

Paul Krugman

The Return of Depression Economics

Norton, New York, 1999, xiv + 176 pages, 23,95 \$ (toilé)

DE LECTURE facile, ce petit ouvrage est plus destiné aux profanes qu'aux économistes de métier. Il présente sans jargonner quelques-uns des thèmes très polémiques de l'actualité économique, notamment les origines des crises mexicaine, asiatique et brésilienne, les raisons de la stagnation japonaise et les effets de la mondialisation.

Le livre a été écrit alors que les turbulences financières et l'atonie de l'activité économique en Asie semblaient en passe d'affaiblir l'économie mondiale. Pour Paul Krugman, les politiques économiques adoptées par les gouvernements de l'époque pour y remédier étaient très malavisées, comme cela avait été le cas dans les années 30, lorsque l'action des banques centrales et des pouvoirs publics avait contribué à précipiter la crise. Il maintient que le relèvement des taux d'intérêt dans le sillage des crises monétaires mexicaine, asiatique et brésilienne était une erreur, que le Japon devrait délibérément fabriquer de l'inflation pour mettre fin à la stagnation et que les pays des marchés émergents seraient bien avisés d'instaurer des contrôles des capitaux pour se protéger contre les revirements des investisseurs internationaux. Selon Krugman, les problèmes rencontrés par l'économie mondiale seraient donc comparables à ceux des années 30, et nous pouvons appliquer maintenant les leçons du passé, d'où le terme d'«économie de la dépression».

Bien que le livre n'ait rien perdu de son intérêt et de sa pertinence, la situation dans les pays frappés par la crise

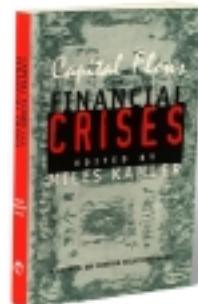
asiatique s'est sensiblement améliorée depuis qu'il a été écrit. Avec le retour de la confiance, les taux d'intérêt ont pu amorcer une décrue et les taux de change s'apprécier. Les perspectives de croissance se sont nettement améliorées dans certains de ces pays, de même qu'au Brésil, où la dépréciation initiale a été suivie d'un raffermissement du real. Face à cette évolution, il est plus difficile de plaider que les mesures de restauration de la confiance étaient une erreur et que le monde risque de rebasculer comme en 1929. De fait, l'un des objectifs des mesures prises dans les années 30 était d'arriver à l'autarcie financière. Instaurer maintenant des contrôles des capitaux constituerait un retour en arrière et se révélerait sûrement vain dans l'environnement actuel; en effet, il est devenu beaucoup plus facile aux investisseurs de jouer sur les différentes monnaies en utilisant des instruments financiers novateurs et en exploitant la disponibilité immédiate de l'information.

L'ouvrage est toutefois convaincant quand il montre que les crises des années 90 n'ont pas touché exclusivement des économies en difficulté dont les politiques étaient déficientes. Krugman explique comment les investisseurs internationaux, qui se fondent quelquefois sur des informations limitées, ont accentué la volatilité et ont sanctionné indistinctement les pays des marchés émergents en retirant leurs capitaux. Le contrôle public et les obligations de déclaration de certaines institutions financières — et notamment, mais pas uniquement, des fonds spéculatifs — se sont avérés tout bonnement inappropriés. Les dirigeants des pays émergents ont encore aggravé le problème en fournissant des renseignements inadéquats et contradictoires sur leurs actions, en encourageant de manière perverse l'entrée des capitaux (garanties officielles, découragement de l'investissement direct) et en empruntant à court terme, s'exposant du coup à la versatilité des investisseurs. Les pouvoirs publics ont voulu améliorer le fonctionnement des marchés internationaux des capitaux au lieu de suivre l'idée de Krugman qui consistait à tenter d'isoler les économies émergentes de ces marchés. En conséquence, le système financier international est réformé en vue d'accroître la

transparence et la disponibilité des données, d'améliorer le contrôle des institutions financières dans les pays en développement et les pays plus avancés, et d'introduire des politiques d'emprunt internationales prudentes.

