



Alexandre Lamfalussy

## Financial Crises in Emerging Markets

An Essay on Financial Globalisation and Fragility

New Haven, Connecticut, and London, Yale University Press, 2000, xx + 199 p., 25 \$/16,95 £ (toilé)

L'HISTOIRE économique récente se caractérise par la domination croissante des forces du marché dans l'économie mondiale, dont témoignent l'essor de l'intégration économique et la libéralisation accrue des marchés financiers. Ces tendances posent un certain nombre de questions aux responsables de la politique économique. Par exemple, il semble que la mondialisation des économies s'accompagne de crises financières plus fréquentes. Est-ce davantage qu'une coïncidence? Si oui, quelles en sont les implications pour la gestion et la prévention de ces crises?

Il est ambitieux de traiter un aussi vaste sujet en cherchant à être à la fois pertinent et intéressant, mais le livre atteint magistralement ces deux objectifs. En s'appuyant sur la somme de connaissances accumulées au cours d'une longue carrière au contact des marchés financiers, le baron Alexandre Lamfalussy (ancien Directeur général de la Banque des règlements internationaux et actuellement Président du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières) présente — en moins de 200 pages — un exposé clair sur toutes les grandes questions relatives aux marchés financiers, suscitées par les événements des trois dernières décennies. C'est un livre exceptionnel que les économistes en exercice trouveront à la fois utile et agréable.

M. Lamfalussy commence par identifier les caractéristiques communes aux crises financières récentes survenues

dans les pays émergents. Les quatre principales crises — Amérique latine au début des années 80, Mexique, Asie et Russie dans les années 90 — s'expliquent par un gonflement de la dette extérieure à court terme à des niveaux qui se sont avérés ingérables. Ce gonflement était dû en partie à l'exubérance des investisseurs internationaux et au rattachement des taux de change. Les effets néfastes des crises ont été exacerbés eux-mêmes par les défaillances des systèmes bancaires nationaux, qui souffraient notamment d'importantes asymétries des échéances et des positions non couvertes sur devises (dans lesquelles les taux de change fixes jouaient un rôle), et par un effet de contagion, à la fois à l'échelle régionale et dans les marchés émergents en tant que classe d'actifs.

La mondialisation a-t-elle contribué à aggraver ou à atténuer ces crises? M. Lamfalussy affirme qu'elle fait les deux à la fois, mais que globalement elle les aggrave plus qu'elle ne les atténue. La mondialisation demeure néanmoins un objectif valable, du fait que ses avantages économiques globaux l'emportent sur ses coûts. Elle s'accompagne de deux tendances : le passage d'un système financier centré sur la banque à un système axé sur le marché et le passage du financement par l'emprunt au financement par participation. Ces tendances contribuent toutes deux à une plus large répartition du risque. En outre, les nouveaux instruments financiers, comme les dérivés, peuvent être utiles pour se couvrir contre le risque. Ces aspects de la mondialisation contribuent à atténuer les effets des crises.

Cependant, la mondialisation comporte plusieurs caractéristiques qui aggravent les crises. À mesure que la taille des institutions financières augmente par rapport aux flux vers les marchés émergents, de légers changements de leurs positions peuvent avoir des effets importants sur ces marchés. Chez les investisseurs internationaux, l'essor de la concurrence au niveau mondial favorise vraisemblablement les comportements grégaires ainsi qu'une approche plus audacieuse de la prise de risque. Le caractère «centré sur le marché» de la finance va de pair avec l'essor de l'activité hors bilan et de la titrisation, qui elles-mêmes nuisent à la transparence des marchés. Plusieurs parties sont généralement impliquées dans un

contrat portant sur des produits dérivés, par exemple, ce qui rend plus difficile l'évaluation du risque de crédit.

De même, s'inscrivant dans le courant dominant, Paul Krugman («Crises: The Price of Globalization?», communication présentée lors du Jackson Hole Symposium en 2000) soutient que l'essor de l'intégration mondiale représente globalement une évolution positive, mais qu'il prédispose l'économie mondiale à une multiplication des crises, essentiellement parce que la dérégulation financière va souvent plus vite que la prudence ne l'exigerait. En outre, même si l'argument peut sembler incontestable, le lecteur notera qu'il s'éloigne nettement de l'idée répandue il y a seulement quelques années, selon laquelle l'ouverture diminue la probabilité des crises, par exemple en rendant la répudiation d'une dette plus coûteuse pour les emprunteurs.

Certes, on ne peut empêcher les crises financières, mais d'après l'auteur, certaines conditions peuvent réduire leur probabilité, les principales étant une bonne politique macroéconomique et une intermédiation financière intérieure efficace et bien réglementée dans les pays émergents, ainsi qu'une meilleure faculté d'adaptation des systèmes financiers dans les pays industriels. Le régime de change approprié dépend du pays et des circonstances; aucun n'est adapté à tous les pays, et il y a de la place entre le flottement libre et la caisse d'émission pour des régimes intermédiaires. La libéralisation des flux de capitaux à court terme, qui ont joué un rôle central dans la plupart des crises, doit intervenir en dernière instance et uniquement quand l'infrastructure juridique, institutionnelle et financière nationale est apte à faire face à des flux importants. La réglementation prudentielle, qui doit être favorable au marché, a un rôle à jouer pour limiter les entrées à court terme et les asymétries des échéances et des positions sur devises.

