2004	2000	2004	2000	2004
PIB réel ¹	4,4	4,9	2,9	4,0	-1,4	12,0
Prix à la consommation ¹	7,0	6,6	9,2	5,9	4,8	9,2
Solde budgétaire ^{2, 3}	3,5	4,6	-6,8	-4,5	-4,0	-2,4
Paiements courants ²	-4,0	1,9	0,9	-1,0	-2,8	-0,8
Cours de change effectif réel ⁴	83,3	67,1	100,8	92,6	114,1	97,2
Dettes extérieures ²	39,5	36,4	43,1	41,1	72,7	99,3
Réserves de change ⁵	32,5	52,7	8,4	12,8	2,4	2,5

¹ Variation annuelle, en %. ² En % du PIB. ³ Solde primaire. ⁴ 1995 = 100. ⁵ En milliards de dollars EU.

Sources : FMI ; IIF ; données nationales. Tableau 2

économies émergentes et développées a élargi l'éventail des investisseurs susceptibles de s'intéresser aux titres émis par les premières⁸.

D'autres facteurs, conjoncturels ceux-là, ont également joué un rôle. Un important changement au plan mondial a été le bas niveau des taux d'intérêt dans les économies développées, allié à une abondante liquidité sur les marchés financiers, qui ont incité les intervenants à accepter un risque plus élevé sur toute une gamme d'instruments, dont la dette des économies émergentes. Les primes sur obligations d'entreprise des économies développées baissent depuis 2002. Il en est de même des primes sur la dette des signatures souveraines des économies émergentes – Amérique latine comprise –, qui ont inscrit des creux historiques ces deux dernières années (graphique 1).

Un autre facteur, à dominante conjoncturelle sans doute, qui a séduit les investisseurs est l'appréciation durable du change en Amérique latine – amplifiée par l'environnement international : récent renchérissement des marchandises et faiblesse du dollar EU – allié à l'amélioration des données fondamentales des économies de la région (compte courant, par exemple)⁹.

Il subsiste une énigme, néanmoins. L'amélioration des données fondamentales des trois économies de notre échantillon (tableau 2) n'a pas été notablement plus marquée que dans la plupart des autres pays de la région qui n'ont pas émis d'obligations internationales en monnaie locale. Le cas du Chili et du Pérou, où les indicateurs macroéconomiques sont en net progrès, montre que les données fondamentales et l'environnement extérieur ne permettent pas, à eux seuls, de stimuler les émissions internationales en monnaie locale.

⁸ Voir Wooldridge *et al.* (2003) pour un examen de l'évolution de la relation entre marchés financiers à maturité et émergents.