Bien qu'il faille éviter de verser dans une «exubérance irrationnelle» ou dans la sinistre, il est à espérer que les efforts actuels visant à un meilleur fonctionnement du système permettront de ne pas renouer avec une économie de crise. Certes, la crainte du pire ne débouche pas toujours sur des politiques plus efficaces, mais Krugman, fidèle à lui-même, agit comme un antidote stimulant à la pensée économique unique et à l'inertie.

Paul R. Masson



Miles Kahler (Directeur de publication)

Capital Flows and Financial Crises

Cornell University Press, Ithaca, New York, 1998, xi + 268 pages, 49,95 \$ (toilé) 19,95 \$ (broché)

LA CRISE qui a secoué les marchés émergents en été 1997 a propulsé la question des apports de capitaux à ces marchés — et de l'alternance d'expansion et de récession qui les accompagne — au centre des débats de politique économique. Dans *Capital Flows and Financial Crises*, les auteurs font le bilan des apports de capitaux privés aux marchés émergents, évaluent les mesures prises par les gouvernements face aux problèmes liés aux flux internationaux et proposent des solutions pour faire la part des risques et des avantages de l'intégration financière.

Outre les crises antérieures, les auteurs examinent le cas de la Thaïlande et, dans une certaine mesure, celui de la

Corée, mais ils n'abordent ni le défaut de paiement de la Russie en août 1998, ni la dévaluation de la monnaie brésilienne en janvier 1999. La manière de voir les crises a évolué depuis le milieu de 1997, mais Kahler, dans son excellent tour d'horizon de la question, synthétise avec perspicacité les points de vue des auteurs participants.

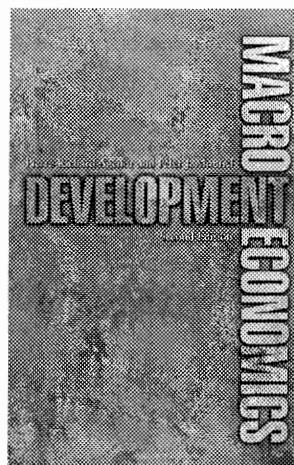
Dans leur chapitre intitulé «*Contending with Capital Flows: What Is Different About the 1990s?*», Barry Eichengreen et Albert Fishlow notent que le siècle qui s'achève a été caractérisé par l'alternance de prêts étrangers massifs et de crises d'endettement, avec trois graves crises de la dette internationale dans les années 30, 80 et 90. Ces trois crises se sont principalement distinguées par le mode de financement utilisé et les mesures adoptées pour y remédier. Les auteurs soulignent que les apports de capitaux étrangers ont principalement revêtu la forme d'obligations dans les années 20, d'emprunts publics auprès des banques dans les années 70 et d'émission d'actions au début des années 90. Les moyens mis en oeuvre par les débiteurs en réaction aux crises sont allés du remplacement des importations au cours des années 30 (à cause de l'effondrement des marchés d'exportation) à des mesures budgétaires dans les années 80 et à des ajustements monétaires au cours des années 90, les crises ayant été en grande partie le fait du secteur privé pendant cette dernière période. Les récentes

crises en Russie et au Brésil contredisent certaines de ces observations et se rapprochent peut-être davantage de la situation des années 80.

Dans un chapitre sur l'action des gouvernements, Sylvia Maxfield analyse de manière fort perspicace le processus de prise de décision des investisseurs et explique comment la composition des investisseurs influe sur les options qui s'offrent aux responsables de la politique économique. Elle relève que les flux de capitaux vers les marchés émergents sont généralement insensibles aux informations sur les changements de politique économique des pays bénéficiaires et à leurs perspectives de stabilité économique, mais tiennent plutôt compte des différences de rendement. Autrement dit, les facteurs qui poussent les pays industrialisés à exporter les capitaux l'emportent sur l'attraction exercée par les pays hôtes. L'auteur note que les fonds d'arbitrage — dont l'horizon temporel est court, mais qui sont plus sensibles aux fondamentaux du pays hôte que les fonds communs de placement, et qui privilégient les prix plus que le rendement, et le gain en capital plutôt que l'accumulation des intérêts et des dividendes — cherchent à différencier les fondamentaux de la vigueur du marché. Le comportement des banques est en grande partie dicté par les conditions de liquidité globale qui alimentent l'expansion du crédit, comme ce fut le cas en Asie au cours

