

Alfred Steinherr

Derivatives

The Wild Beast of Finance

Wiley, New York, 1998,
xvii + 430 pages, 79,95 \$ (toilé)

ALFRÉD STEINHERR offre une étude claire des marchés des produits dérivés, à partir d'un article dont il est l'auteur avec David Folkerts-Landau (ancien chef du Groupe des marchés de capitaux du FMI) et qui a reçu le premier prix au concours AMEX Bank Review en 1994. Il examine la croissance rapide des marchés des produits dérivés (notamment du segment de gré à gré), les crises financières causées par leur mauvaise utilisation et les risques systémiques qu'elles posent, ainsi que leurs répercussions politiques. C'est un ouvrage d'actualité, compte tenu du rôle des produits dérivés et des activités hors bilan dans les turbulences des marchés matures de septembre-octobre 1998 et de l'intérêt que les décideurs ont manifesté récemment pour les activités des institutions qui utilisent de tels instruments. Même si les marchés des produits dérivés sont l'un des aspects de la finance les plus complexes, les encadrés, le glossaire, les nombreuses notes en bas de page et les références mettent ce livre à la portée d'un vaste public.

L'ouvrage se divise en quatre grandes sections. La première situe la question dans son contexte historique avec un examen des principales fonctions des marchés financiers, de l'«américanisation» des finances (c'est-à-dire le recours accru aux liquidités et au négoce des créances) et de certains des épisodes bien connus de crises financières occasionnées par les produits dérivés (comme la faillite de la Barings). La deuxième partie donne une description détaillée des marchés des produits dérivés, y compris leur utilisation dans la gestion du risque, leurs fonctions économiques et les différents mécanismes de transaction utilisés (hors cote ou en bourse). La troisième section examine les aspects politiques de la question, y compris les risques systémiques que posent les produits dérivés et l'aptitude des structures politiques actuelles à les gérer. Elle propose un certain nombre d'options pour combler les lacunes actuelles des politiques. La dernière section présente certaines prévisions sur l'évolution future des marchés des produits dérivés.

La troisième section, qui traite de l'action publique, constitue la pièce maîtresse de l'ouvrage. M. Steinherr soutient que la croissance des activités liées aux produits dérivés et leur concentration dans un relativement petit nombre d'institutions ont accru le risque systémique. Selon lui, la réglementation financière traditionnelle — axée sur les institutions et les bilans plutôt que sur les fonctions et les risques — s'est laissé dépasser par ces changements. En outre, les solutions de rechange (l'approche des «modèles internes», qui se

fonde sur l'estimation que font les banques de leur propre profil de risques pour déterminer leur capital, et l'approche du «préengagement», selon laquelle les banques se voient imposer des sanctions lorsque leur capital tombe sous un certain plancher) présentent elles aussi des inconvénients.

L'auteur propose une autre solution qui conjugue des améliorations de l'infrastructure financière — notamment l'utilisation de chambres de compensation ou de bourses organisées pour la prise en charge des risques qui se négocient actuellement dans des contrats de gré à gré — et un nouveau cadre de réglementation couvrant l'ensemble des institutions financières et mettant l'accent sur leurs fonctions ainsi que sur la gestion privée du risque et sur des mesures visant à inciter les intermédiaires financiers à internaliser le risque.

M. Steinherr fait valoir que ses propositions permettraient de réduire le risque systémique et de limiter l'aléa moral.

Certains lecteurs ne seront peut-être pas de son avis quant à l'efficacité avec laquelle la gestion privée et les mesures d'internalisation des risques peuvent se substituer au système actuel de supervision et de réglementation officielles. Même les meilleurs gestionnaires reconnaissent que la gestion du risque comporte toujours d'importantes lacunes; le consensus actuel est que les modèles de risque interne — notamment les modèles du risque du crédit — devront être améliorés avant de devenir des outils efficaces de réglementation.

Les lecteurs qui s'intéressent aux politiques financières en général, et à la question des produits dérivés en particulier, trouveront ce livre utile et intéressant, même s'ils ne sont pas d'accord avec certaines des recommandations de M. Steinherr.