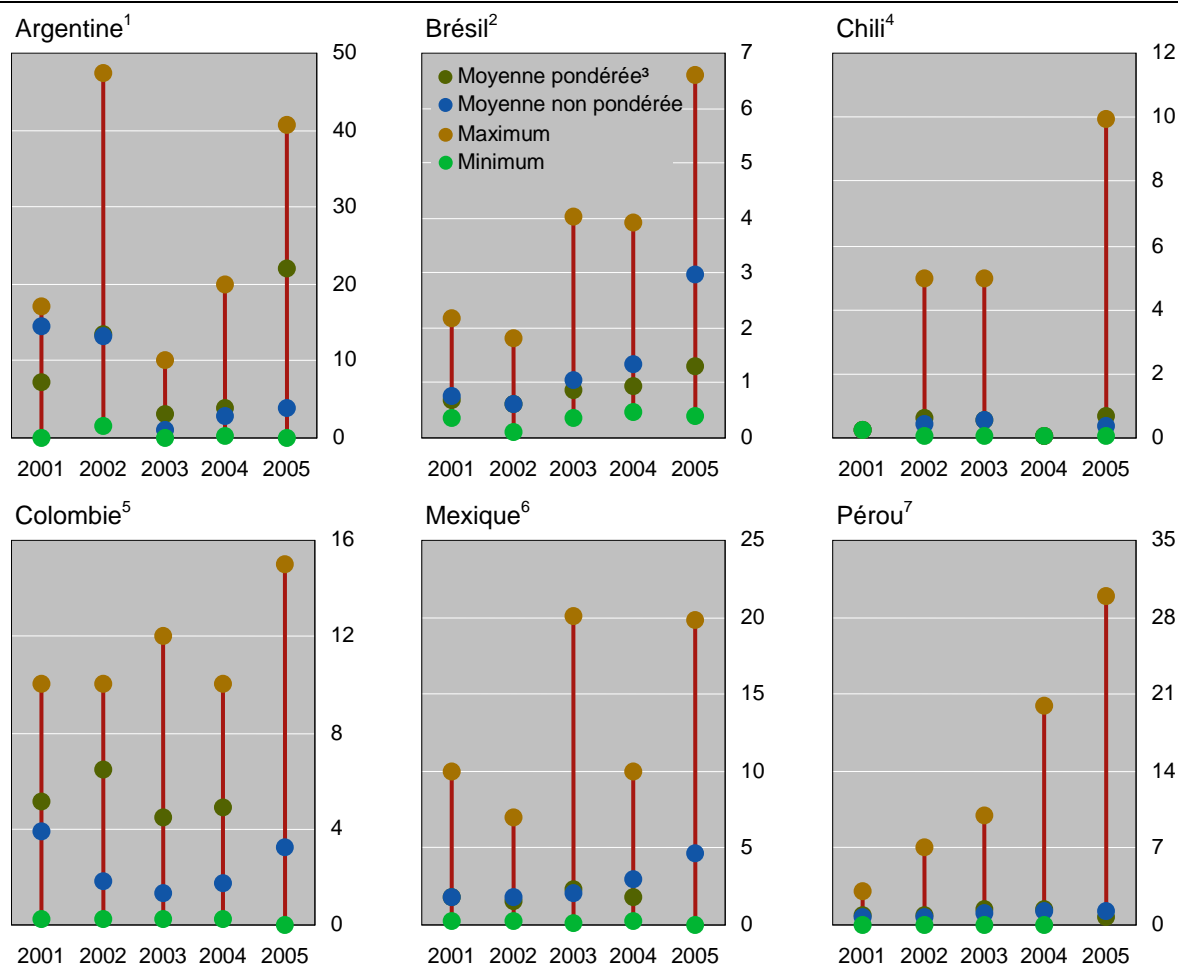
⁹ Cohen (2005) analyse les déterminants du choix de la monnaie d'émission des obligations internationales et constate que le volume des émissions dans une monnaie est d'autant plus important que celle-ci est forte par rapport à sa moyenne historique et que les taux longs dans cette monnaie sont élevés par rapport à ceux des autres grandes devises.

...attirés par
une conjoncture
favorable...

...mais
l'amélioration
des données
fondamentales ne
suffit pas à stimuler
les émissions en
monnaie locale

Amérique latine : durée des emprunts d'État sur les marchés intérieurs

Durée à l'émission, en années



¹ Bons et obligations du Trésor, plus titres de la banque centrale ; 2002 : la majorité des émissions étaient en rapport avec la crise. ² LTN. ³ En fonction des montants. ⁴ Titres de la banque centrale. ⁵ Valeurs du Trésor. ⁶ Valeurs du Trésor, titres émis par l'IPAB, udibonos et cetes. ⁷ Certificats de dépôt, bons du Trésor et obligations d'État.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Graphique 2

Au Chili, il n'était sans doute guère nécessaire de lancer de nouveaux instruments de dette, vu les excédents budgétaires enregistrés depuis des années. Au Pérou, les autorités ont privilégié le développement du marché obligataire intérieur en monnaie locale ainsi que l'allongement de la courbe des rendements (graphique 2). De surcroît, ces deux pays ont des réglementations qui permettent aux investisseurs étrangers d'accéder plus facilement au marché intérieur qu'au Brésil ou en Colombie, diminuant ainsi l'attrait relatif des obligations internationales en monnaie locale.

Soutenabilité des tendances récentes

Les émissions internationales en monnaie locale se maintiendront-elles, à long terme, comme sources de financement dans la région ? À priori, la marge de développement est grande. Pour le Brésil, elles représentent juste 2 % de l'encours de la dette publique extérieure, pour l'Uruguay 4,8 % et pour la Colombie moins de 7 %, malgré un accueil favorable.