des années 90. Une crise ou un resserrement de la liquidité globale entraînent le retrait des capitaux sous forme de prêts bancaires, mais cette mesure n'a que rarement ou jamais un rôle disciplinaire. Les résultats empiriques présentés par Sylvia Maxfield montrent bien l'importance prédominante des facteurs qui poussent à exporter des capitaux, caractérisés par une préférence pour le rendement, et les seules variables de politique économique pertinentes semblent être les taux de change et d'intérêt. L'auteur fait observer que les fonds communs de placement sont les principaux responsables de l'instabilité des entrées de capitaux et réagissent le moins à de bonnes politiques intérieures, et qu'une augmentation de l'investissement par les compagnies d'assurances et par les fonds de pension pourrait accroître la stabilité des flux.

L'action publique internationale a pour objectif d'éviter les crises financières ou de les atténuer lorsqu'elles surviennent. Jeffrey Sachs examine différents moyens d'y faire face, laissant entendre que certains facteurs autres que de mauvaises politiques intérieures jouent un rôle disproportionné dans les crises des marchés émergents. Il souligne que l'arrimage du taux de change à une monnaie de référence augmente le risque de crise financière et ne devrait être utilisé que rarement. Ce point de vue est défendable dans certains cas, mais lorsque l'auteur soutient qu'il est



Development Macroeconomics

Second Edition

Pierre-Richard Agénor and Peter J. Montiel

Development Macroeconomics was hailed on its publication in 1996 for providing a clear, rigorous, and long-needed synthesis of recent work in the field. This revised edition brings that achievement up to date. Here Pierre-Richard Agénor and Peter Montiel review and assess the burgeoning research done in the past two decades, paying special attention in this new edition to issues that have recently gained in importance among developing countries, such as the interaction between macroeconomic policies and long-term growth, the political economy of macroeconomic reform, the management of capital inflows, and currency crises.

This is a crucial book for anyone who wants to understand this rapidly changing field.
Cloth \$65.00 ISBN 0-691-00677-6

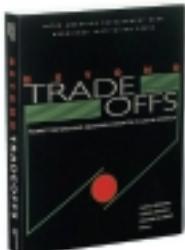
Princeton University Press

FROM BOOKSELLERS OR PHONE (1-243) 779777 U.K.
(800) 777-4726 U.S. • WWW.PUP.PRINCETON.EDU

plus facile de réagir aux paniques qui s'autoréalisent avec un régime de taux de change flottant, ses exemples sont moins bien choisis et ses arguments moins convaincants. Il insiste sur l'importance d'un cadre international de gestion des faillites semblable au système en place aux États-Unis pour la gestion des faillites des entreprises, thème auquel son nom a déjà été largement associé.

D'autres chapitres examinent différents moyens de gérer les entrées de capitaux et les problèmes qu'elles soulèvent, ainsi que la configuration des flux de capitaux en provenance d'Amérique latine, d'Asie et d'Europe de l'Est. Étant donné que la récente dynamique des marchés a été très étroitement liée à certains aspects des marchés des capitaux, comme les pratiques internes de gestion du risque des banques, l'ouvrage aurait eu avantage à aborder le problème des crises financières sous l'angle des marchés des capitaux. Malgré son approche essentiellement macroéconomique, il constitue néanmoins une source précieuse de données théoriques et factuelles pour quiconque cherche à mieux comprendre les flux internationaux de capitaux.

Subir Lall



Nancy Birdsall, Carol Graham et Richard H. Sabot
(Directeurs de publication)

Beyond Tradeoffs

Market Reform and Equitable Growth in Latin America

Brookings Institution Press et Banque interaméricaine de développement, Washington, 1998, v + 367 pages, 22,95 \$ (broché)

ES ÉCONOMISTES sont de plus en plus nombreux à contester cet article de foi de la science économique : l'arbitrage nécessaire entre équité et effi-

cience. Confrontés à ce dilemme, on imaginait les décideurs politiques tiraillés entre les exigences de croissance et d'efficience et une répartition plus équitable des revenus. Les nouveaux travaux prouvent pourtant que des politiques bien pensées peuvent à la fois stimuler la croissance et améliorer la répartition des revenus.

