



Robert Solomon

Money on the Move

The Revolution in International Finance Since 1980

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1999, xiii + 210 p., 29,95 \$ (toilé)

EN TANT QUE Directeur de la Division Finance internationale du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, puis économiste au Conseil économique de la Présidence des États-Unis et professeur invité à la Brookings Institution, Robert Solomon s'est trouvé au cœur du débat sur la politique monétaire internationale et de son application pendant quatre décennies. *Money on the Move* est la suite lucide et captivante de *The International Monetary System, 1945-81* (New York, Harper & Row, 1977, rev. 1982).

L'ouvrage de Solomon est éminemment accessible au profane sans sacrifier la rigueur intellectuelle, ce qui en fait une lecture passionnante tant pour les décideurs que pour les économistes. Tout en donnant la rétrospective peut-être la plus lisible du système monétaire international au cours des deux dernières décennies, il n'a pas le côté «accrocheur» d'autres ouvrages économiques destinés au grand public, comme celui de Paul Krugman, *The Age of Diminished Expectations*. Faisant souvent référence aux personnalités qui ont participé aux décisions, l'auteur incorpore des anecdotes éclairantes, rappelle la situation politique et présente une abondante bibliographie avec des ouvrages aussi bien techniques que non techniques. Solomon traite les questions de politique internationale de façon très

vivante en toute impartialité et sans ignorer les enseignements de la théorie économique. Il reconnaît d'ailleurs l'inexactitude de certaines de ses prévisions antérieures.

Dans le premier chapitre, qui traite de l'affermissement du dollar avant l'accord du Plaza de 1985 et de son déclin ultérieur, l'auteur décrit la situation économique des grands pays industrialisés avec leurs changements de gouvernement et de doctrine économique, en s'arrêtant en particulier sur le cas des États-Unis et du Royaume-Uni. Expliquant la montée du dollar alors que le déficit extérieur courant des États-Unis se creusait au cours de la première moitié des années 80, et mettant en parallèle la dépréciation actuelle de l'euro, Solomon rappelle que les fortes fluctuations du taux de change restent un phénomène difficile à comprendre pour les économistes, théoriciens ou praticiens.

Solomon nous guide ensuite dans les méandres de la crise de la dette des pays en développement dans les années 80, mettant en gros plan les diverses initiatives prises pour la résoudre. Le chapitre en question rappelle la longue histoire de ce qui est perçu comme un aléa moral (les investisseurs sont encouragés à prendre des risques, car ils voient dans des mesures telles que des assurances ou subventions publiques la garantie qu'ils peuvent tirer profit de leurs investissements risqués tout en étant protégés contre les pertes éventuelles) et de la participation du secteur privé à la résolution des crises d'endettement des pays en développement, ainsi que les effets à long terme que les initiatives officielles ont eues sur la structure des flux financiers dans les années 90.

L'auteur retrace en détail l'histoire de l'Union économique et monétaire (UEM) européenne depuis le Plan Marshall jusqu'à la création de la monnaie commune. Il nous livre ses réflexions sur la controverse économique suscitée par la convergence, ainsi que sur le fonctionnement des banques centrales et la nature des marchés financiers, autant de questions pratiques associées à l'exécution des politiques, même dans les économies avancées. Il s'interroge aussi sur les pressions à long terme sur l'euro et

sur l'avenir des relations du FMI avec les pays membres de l'UEM. Ce chapitre est à lire pour qui veut un exposé bref mais complet de l'histoire monétaire européenne.

Le chapitre sur la mobilité des capitaux dans les années 90 analyse la croissance des flux de capitaux par-delà les frontières des pays tant industrialisés qu'en développement, ainsi que la prolifération des instruments et dérivés financiers qui ont accompagné ces flux. Se démarquant avec bonheur de certains théoriciens qui ne traitent pas avec aisance la complexité croissante des marchés financiers et leur interaction avec les éléments macroéconomiques, Solomon en fait la synthèse dans un discours convaincant sur les répercussions de cette évolution sur les flux de capitaux, les taux de change et les crises des marchés émergents dans les années 90.

Enfin, Solomon se penche sur l'avenir du système monétaire international et le rôle du FMI dans ce système. En reliant les principaux développements des vingt dernières années et les grandes questions de politique économique restant à résoudre, il évalue des propositions vivement débattues, qui vont des régimes de change à la taxe Tobin (projet de taxe uniforme que tous les pays prélèveraient sur les opérations de change en vue d'empêcher la mise à profit des fluctuations à court terme des «capitaux fébriles»). Il envisage pour conclure l'avenir d'un système monétaire qui s'articulerait autour des trois grandes zones dollar, euro et yen. Passionnant jusqu'à la fin, ce livre est un ouvrage de référence vivement recommandé à tous les économistes s'intéressant aux relations monétaires et économiques internationales.