Charles Kramer

Padma Desai
Directrice de publication

Going Global

**Transition from Plan to Market
in the World Economy**

MIT Press, Cambridge, Massachusetts,
1997, xiii + 507 pages, 63 \$ (toilé)



GOING GLOBAL est une collection d'articles découlant d'un projet parrainé par l'Institut mondial de recherche sur les aspects économiques du développement de l'Université des Nations Unies. L'ouvrage traite des répercussions internationales des changements survenus de 1990 à 1995 dans douze pays en transition ainsi qu'en Finlande et en Inde. La Finlande est choisie à cause de ses rapports étroits avec les anciennes économies planifiées, et l'Inde, à cause de la réduction graduelle de l'intervention massive de l'État dans l'économie. Les auteurs examinent les mesures d'ajustement des régimes de commerce et de change axées sur le marché qui ont été prises dans ces pays et évaluent les progrès de la

diversification des structures commerciales et de la promotion de l'investissement direct étranger.

Dans son introduction, M^{me} Desai propose un ensemble d'indicateurs pour comparer les succès des pays en transition dans leurs efforts d'ouverture à l'économie mondiale et pour répondre à cette question cruciale : l'accélération des réformes facilite-t-elle l'intégration des pays en transition à l'économie mondiale? Elle observe que des réformes rapides, lorsqu'elles s'accompagnent d'un changement complet de politique, semblent stimuler la croissance et la désinflation tout en favorisant l'intégration des pays qui les appliquent dans l'économie mondiale. Mais elles semblent, en revanche, avoir certaines répercussions négatives sur l'emploi à court terme. Tout bien pesé, des réformes rapides ne sont donc pas nécessairement meilleures que des réformes graduelles moins ambitieuses qui créent peu de difficultés à court terme et risquent donc moins de provoquer un retour en arrière. L'auteur conclut toutefois que, lorsque ce risque semble peu important et que les coûts à court terme sont jugés acceptables au plan social, il est souhaitable d'accélérer les réformes.

La section portant sur l'Europe centrale et orientale englobe la Hongrie, la Pologne et la République tchèque. Elle contient en outre une analyse particulièrement intéressante de la transition de l'Allemagne de l'Est. Jürgen von Hagen souligne le caractère unique de cette expérience et explique que l'ancienne République démocratique allemande a bénéficié non seulement d'importants transferts financiers, mais aussi de l'union administrative et juridique avec l'Allemagne de l'Ouest, d'une privatisation rapide et d'une assistance technique considérable, qui se sont traduits par une transition plus rapide que dans les autres pays. En même temps, son dispositif de protection sociale a réussi mieux qu'ailleurs à protéger les groupes vulnérables des conséquences les plus fâcheuses de la transition. M. von Hagen fait cependant valoir que le marché du travail est-allemand a été intégré à celui de l'Allemagne de l'Ouest au prix d'une destruction massive d'emplois.

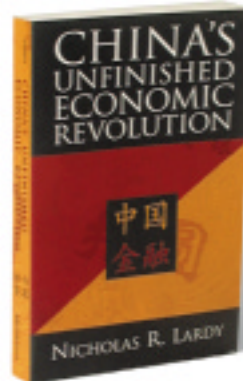
La section portant sur l'Europe du Nord englobe les États baltes et propose un intéressant tour d'horizon, par Urpo Kivikari, des problèmes auxquels la Finlande a dû faire face par suite de la transition engagée par ses voisins et du démantèlement du Conseil d'assistance économique mutuelle. Il décrit en particulier comment la Finlande a tiré parti des relations commerciales qui ont émergé de la nouvelle structure économique de l'Europe centrale et orientale, ainsi que de sa position stratégique entre les anciens États communistes et l'Occident.

La troisième section porte sur le Kazakhstan, l'Ouzbékistan et la Russie. L'étude sur le Kazakhstan, présentée par Heiner Flassbeck, Lutz Hoffmann et Ludger Lindlar, s'articule autour de la stabilisation macroéconomique, des réformes internes et de la mise en place d'un régime de commerce extérieur libéral, et brosse un tableau lucide des premières années de la transition. Les auteurs décrivent certaines des faiblesses des mesures de stabilisation mises en oeuvre en 1994 et soutiennent qu'un ensemble de mesures plus hétérodoxes aurait permis de limiter la baisse de production provoquée par le recours à des politiques financières restrictives pour lutter contre l'inflation d'inertie.