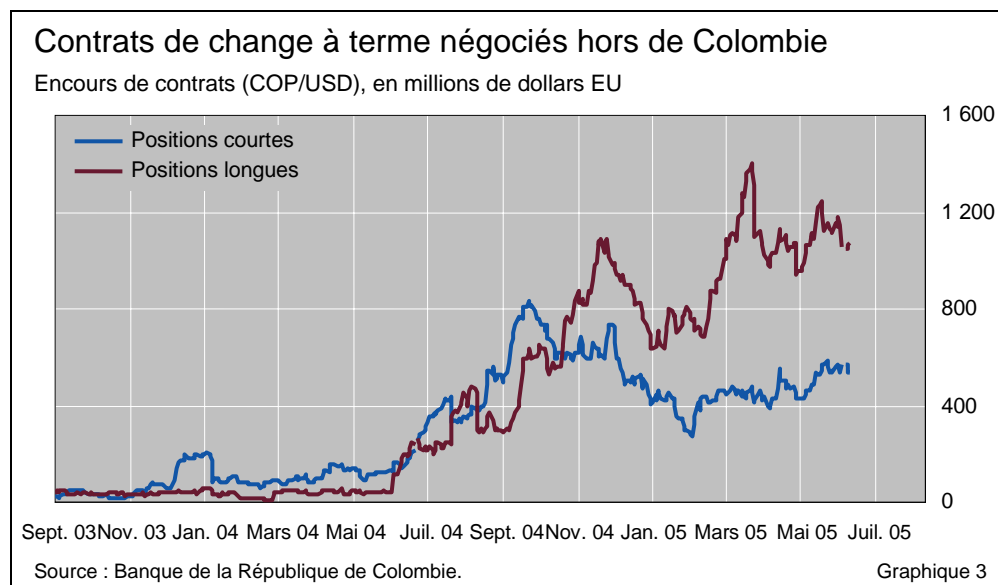
Potentiel de croissance pour ces émissions...

...même si les antécédents n'offrent aucune certitude de succès durable

Pourtant, même avec un tel potentiel, il est difficile de savoir si le récent succès durera. La capacité d'un pays à solliciter les marchés financiers internationaux à un moment précis ne garantit pas qu'il le pourra à l'avenir. Ainsi, au cours des années 90, l'Argentine avait lancé plusieurs emprunts en monnaie locale (tableau 1) : en 1997, par exemple, \$500 millions en obligations 10 ans non indexées. On aurait pu croire alors que l'accès aux marchés internationaux ne posait plus aucune difficulté à ce pays ; or, il est devenu bien plus problématique un an plus tard, après le défaut de l'État russe.

La détermination accrue à mettre en place un régime de change souple contribuera sans doute à inscrire ce type d'émission dans la durée. Les trois pays de notre échantillon s'appliquent tous à consolider un cadre monétaire et financier libéralisé par un régime de change souple fondé sur les lois du marché. Le flottement du change expose les investisseurs à une hausse de la volatilité à court terme, mais pourrait réduire les risques et vulnérabilités sur le long terme ; les parités fixes, en revanche, éliminent la volatilité à court terme, mais comportent le risque d'une dévaluation soudaine. En outre, les monnaies dont le cours n'est pas (plus ou moins) rattaché au dollar EU offrent peut-être un meilleur potentiel de diversification¹⁰.

Dans le même temps, il est peut-être nécessaire de développer les marchés de couverture pour émettre des obligations internationales en monnaie locale à bien plus grande échelle¹¹. Si rien de ce genre n'existe en



¹⁰ McCauley et Jiang (2004) montrent en quoi les obligations en monnaie locale peuvent entrer dans la composition d'un portefeuille de placements international, et constatent que les obligations en monnaies d'Asie offrent un bon potentiel de diversification. Turner (2005) fait état de corrélations (pour les rendements mensuels) de 0,4, 0,14, 0,42 et 0,43 entre un portefeuille d'obligations en monnaies d'Asie et des placements en dollars dans les économies émergentes, au Japon, aux États-Unis et en Europe, respectivement.