Subir Lall

Couverture : Rob Wood.

Illustrations : Rob Wood, table des matières; Michael Gibbs, p. 2; Massoud Etemadi, p. 6, 29 et 34; Lena Chesak, p. 18, 22 et 42.

Photographies : Pector, Inc., p. 10 et 50; H. Salgado et Mitch Hsieh, p. 23; Empresa Editora El Comercio S.A. (Lima, Pérou), p. 32; Padraic Hughes, p. IV; Michael Spilotro, photos des auteurs; Pedro Márquez, photos des livres.



Andrés Solimano, Eduardo Aninat, and Nancy Birdsall (editors)

Distributive Justice and Economic Development

The Case of Chile and Developing Countries

University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan, 2000, x + 206 p., 49,50 \$ (toilé)

«**L**E TOUT est d'être là où il faut quand il faut.» Étant donné l'attention considérable consacrée au problème de la pauvreté, cet ouvrage arrive à point nommé pour alimenter le débat sur les politiques les plus aptes à réduire la pauvreté et l'inégalité des revenus. Il est centré sur l'expérience du Chili dans les années 90 pour deux grandes raisons. Premièrement, le Chili fait généralement figure de pionnier dans ses efforts visant à conjuguer des réformes axées sur le marché avec une politique de progrès social. Aussi était-il opportun de chercher rétrospectivement à savoir s'il a réussi à réduire les taux de pauvreté et à produire une distribution du revenu et de la richesse acceptable du point de vue social. Deuxièmement, bien que, comme une grande partie de l'Amérique latine, le Chili soit un pays à revenu intermédiaire, il n'en est pas moins caractérisé par des taux élevés de pauvreté et une répartition inégale du revenu. Par ailleurs, ce livre offre une perspective originale qui conjugue les contributions d'éminents universitaires, spécialistes du développement économique, à celles d'importants ministres chiliens et de chercheurs qui ont participé à l'élaboration et à l'application de la politique sociale dans les années 90.

Les divers articles sont centrés sur deux grands thèmes. Le premier est la relation entre croissance et stabilité macroéconomique et entre pauvreté et distribution du revenu. Ces questions ont déjà fait l'objet d'études solidement documentées, mais le passage du temps donne lieu de les affiner et de les compléter par des analyses empiriques plus pertinentes. Le deuxième thème est l'influence que certaines politiques sectorielles — touchant au marché du travail, à l'éducation et à d'autres dossiers sociaux — peuvent avoir sur l'égalité de l'accès aux actifs producteurs de richesse (comme la terre et l'éducation) et leurs effets connexes sur les taux de pauvreté et la distribution du revenu.

On peut présenter brièvement les principales conclusions. Premièrement, les articles de Michael Bruno (le dernier avant son décès), Martin Ravallion, Lyn Squire et Lance Taylor donnent à penser qu'il n'y a pas d'arbitrage à faire entre des politiques de stimulation de la croissance et la lutte contre la pauvreté : la croissance en soi réduit la pauvreté et il n'y a pas de preuve qu'elle a des effets négatifs sur la distribution du revenu. Ces auteurs décrivent les raisons de mettre en question, voire d'écarter, la théorie traditionnelle selon laquelle une distribution inégale est indispensable à la croissance. En fait, une conclusion importante est que plus l'inégalité des actifs est grande, moins la croissance profite aux pauvres. Deuxièmement, les auteurs soulignent l'import-

tance de la stabilité budgétaire et financière tant pour la croissance que pour la réduction de la pauvreté.

Troisièmement, des politiques sociales ambitieuses destinées à donner aux pauvres des zones urbaines et rurales le même accès à l'instruction, au crédit, à la terre, aux soins de santé et à d'autres actifs productifs sont un élément clé du dosage souhaitable des mesures de réduction de la pauvreté. La réforme de l'éducation au Chili est considérée comme une expérience importante dans la recherche de l'efficacité et d'une juste répartition des richesses au moyen d'un meilleur système d'éducation. Les dispositifs de sécurité sociale, les subventions ciblées et une alimentation adéquate sont jugés comme étant également importants, non seulement pour protéger les pauvres et leur offrir des conditions qui leur permettent de profiter des possibilités de création d'actifs, mais aussi parce que ces mécanismes aident à assurer la stabilité politique et sociale en période de crise économique. Un article de Vito Tanzi souligne qu'en optant pour des politiques de progrès social, l'État doit veiller à empêcher les classes à revenus moyen et supérieur d'en accaparer les bienfaits, comme cela arrive trop souvent dans les pays en développement.