La section consacrée à l'Asie englobe la Chine, l'Inde et le Vietnam. Manmohan Agarwal décrit le développement de l'Inde depuis son accession à l'indépendance, évoquant le haut degré d'intervention de l'État et la décision de concentrer les investissements dans les industries de base, inspirée par l'expérience des premières années du régime soviétique. Il aborde ensuite les changements apportés à la politique de développement après la crise économique de 1991, en expliquant que l'économie indienne, tout en restant relativement fermée, n'en a pas moins adopté des mesures importantes pour s'intégrer dans l'économie mondiale.

Ce recueil d'articles offre un complément très lisible et utile aux rapports annuels sur la transition établis par la Banque européenne pour la reconstruction et le développement et aux autres études portant sur la phase initiale de la transition.

Eric Clifton



Nicholas R. Lardy

China's Unfinished Economic Revolution

Brookings Institution,
Washington, D.C., 1998,
xi + 304 pages, 44,95 \$ (toilé),
18,95 \$ (broché)

LA PERFORMANCE économique remarquable de la Chine depuis qu'elle a commencé, en 1978, à mettre en oeuvre des réformes axées sur le marché a suscité énormément d'intérêt. Nombre d'observateurs ont salué le gradualisme de la réforme économique chinoise comme un exemple à suivre par les autres pays en transition. D'autres, par contre, ont rappelé que ce pays, au moment d'entamer ses réformes, réunissait des conditions — y compris une économie largement agricole — propices à une telle stratégie, laissant entendre que d'autres économies en transition n'obtiendraient pas nécessairement des résultats comparables en empruntant la même voie.

Nicholas Lardy note que ce débat omet l'essentiel : le lourd tribut payé par la Chine pour obtenir les succès observés. Il relève trois tendances économiques interdépendantes — insoutenables selon lui — qui ont émergé en Chine au cours des deux dernières décennies, et soutient que le pays aura de sérieux défis à relever, à long terme, pour s'assurer d'une croissance forte et continue. Premièrement, les entreprises publiques doivent aujourd'hui beaucoup d'argent aux banques d'État. Deuxièmement, ces dernières ont accordé des prêts à un rythme accéléré aux entreprises publiques — dont beaucoup ne sont pas viables, entraînant une détérioration constante de la qualité de leur portefeuille de prêts. Troisièmement,

les recettes publiques par rapport à la production ont chuté, après les réformes, au tiers de leur niveau de 1978. En conséquence, le gouvernement a dû faire assumer aux entreprises d'État des obligations sociales excessives qui n'ont fait qu'affaiblir leur position financière et celle de leurs créanciers.

M. Lardy centre sa réflexion sur le système bancaire et financier pour montrer l'importance des défis que la Chine aura à relever, mais il consacre un chapitre entier à l'évolution du secteur des entreprises publiques après les réformes et aux faiblesses qui s'y sont fait jour. Les pertes des entreprises de ce secteur ont augmenté régulièrement au cours des vingt dernières années, tandis que les incitations fiscales aux entreprises non viables ont été réduites. Entre-temps, les entreprises d'État ont été grevées à l'excès par la masse salariale, l'emploi et autres responsabilités sociales, qui, avec la dilapidation de l'actif (transfert illégal des biens publics au secteur privé) et la réforme du système comptable et de la fiscalité, ont entraîné une détérioration de leurs indicateurs financiers. M. Lardy conclut que l'absence de changement fondamental dans la propriété et le gouvernement des entreprises est la cause profonde du déclin de la performance financière des entreprises d'État.

Les banques, qui ont prêté le gros de leurs fonds aux entreprises d'État, ont subi un sort comparable. M. Lardy décrit l'évolution du système bancaire chinois, notamment la mise sur pied et la transformation des institutions financières ainsi que la croissance du système financier et les tendances affichées par ce dernier en matière de prêts. Il propose ensuite une analyse détaillée de la force financière des banques et de l'ampleur de leurs prêts improductifs. Étant donné la rareté des informations financières portant sur les banques, l'exercice est à la fois louable et valable.

Selon l'auteur, la piètre santé financière des banques d'État est due à leur aptitude limitée à déterminer la valeur commerciale des projets ainsi qu'à l'héritage de deux décennies de prêts à des conditions non commerciales. Il soutient que, pour achever sa transition à l'économie de marché et jouir d'une croissance économique soutenue, la Chine devra renforcer son système bancaire et l'asseoir sur une base commerciale solide. Il suggère à cette fin un train de mesures, y compris la recapitalisation des banques, une concurrence accrue, la libéralisation des taux d'intérêt, le renforcement des normes prudentielles et de la surveillance, la rationalisation et la réduction de l'imposition des banques et une indépendance accrue de la banque centrale. Ces mesures doivent s'accompagner de réformes des entreprises d'État et des finances publiques, parmi lesquelles M. Lardy inclut le renforcement des lois sur les faillites visant à protéger les créanciers et la mobilisation de recettes fiscales supplémentaires pour financer la recapitalisation des banques et la réforme des entreprises.