¹¹ Burger et Warnock (2004) font valoir que les résidents des États-Unis acquéreurs d'obligations en monnaie locale ont toujours évité les rendements affichant une variance élevée et une dissymétrie de distribution. Pour ces investisseurs, la protection contre le risque de change joue un rôle majeur, car la variance des rendements sur obligations en monnaie locale dépend surtout de la volatilité du risque de change. Bordo *et al.* (2005) précisent que la mise en place de dérivés de change a permis aux dominions britanniques d'émettre leur dette extérieure dans leur monnaie.

Uruguay, le Brésil a un marché bien établi et liquide de contrats à terme non livrables sur real, et la Colombie possède un marché (local et extraterritorial) liquide de contrats à terme non livrables sur peso, concentré à présent sur le court terme. À noter, dans ce dernier cas, que le négoce s'est considérablement accru après l'émission de novembre 2004 (graphique 3), ce qui porte à croire que les émissions en monnaie locale peuvent *stimuler* les opérations de couverture du risque de change.

Conséquences pour le développement des marchés obligataires intérieurs

Les marchés obligataires intérieurs d'Amérique latine ne sont pas particulièrement vastes (\$651 milliards en 2004), comparés à ceux d'autres régions émergentes (tableau 3). Alors pourquoi certains États ont-ils donné la priorité aux émissions internationales en monnaie locale plutôt qu'au développement de leur marché intérieur ?

D'ailleurs, l'émission d'obligations internationales en monnaie locale pourrait avoir plusieurs effets négatifs sur le développement des marchés intérieurs. Elle pourrait notamment fragmenter leur liquidité¹². Pour les trois pays analysés ici, le risque semble avoir été contrebalancé par d'autres considérations.

Effet négatif potentiel sur le marché obligataire intérieur...

Dans le cas de l'Uruguay, la décision a tenu principalement au processus de restructuration de la dette, avec pour principal objectif d'en alléger progressivement le fardeau. Le recours au marché intérieur n'était pas possible après la crise financière, et les émissions internationales serviront de référence pour le développement futur.

Au Brésil et en Colombie, des facteurs institutionnels limitaient la participation des investisseurs étrangers au marché intérieur ; le marché international en monnaie locale peut avoir constitué une solution quasi optimale pour élargir l'éventail des investisseurs et réduire les risques d'asymétrie de monnaies. Dans nombre de cas, les obligations internationales ont permis aux étrangers de contourner les restrictions d'accès aux marchés locaux¹³. Ainsi, les titres émis par le Brésil et la Colombie relèvent tous de la juridiction et des lois de l'État de New York, ce qui confère un double avantage aux investisseurs : une plus grande certitude en cas de défaut de paiement et

...mais solution quasi optimale vu les obstacles aux achats étrangers de titres domestiques

¹² McCauley et Remolona (2000) montrent qu'une augmentation de l'encours des titres de dette publique entraîne une hausse du volume des transactions au comptant et à terme, ce qui accroît la liquidité des marchés des obligations d'État. Jiang et McCauley (2004) constatent que, pour les obligations en monnaies d'Asie, la dimension du marché influe sur la liquidité.

¹³ Au Brésil, les investisseurs doivent : 1) s'inscrire auprès du régulateur des opérations de bourse et de la banque centrale ; 2) disposer d'un représentant légal ; l'investissement est assujéti à un impôt de 15 % sur les plus-values et à d'autres taxes dans certains cas. En Colombie, les investisseurs sont soumis à plusieurs contraintes : par exemple, créer un fonds de placement, payer des impôts en fonction du statut fiscal et des types de placement (actuellement, l'impôt sur le revenu est de l'ordre de 35 %, mais avec un supplément de 10 %, ce qui porte le taux maximum à 38,5 %) ; acquitter un droit de timbre de 0,4 % sur toute transaction financière ; depuis fin 2004, conserver pendant au moins un an tous les placements de portefeuille.