Enfin, plusieurs articles soulignent l'importance du maintien de l'équilibre entre la réalisation des objectifs sociaux et le respect des réalités macroéconomiques et politiques. Cette position corrobore deux principes qui sous-tendent l'orientation actuelle des stratégies de réduction de la pauvreté dans le contexte de l'initiative du FMI et de la Banque mondiale en faveur des pays pauvres très endettés — à savoir qu'une situation budgétaire saine est essentielle à la stabilité macroéconomique et que les politiques sociales doivent «appartenir en propre» à leurs principaux bénéficiaires et avoir l'appui de leurs organisations et représentants politiques.

Le Chili a accompli des progrès appréciables, en particulier dans la réduction des taux de pauvreté. Il s'est avéré plus difficile de réduire les inégalités dans la répartition des richesses, et ce livre qui invite à la réflexion laisse entrevoir ce défi important comme «un objectif à atteindre au XXI^e siècle».

Peter S. Heller



Ruth de Krivoy

Collapse

The Venezuelan Banking Crisis of '94

Group of Thirty, Washington, 2000, [xv] + 281 p., 40 \$ (broché)

CET OUVRAGE se distingue à plus d'un titre de ceux des nombreux auteurs qui ont étudié les causes, les conséquences et les indicateurs avancés des crises bancaires. Il présente un compte rendu détaillé, par l'un des principaux acteurs, des événements qui ont précédé et suivi l'une des pires crises bancaires qui aient secoué l'Amérique latine. Étude de cas intéressante relevant de l'économie politique, elle s'adresse à un vaste public et apporte d'importants éléments de preuve sur

les facteurs qui contribuent aux crises bancaires en général et ceux qui ont joué au Venezuela en particulier. Elle décrit les conséquences de politiques macroéconomiques inappropriées, d'institutions déficientes et de cadres réglementaires inefficaces quand elles se conjuguent à la malchance et au manque de volonté politique de prendre quand il le faut les mesures nécessaires.

Ruth de Krivoy était Présidente de la Banque centrale du Venezuela au plus fort de la crise qui a éclaté au début de 1994. Au début des années 70, elle avait été Vice-Présidente chargée de la recherche à la banque centrale, où elle avait activement contribué à renforcer la recherche économique en tant qu'outil essentiel à l'appui de la politique monétaire. Après avoir quitté la banque centrale, elle a continué à s'intéresser de près au secteur financier en tant que consultante. En 1992, deux mois après une tentative de coup d'État, elle devenait Présidente de la banque centrale. Avec sa vaste expérience et sa foi dans l'indépendance de la banque centrale, elle semblait naturellement destinée pour ce poste. Elle en a démissionné en avril 1994, mais a continué à travailler activement sur les questions relatives au secteur financier, notamment au Centre international de surveillance du secteur financier, de Toronto, et en participant à divers colloques et réunions internationales.

Cet ouvrage donne une excellente vue d'ensemble des principales évolutions macroéconomiques au Venezuela avant la crise et des problèmes structurels associés à la dépendance du pays à l'égard du pétrole, aux distorsions créées par les contrôles des prix et des taux d'intérêt et aux multiples subventions appuyées par les recettes pétrolières. La réaction asymétrique de la politique budgétaire aux chocs des prix pétroliers a engendré un État trop important et trop engagé dans le secteur privé. L'ouvrage décrit aussi les faiblesses et l'inefficacité de la réglementation financière et bancaire. Les contrôles excessifs ont découragé les institutions transparentes, faciles à surveiller, tandis qu'un trop grand nombre d'organismes de surveillance étaient responsables du maintien d'un système financier sain, sans réglementation prudentielle appropriée ni application effective de la loi. Dans ce contexte, la structure et le contrôle du secteur bancaire sont devenus très concentrés et ont été caractérisés par une faible concurrence étrangère, une mauvaise gouvernance et une dépendance excessive à l'égard des recettes pétrolières.