Beyond Tradeoffs, où sont réunis les essais de quelques-uns des plus éminents spécialistes latino-américains de ce problème, est une contribution majeure à ce nouveau front de recherche. De plus, les articles qui composent l'ouvrage explorent des domaines (agriculture et alimentation en eau, par exemple) souvent ignorés par les généralistes, tout en livrant une étude de fond sur la mise en œuvre des politiques qui font progresser l'équité. Cette lecture est donc recommandée à tous ceux qui souhaitent se familiariser avec ces questions.

L'un des points forts du livre est sa construction. Les premiers chapitres, plus généraux, examinent la relation entre croissance économique et équité. Ils sont suivis de divers essais abordant le sujet sous l'angle sectoriel, puis d'un chapitre de conclusion sur l'économie politique des réformes institutionnelles. L'un des essais généraux les plus originaux est signé par Michael Gavin et Ricardo Hausmann. On y trouve une analyse des liens entre volatilité économique et inégalités des revenus. Une autre qualité de l'ouvrage est de présenter des exemples de réformes qui ont permis des progrès simultanés de l'équité et de l'efficience. Les réformateurs désireux de s'inspirer d'expériences réussies en tireront de précieux enseignements.

Mais la lecture de *Beyond Tradeoffs* est surtout intéressante parce que ses auteurs ne craignent pas les conclusions provocantes. C'est ainsi que Birdsall, Graham et Sabot proposent une évaluation optimiste de l'avenir des réformes conduites en Amérique latine pour accroître l'équité, citant, entre autres, les effets positifs de la mobilisation politique des pauvres. Si je partage dans une certaine mesure cet optimisme, je n'en ai pas moins été frappé par le fait que les preuves produites pourraient tout aussi bien servir une argumentation moins réjouissante. Un des apports ma-

jeurs de ce livre — dont je regrette qu'il n'ait pas été davantage mis en valeur dans le chapitre d'introduction — est la démonstration que les politiques pouvant apparaître comme favorables aux pauvres sont contre-productives (politiques macroéconomiques excessivement expansionnistes, législation du travail restrictive, maintien en l'état des systèmes de retraite par répartition, subventions généralisées, etc.).

Malheureusement, l'état actuel du débat politique dans certains pays d'Amérique latine montre que les leçons du passé n'ont pas été parfaitement assimilées.

L'examen des questions sectorielles dans les différents chapitres (éducation, santé, marché du travail, secteur financier, retraites) nous conforte dans l'idée que la mise en œuvre concrète des réformes favorisant l'équité a été difficile et que certains écueils majeurs subsistent. L'excellent essai de Nancy Birdsall et Juan Luis Londoño sur la réforme de l'éducation et de la santé frappera les lecteurs par la rareté des exemples de réformes ayant amélioré l'équité alors même que leur effet positif sur la croissance est largement admis. S'agissant des marchés du travail, René Corzázar, Nora Lustig et Richard Sabot font remarquer la lenteur des réformes et la «timidité» de beaucoup de projets. Au sujet de l'agriculture, Michael R. Carter et Jonathan Coles notent qu'en raison des nombreuses imperfections fondamentales du marché, il ne suffit pas de supprimer les subventions et autres distorsions pour assurer une croissance agricole garante de plus d'équité.

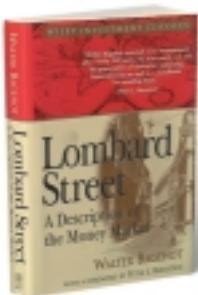
En résumé, ce livre sera utile à ceux qu'intéressent les rapports entre action publique et équité, que ce soit en Amérique latine ou, plus généralement, dans les pays en développement.

Benedict Clements

Couverture : États-Unis, National Aeronautics and Space Administration (NASA).

Illustrations : Massoud Etemadi, table des matières, pages 11 et 19; Dale Glasgow, table des matières, pages 34 et 43.

Photographies : NASA, table des matières et page 6; Meinen, page 14; Denio Zara, page 15; Banque mondiale, pages 22, 26, 30, 31 et 32; FMI (Unité Photo), photos des auteurs; Pedro Márquez, livres.