Cet ouvrage explique en profondeur les relations entre les entreprises, les banques et la politique budgétaire pendant la transformation économique graduelle mais néanmoins remarquable de la Chine. Il offre en outre des disgressions intéressantes, comme une analyse du rôle des prêts consentis par les banques d'État dans la redistribution des ressources financières entre les diverses provinces chinoises. L'analyse exhaustive des problèmes du système bancaire chinois porte l'auteur à conclure que la Chine sera confrontée, à l'avenir, à

des défis de taille, sans minimiser pour autant l'importance des mesures adoptées récemment par les pouvoirs publics pour relever ces défis. Par contre, ses suggestions concernant les moyens de moderniser le système financier, malgré leur caractère exhaustif, ne s'appuient pas sur une analyse aussi approfondie du rythme optimal et du calendrier de mise en oeuvre. Cela étant dit, c'est à la Chine qu'il appartient d'écrire ce prochain chapitre.

Aasim M. Husain

Financial Markets and Development Conference



THE WORLD BANK GROUP
THE INTERNATIONAL MONETARY FUND
 AND
THE BROOKINGS INSTITUTION
 conference on

***Emerging Markets in the New Financial System:
 Managing Financial and Corporate Distress***

March 30 – April 1, 2000

Palisades, New York

The time is ripe for an annual forum to systematically monitor the development of financial markets in developing countries. This conference offers a unique setting to accomplish this goal, by bringing together stakeholders in financial systems in developing countries.

Southeast Asia, which is restructuring substantial corporate and financial debt, provides the backdrop for this year's conference. Participants will discuss this restructuring process, explore which type of efforts have worked best, and draw applicable lessons for the future.

Featured topics include:

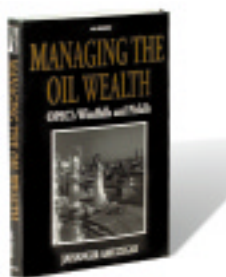
- ◆ Assessment of the Financial and Corporate Restructuring in Asia
- ◆ Private Capital Flows to Developing Countries: The Aftermath of the Crisis
- ◆ Post-Asian Crisis Perspectives on Private and Sovereign Risk Management

Contributors include Thomson BankWatch, JP Morgan, The World Bank and The International Monetary Fund.

View the results of last year's conference at:

<http://www.brookings.org/es/international/bi-wb/default.htm>

For further information, please contact Sarah Johnson at (202) 473-0266 or sjohnson4@worldbank.org.



Jahangir Amuzegar

Managing the Oil Wealth

OPEC's Windfalls and Pitfalls

I.B. Tauris, Londres et New York, 1999,
xiii + 266 pages, 35 £/65 \$ (toilé)

DANS CET OUVRAGE fort intéressant qui fait autorité, Jahangir Amuzegar écrit l'histoire soigneusement raisonnée, fondée sur une recherche approfondie et des données méticuleusement compilées, de 13 pays riches en pétrole : leurs aspirations et leurs projets économiques, leurs stratégies de rattrapage rapide des économies avancées d'Occident et, finalement, l'échec humiliant de leurs projets ambitieux visant à réduire leur dépendance vis-à-vis du pétrole et à poser les fondements d'une croissance économique durable. Ce livre devrait être lu par tous les étudiants d'économie politique.

Quand on voit tant de pays dilapider si rapidement autant de richesse, on peut se demander si ceux qui s'enrichissent trop rapidement ne sont pas voués au malheur. Cette question, qui intrigue les spécialistes depuis que la hausse spectaculaire des prix du pétrole de 1973-74 a entraîné le plus important transfert de richesse en temps de paix dans l'histoire de l'humanité, est le thème central de *Managing the Oil Wealth*. M. Amuzegar, ancien Ministre des finances de l'Iran, membre fondateur de l'Organisation des pays producteurs de pétrole (OPEP) et ancien Administrateur du FMI, est un spécialiste des questions financières internationales et de l'économie de l'Iran et des autres pays exportateurs de pétrole, et il est hautement qualifié pour répondre à cette question.