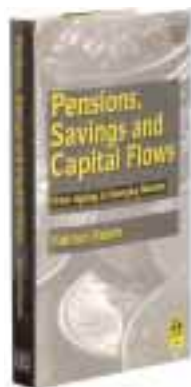
L'auteur évoque tous les éléments qui ont pu contribuer à la crise vénézuélienne, dont beaucoup ont été à l'origine d'autres crises bancaires : aléa moral, règles comptables et normes prudentielles inadéquates, système bancaire sous-capitalisé, cadre réglementaire faible et importants passifs conditionnels non déclarés. La conjugaison d'une analyse technique à une analyse d'économie politique est l'un des aspects les plus intéressants de l'ouvrage. Comme l'explique l'auteur, la rapide transformation du système économique à la suite de la libéralisation de l'économie vénézuélienne à la fin des années 80 et au début des années 90 ne s'est pas déroulée comme prévu parce que les réformes n'ont pas été correctement agencées et ont porté préjudice à un trop grand nombre de groupes d'intérêts, sapant l'appui politique qui était nécessaire à la réussite du programme.

La tentative de coup d'État en 1992 a déclenché une série d'événements qui ont affaibli le régime démocratique en son

cœur. Les réformes ont reculé, la crédibilité s'est érodée et l'économie a été déstabilisée par la fuite des capitaux. Dans ce contexte, avant et durant la crise, une lutte politique entre la banque centrale et les institutions directement chargées de prendre des mesures correctives a compromis l'indépendance que la banque centrale venait d'établir.

C'est sans doute du dernier chapitre que l'on peut tirer le plus grand profit. Après une analyse approfondie des événements, de Krivoy, forte de son expérience sur le terrain, partage ses observations sur la manière d'éviter les crises bancaires et, si une crise se déclare, d'en limiter les répercussions et de les maîtriser. Il s'agit là de conseils utiles et pragmatiques et de recommandations qui s'adressent à la communauté, nationale et internationale, des banquiers, des autorités de réglementation et de contrôle bancaires, des banquiers centraux, des législateurs et des responsables de la politique économique. L'auteur fait aussi part de ses réflexions très percutantes sur les problèmes particuliers de l'Amérique latine, et notamment du Venezuela.

Mercedes Da Costa



Helmut Reisen

Pensions, Savings and Capital Flows

From Ageing to Emerging Markets

Edward Elgar, Cheltenham, United Kingdom/Northampton, Massachusetts, 2000, x + 277 p., 55 £/90 \$ (toilé)

HELMUT REISEN, qui dirige la Division des études du Centre de développement de l'OCDE,

évoque dans cet ouvrage certaines des grandes questions du jour : le vieillissement démographique, l'encouragement à l'épargne et la volatilité des marchés de capitaux. En faisant apparaître les liens qui les unissent, l'ouvrage aide à la fois les praticiens et les analystes de l'économie à approfondir le débat sur la mondialisation financière.

Dans une première partie, l'auteur fait valoir qu'en diversifiant les actifs à l'échelle mondiale, on peut accroître le rendement des régimes de retraite. Les pays industriels, dont la population vieillit (ce qui est le cas des membres de l'OCDE), peuvent ainsi éluder en partie le problème démographique en investissant sur les marchés émergents, dont la population plus jeune continuera d'apporter une contribution nette aux régimes de retraite. De leur côté, les pays en développement peuvent investir une fraction des actifs de leurs fonds de pension dans les pays développés pour répartir les risques qu'entraîne leur plus grande exposition aux soubresauts de l'économie. Ces recommandations sont étayées par l'impact démographique sur la valorisation du marché boursier américain : le mouvement de hausse des prix des actifs dû aux investissements effectués par la forte cohorte des baby-boomers s'inversera sans doute à la fin de cette décennie, lorsque les

fonds de pension américains cesseront d'être acquéreurs nets d'actions sur ce marché.

Quoique solide et bien documentée, l'argumentation de Reisen n'emporte pas totalement la conviction. Les marchés émergents ont subi en effet des crises monétaires répétées aux effets de contagion importants. Or, les crises financières tendent à renforcer la corrélation (donc l'uniformité) des rendements des marchés boursiers émergents, ce qui supprime les avantages que l'on peut attendre de la diversification. Et si les marchés émergents se sont développés plus vite que ceux des pays industriels, ils n'ont pas pour autant dégagé de meilleurs bénéfices par action. La rentabilité de leurs entreprises a progressé trop lentement, car les sociétés inscrites à la cote ont cherché trop souvent à gagner des parts de marché plutôt qu'à créer de la valeur pour l'actionnaire. De plus, si les marchés émergents réussissaient à attirer une fraction considérable des actifs des fonds de pension existant à travers le monde, la corrélation entre marchés matures et marchés émergents se renforcerait et les avantages de la diversification seraient moindres que ne le suggère Reisen.