Walter Bagehot

Lombard Street

A Description of the Money Market

Wiley, New York, 1999, x + 359 pages,
34,95 \$ (toilé), 19,95 \$ (broché)

EN L'AN de grâce 1688, le père du poète Alexander Pope se retira du négoce du lin à Londres. Il alla s'installer à Binfield, dans la forêt de Windsor, emportant un coffre rempli de pièces d'or qui lui permirent de subvenir à ses besoins jusqu'à la fin de sa vie. Ce plan de retraite individuel n'était pas du goût de Bagehot. C'était très bien qu'une personne se retire, mais inadmissible que l'argent sombre dans l'oisiveté. Au début du règne de Guillaume III, des monceaux d'or et d'argent s'entassaient dans les tiroirs secrets et derrière les lambris, attendant l'occasion d'être investis dans la «structure inculte et vulgaire du commerce anglais». Cette occasion ne vint que plus tard, quand Lombard Street (la rue des banquiers à Londres) devint le grand entremetteur des créanciers et des emprunteurs et gestionnaire de fonds, car «l'argent ne se gère pas tout seul».

John Wiley and Sons a pris l'heureuse initiative de rééditer, dans sa collection classique (avec une belle typographie à l'ancienne), l'ouvrage de Walter Bagehot *Lombard Street: A Description of the Money Market* (copyright 1873). Bagehot (1826-77) a été décrit comme l'homme universel par excellence de l'Angleterre victorienne et le journaliste le plus influent de son époque. Lauréat de University College de Londres, il fit une carrière dans la banque tout en établissant sa réputation d'auteur

d'essais littéraires. Pendant 17 ans, il fut rédacteur en chef et journaliste principal de *l'Economist*, fondé en 1843 par son beau-père, James Wilson. Sa profonde compréhension du monde de la finance et sa faculté de l'expliquer lui valurent d'être surnommé par Gladstone «Chancelier de l'Échiquier à vie».

Lombard Street, compilation d'articles qui parurent dans *l'Economist*, se présente comme un pamphlet en faveur de la détention de réserves plus abondantes par la Banque d'Angleterre et de l'octroi de larges prêts pour gérer les crises financières. Bagehot fut l'inventeur de la gestion des crises et l'avocat de la fonction de prêteur en dernier ressort. «Une panique», expliquait-il, «est comparable à une névralgie, et couper les vivres serait contraire aux règles de la science. Les détenteurs de monnaie doivent être prêts ... à délier largement leur bourse pour couvrir les obligations des autres.»

Mais cet ouvrage transcende le pamphlet dans sa description du mécanisme de l'«emprunt constant et chronique» du marché monétaire et de la théorie des banques centrales et du contrôle des changes. L'analyse de la position et de l'administration de la Banque d'Angleterre, fruit d'une observation directe et constante, est une mine d'informations. Le chapitre sur l'Échiquier et le marché monétaire, qui donne une première analyse de la relation de la politique budgétaire à la politique monétaire, gratifie le chancelier d'une bonne dose de conseils sur la manière dont il doit mener ses affaires. Le discours n'a rien perdu de sa verve ni de sa pertinence.

D'autres passages ont pris quelques rides, avec des controverses dépassées et des idées depuis longtemps reçues. Pourquoi donc lire cet ouvrage vieux de 127 ans? La réponse est simple: pour le plaisir. Bagehot est un brillant écrivain. Le choix du titre, *Lombard Street*, plutôt qu'une abstraction du style «Le marché monétaire», marque son désir de traiter dans le réel: «D'aucuns disent que le marché monétaire est une chose si impalpable qu'on ne peut en parler qu'en termes très abstraits, et donc

que les livres qui en traitent ne peuvent être qu'extrêmement compliqués. Mais je soutiens que le marché monétaire est aussi concret et aussi réel qu'autre chose, qu'on peut le décrire en termes aussi simples et que c'est la faute de l'auteur si ce qu'il dit n'est pas clair.» Et la lecture de Bagehot, plein d'anecdotes et d'humour, est un vrai plaisir — la science sans les larmes. «Jamais livre n'a été écrit avec moins de considération pour le candidat studieux», écrivait Keynes en 1915 dans une analyse perspicace des travaux de Bagehot, «... il n'est pas nécessaire d'y comprendre grand-chose pour s'en délecter.»