Dans son ouvrage qui couvre les vingt années allant de 1973-74 à 1994, il examine les stratégies économiques des pays exportateurs de pétrole et les résultats obtenus, et mesure les progrès accomplis à l'aune des objectifs fixés à l'origine et des normes internationalement reconnues d'évaluation des performances économiques. Les pays exportateurs de pétrole souhaitaient établir une base durable pour une économie post-pétrolière viable en échangeant leurs richesses naturelles contre du capital physique et humain sous forme, notamment, d'infrastructures, de systèmes d'irrigation et d'armes modernes, et d'une population beaucoup mieux éduquée, avec une espérance de vie plus longue.

Toutefois, leurs succès remarquables masquent en partie la réalité. Bien des projets entrepris par ces pays, vus comme des symboles du prestige national, ont été retenus sans faire l'objet d'une analyse préalable des coûts et des avantages et ont entraîné des dépassements de coûts considérables. Par ailleurs, les pays de l'OPEP ont créé de vastes systèmes d'aide sociale, voyant dans la prestation de services de santé et de services sociaux presque gratuits un moyen de partager la richesse tirée du pétrole. Pire encore, lorsque ces colossaux programmes de dépenses ont été élaborés, on a cru à tort que

les recettes tirées du pétrole continueraient d'augmenter. C'est ainsi qu'au lieu de devenir les banquiers du monde, ces pays ont rejoint les rangs des emprunteurs.

Propriétaires exclusifs des richesses pétrolières, les gouvernements de l'OPEP ont été en grande partie les artisans des revers de fortune de leurs pays : ils ont créé de nouvelles attentes et utilisé la politique budgétaire pour distribuer les apports de ressources à leurs populations. Les politiques monétaire et de change sont devenues des outils subordonnés. Cette stratégie a donné lieu dans tous les pays de l'OPEP, à un moment ou à un autre, à une situation où la découverte de ressources naturelles a créé une nouvelle industrie prospère qui a sapé la compétitivité internationale des industries traditionnelles. L'appréciation des monnaies nationales, combinée à une stratégie globale de promotion des industries de remplacement des importations, a découragé les exportations de produits autres que le pétrole, favorisé l'investissement dans des projets pour lesquels les pays ne jouissaient d'aucun avantage comparatif, et entraîné une grave distorsion des prix et une mauvaise répartition des ressources. Tous ces pays ont fini par enregistrer des déficits budgétaires et de la balance des paiements, une forte inflation et un taux élevé de chômage. Ironie de cette histoire, le revenu par habitant était inférieur en 1994 à ce qu'il avait été pendant la décennie précédant la hausse des prix du pétrole de 1973-74.

M. Amuzegar décrit et teste diverses théories structurelles et néoclassiques pour trouver une explication à ce déraillement. Ni ces théories ni les différences entre les systèmes économiques ou politiques en vigueur dans ces pays ne semblent pouvoir expliquer leurs performances économiques globales ou relatives. Concluant que le succès d'un pays peut être attribuable à une combinaison de facteurs, l'auteur en nomme dix qui devraient selon lui assurer durablement des performances économiques satisfaisantes : une population ou une croissance démographique relativement faibles, un taux d'investissement relativement élevé dans le capital physique et humain, une faible consommation publique, des distorsions minimales des salaires et des prix, un ajustement précoce et adéquat pour atténuer l'impact des hauts et des bas du secteur pétrolier, un climat favorable sur le plan culturel et dans les entreprises, un marché intérieur suffisamment grand, la disponibilité de ressources autres que le pétrole, une répartition relativement équitable du revenu et une administration publique efficace. Cela fait beaucoup à la fois, et l'auteur conclut qu'aucun des pays de l'OPEP n'a réussi à conjuguer tous ces facteurs selon le bon dosage.

Hassanali Mehran

Couverture : Dale Glasgow.

Illustrations : Dale Glasgow, table des matières, pages 2, 3, 4, 5, 6, 9, 11, 13, 14, 16 et 18; Massoud Etemadi : table des matières, pages 24 et 48; Michelle Lana, page 28.

Photographies : FMI, Unité photographie, pages 2 et 3, photos des auteurs et des livres; Banque mondiale, page 40; Uniphoto, pages 52 et 56.