Amérique latine : marchés intérieurs de la dette				
Encours à fin 2004				
	Emprunts d'État		Total	
	en milliards de dollars EU	en % du PIB	en milliards de dollars EU	en % du PIB
Argentine	9,6	6,3	24,3	16,0
Brésil	295,9	49,0	371,6	61,5
Chili	20,0	21,2	41,8	44,4
Colombie	29,6	30,4	30,2	31,0
Mexique	153,1	22,7	176,9	26,2
Pérou	4,0	5,8	7,1	10,3
Amérique latine ¹	512,2	30,3	651,8	38,5
<i>Afrique du Sud</i>	78,3	36,7	104,6	49,1
<i>Corée</i>	170,5	25,1	567,6	83,4
<i>Indonésie</i>	51,0	19,8	57,9	22,5
<i>Philippines</i>	24,9	29,4	25,2	29,7
<i>République tchèque</i>	58,0	54,2	65,8	61,5

¹ Total des pays cités.
Sources : FMI ; BRI.

Tableau 3

l'affranchissement de toutes les contraintes associées à l'achat de titres domestiques : obligation d'enregistrement, retenue à la source, contrôles sur les capitaux, notamment.

Conclusion

Les émissions internationales en monnaie locale du Brésil, de la Colombie et de l'Uruguay présentent de grands avantages pour les emprunteurs et les investisseurs. Elles servent les intérêts des États en améliorant la composition par monnaie de leur dette extérieure et en atténuant leur **risque de change**, réduisant ainsi la vulnérabilité imputable à l'asymétrie de monnaies. Elles permettent en outre aux investisseurs d'élargir leur portefeuille et de bénéficier de rendements potentiels plus élevés, sans les coûts inhérents à l'achat de titres en monnaie locale sur les marchés nationaux. De surcroît, le règlement en dollars EU élimine le **risque de conversion** lié aux contrôles sur les mouvements de capitaux.

Pour autant, le récent développement des emprunts d'État de ce type dans la région n'est pas nécessairement durable. Le passé offre de nombreux exemples de revirements rapides des investisseurs internationaux : on ne sait à quel point le marché international sera une source stable de financement en monnaie locale en période de turbulences.

La grande question est de savoir dans quelle mesure les émissions internationales en monnaie locale contribueront au développement des marchés intérieurs de la dette. L'expérience de certains pays montre que les marchés intérieurs peuvent se développer sans l'aide de tels emprunts, et que ceux-ci pourraient même constituer une entrave s'ils limitent les économies

d'échelle en matière de liquidité. Toutefois, tant que subsisteront les obstacles institutionnels à l'investissement étranger sur le marché intérieur, les obligations internationales en monnaie locale offriront une solution quasi optimale pour élargir l'éventail des investisseurs et allonger la courbe des rendements en monnaie locale.

Bibliographie

Bordo, M., C. Meissner et A. Redish (2005) : « How original sin was overcome : the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British dominions, 1800–2000 », in B. Eichengreen et R. Hausmann (éds), *Other people's money : debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Burger, J. et F. Warnock (2004) : « Foreign participation in local-currency bond markets », *International Finance Discussion Papers*, n° 794, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, février.

Cohen, B. (2005) : « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 53–66.

Eichengreen, B., R. Hausmann et H. Panizza (2005) : « The pain of original sin », in B. Eichengreen et R. Hausmann (éds), *Other people's money : debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Goldstein, M. et P. Turner (2004) : *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington.

Jeanne, O. (2003) : « Why do countries borrow in foreign currency ? », *Discussion Paper Series*, n° 4030, Centre for Economic Policy Research.

Jiang, G. et R. McCauley (2004) : « Asie : marchés des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 65–78.

McCauley, R. et G. Jiang (2004) : « Asie – obligations en monnaies locales : une option de diversification », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 53–69.

McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–63.

Turner, P. (2005) : « A foreign appetite for local currency bonds ... without complex sauces ? », document préparé pour le symposium sur le thème *Sovereign debt and innovative financing instruments for emerging markets*, organisé conjointement par Reinventing Bretton Woods Committee/Banque centrale de Turquie/Forum économique mondial, mai.

Wooldridge, P., D. Domanski et A. Cobau (2003) : « Évolution des liens entre marchés financiers à maturité et émergents », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 47–57.