Mais Bagehot rend les choses faciles à comprendre et à apprécier. Le psychologue se révèle au meilleur de son art à travers les hommes d'affaires, financiers et politiciens authentiques qu'il campe à la Banque d'Angleterre, à l'Échiquier, dans les maisons d'escompte à la Dickens et les allées de Lombard Street. À lire (ou relire) absolument.

David D. Driscoll

ADDENDUM

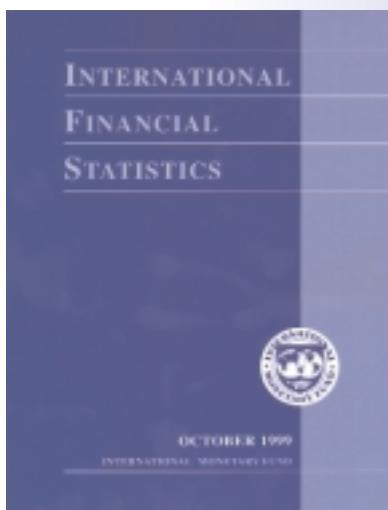
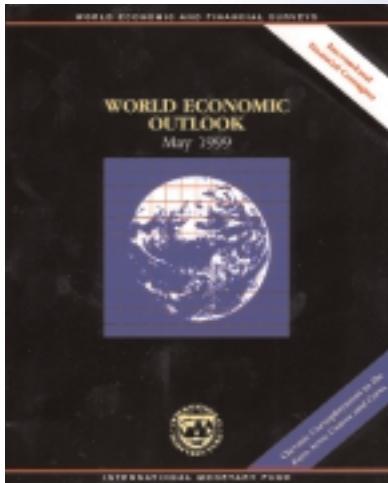
Faute de place, les ouvrages suivants n'ont pas pu être inclus dans les «Lectures recommandées» pour l'article de Dale F. Gray et Mark R. Stone «Bilans des sociétés et politique macroéconomique», page 59 de notre numéro de septembre 1999 :

Stijn Claessens, Simeon Djankov et Giovanni Ferri, «Corporate Distress in East Asia: Assessing the Impact of Interest and Exchange Rate Shocks», Emerging Markets Quarterly, volume 3 (été 1999).

Stijn Claessens, Simeon Djankov et Larry Lang, «Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia's Financial Crisis», document de travail n° 2017 consacré à la recherche sur les politiques de la Banque mondiale (novembre 1998).



Les instruments des professionnels



Perspectives de l'économie mondiale

L'évaluation la plus exhaustive des évolutions de l'économie mondiale, organisée en chapitres distincts pour les pays industrialisés, les pays en développement, les économies en transition, etc. Deux éditions par an (en anglais, arabe, espagnol et français).

Statistiques financières internationales

La source par excellence de statistiques nationales et internationales sur les taux de change, la liquidité, la monnaie et la banque, les taux d'intérêt, les prix, les salaires, la production, l'emploi, les comptes nationaux, etc. Parution mensuelle (en anglais, espagnol et français).

Vous recherchez des données monétaires, financières, budgétaires ou commerciales fiables. Les publications du FMI vous donnent accès à une mine de données et d'analyses économiques ... des informations exhaustives qui vous permettront d'évaluer les évolutions économiques et financières et de mieux préparer l'avenir.

Les *Perspectives de l'économie mondiale*, les *Statistiques financières internationales* et le

catalogue gratuit des quelque 1.500 publications et services télématiques de diffusion de données que propose le FMI peuvent être commandés par téléphone au **(202) 623-7430**. Commandes et demandes de renseignements peuvent être adressées par télécopie au **(202) 623-7201** ou par courrier virtuel à **publications@imf.org**. Le catalogue et les renseignements relatifs à la passation de commandes sont également consultables sur le site Internet des publications du FMI : <http://www.imf.org/publications>.

International Monetary Fund

Publication Services • 700 19th Street, N.W. • Washington, DC 20431 (U.S.A.)

GENAD99