Dans la seconde partie de l'ouvrage, une étude empirique importante cherche à établir si les régimes de pension par capitalisation tendent à accroître l'épargne globale — hypothèse bien trop commune qui devrait être remise en cause. L'examen des actifs des fonds de pension et d'assurance-vie de onze pays entre 1982 et 1993 montre que l'essor des régimes de capitalisation contribue à l'augmentation de l'épargne globale si les personnes à revenu modeste sont incitées à épargner davantage et si l'épargne qui en résulte n'est pas annulée par un accès accru au crédit à la consommation (si l'on maintient, en d'autres termes, une certaine contrainte de liquidité dans l'économie). Cela suppose, toutefois, que l'on privilégie les plans d'épargne à caractère obligatoire plutôt que facultatif, que l'on couvre totalement la population en âge de travailler et que l'on plafonne les emprunts reposant sur les avoirs accumulés au titre des retraites.

La plupart des autres études et toute la troisième partie de l'ouvrage sont consacrées à la gestion des entrées de capitaux par les pays en développement, sujet de prédilection de l'auteur depuis de longues années. Reisen recommande à ces pays de résister à l'afflux de capitaux qui alourdit la dette lorsqu'il coïncide avec une surappréciation de la monnaie, la prise de risques excessifs par le secteur bancaire et la chute brutale de l'épargne privée. Selon l'auteur, les crises monétaires qui ont secoué récemment les marchés émergents, et qui sont dues aux incohérences des stratégies d'investissement de leurs établissements financiers, résultent d'une ouverture financière «désordonnée» et d'entrées massives de capitaux à court terme. Il faut donc améliorer la qualité des entrées de capitaux, en préférant les prises de participation aux titres de créance. Côté offre, l'auteur estime que le système financier mondial sera moins sujet aux crises si les distorsions d'ordre réglementaire qui amplifient les comportements grégaires sont corrigées (comme le montre l'accord de Bâle sur les normes de fonds propres) et si l'on réduit la prise de risques des banques. Reisen critique aussi la cotation des pays par les agences de notation des risques de crédit, qui aurait exacerbé les phases d'expansion et de récession sur les marchés émergents.

Si tous ces sujets ont été analysés ailleurs avec plus de détails et de rigueur, *Pensions, Savings and Capital Flows* se distingue par l'éclairage qu'il apporte sur les liens entre les pressions sur les régimes de retraite, l'épargne et les flux internationaux de capitaux. Ces diverses études sont très lisibles et solidement argumentées. Enfin, et peut-être surtout, elles sont étayées par des preuves empiriques abondantes et une excellente bibliographie qui rassurent le lecteur sur l'objectivité de l'auteur.

Robert Holzmann

Edward Němeček

The International Monetary System

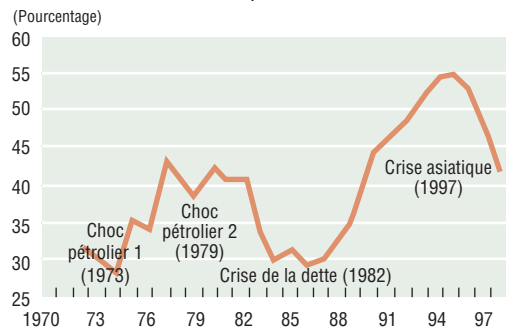
An Issue of Convertibility, Stability and Liquidity

Karolinum Press,
Charles University, Prague, 2000,
240 p., 50 \$ (toilé)

PUBLIÉ pour coïncider avec l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale qui s'est tenue à Prague en septembre 2000, ce livre, écrit par le Directeur du Département des finances publiques et des études bancaires de l'université Charles, est une étude historique de l'évolution du système monétaire international. Dans son analyse, l'auteur étudie trois questions à prendre en considération dans l'élaboration de la politique monétaire, indépendamment du système économique : la convertibilité de la monnaie, la stabilité du pouvoir d'achat et la liquidité. De nombreux graphiques et tableaux illustrent cet ouvrage.

Erratum : On trouvera ci-dessous le graphique 4 de l'article de Dadush, Dasgupta et Ratha, «La dette à court terme et les récentes crises financières», reproduit par erreur en anglais dans le numéro de décembre 2000 (page 57).

Graphique 4
**Le raccourcissement des échéances
et les crises dans les pays en développement**
Dette à court terme/total de la dette bancaire



Source : Banque mondiale, Système de notification de la dette.
Note : On entend par chocs pétroliers les crises consécutives aux relèvements des prix du pétrole décidés par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole en 1973 et en 1979.