M. Lamfalussy souligne que la mondialisation est un processus évolutif, et non un état stationnaire. Dans ce contexte, dit-il, «se demander comment faire fonctionner un système totalement libéralisé à l'échelle mondiale n'est pas la question la plus urgente... Nous devons nous soucier d'un aspect plus pratique, à savoir comment gérer la transition d'un système à l'autre.»

Vivek Arora



Peter Bauer

### From Subsistence to Exchange and Other Essays

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2000, xi + 153 p., 19,95 \$/12,50 £ (toilé)

L'UN DES TÉNORS du conservatisme en matière d'économie du développement nous propose un recueil éclectique où se mêlent travaux fondamentaux (ses écrits novateurs sur l'émergence des économies d'échange, l'aide extérieure ou la surpopulation) et essais plus «exotiques» (sur l'économie ecclésiastique et le système de classes britannique). Mais le fil rouge qui relie nombre de ces textes est la thèse posant en principe que les inégalités ont une raison d'être et qu'il n'est pas forcément nécessaire d'y remédier.

Son credo est le suivant : «Les fortes disparités économiques observées entre les individus d'une société ouverte et libre reflètent des aptitudes, des motivations et des situations différentes; toute action de l'État pour les supprimer conduit à exercer une telle contrainte sur les mécanismes de marché que la société n'est plus ni libre ni ouverte.» Le transfert forcé de ressources au profit des moins productifs serait une option inefficace ne faisant qu'aggraver cette contrainte. Pour l'auteur, la pauvreté dans les pays en développement découlerait principalement de l'incapacité des dirigeants à mener des politiques saines et à assurer la sécurité civile.

Il ne faut pas oublier que Bauer, comme Harry G. Johnson et Bela Balassa, a défendu une vision néoclassique de l'économie du développement dans les années 60 et 70, c'est-à-dire à une époque dominée par le

néomarxisme et le structuralisme. On avait alors assisté à l'écllosion d'une conscience sociale en Occident, dont certaines idées s'étaient largement répandues plus par la grâce de la culture pop que sur la base d'une réflexion ou d'un engagement économique, politique ou philosophique rigoureux. Une des idées ainsi véhiculées, et que Bauer démolit complètement, était que les pays industriels étaient directement responsables de la pauvreté dans le tiers-monde.

Les arguments avancés par Bauer pour contrer un certain nombre d'idées reçues sont pertinents. Au sujet, par exemple, des liens entre la pauvreté et la pénurie de terres ou la surpopulation, Bauer fait observer que les famines et les disettes de l'époque moderne ont frappé des pays vastes et peu densément peuplés, comme l'Éthiopie. Il incrimine d'autres facteurs, et notamment le fait que des économies de (quasi-)subsistance n'aient pu se transformer en économies d'échange en raison de politiques médiocres ou d'une sécurité publique insuffisante.

Pourtant, en dépit du contexte et des éléments rationnels qui étayent l'œuvre de Bauer, on ne peut s'empêcher de frémir en lisant que «les écarts de revenu ne sont normalement pas le signe d'une exploitation mais d'efficacités différentes». La réfutation pleine d'humour des thèses de Bauer par Amartya Sen nous convainc davantage. À Bauer qui, au début des années 80, considérait le revenu comme le reflet de la diligence et de la productivité relatives de chacun, Sen répondait ceci : «Un coiffeur ou un artiste de cirque indiens ne sont nullement moins productifs qu'un coiffeur ou un artiste de cirque anglais — à mon avis, ce serait même plutôt le contraire —, mais ils gagnent certainement beaucoup moins bien leur vie.» Sen, à qui l'on doit l'introduction à ce recueil, enfonce le clou en soulignant que Bauer ne tient aucun compte de l'influence des prix relatifs sur le revenu et sur sa distribution.

Bauer, que l'on a décrit comme étant moins un ancien de Cambridge qu'un fanatique du laissez-faire issu de la London School of Economics and Political Science (où il a enseigné durant près d'un quart de siècle),

porte un jugement extrêmement négatif sur l'aide extérieure. Dans le chapitre «Foreign Aid: Abiding Issues», il estime que l'aide risque plus de gêner le progrès économique que de le favoriser, car elle tend à entretenir des politiques ou des activités préjudiciables au développement. Des subventions occidentales auraient ainsi bénéficié à des États dont les responsables ont mené des politiques dommageables aux plus pauvres, par exemple en interdisant l'accès à l'emploi dans des secteurs productifs de l'économie pour des raisons liées au sexe ou à l'ethnie, ou encore en finançant des dépenses massives d'armement.

Là encore, le lecteur ne peut que fausser compagnie à Bauer avant qu'il ne formule ses conclusions. Certes, des travaux de premier plan sur l'efficacité de l'aide extérieure (comme le rapport de 1998 de la Banque mondiale intitulé *Assessing Aid: What Works, What Doesn't, and Why*) ont récemment confirmé qu'une gestion saine et des institutions robustes étaient cruciales, mais ils ont aussi établi que l'aide avait effectivement fait reculer la pauvreté dans les pays où ces conditions étaient réunies.

Les conclusions auxquelles arrivent les tenants du laissez-faire forment un tout quelque peu disparate, notamment parce que ces penseurs-là sont moins rivés à la ligne du parti que leurs homologues de gauche ou de droite dûment encartés. Dans son essai sur l'«économie ecclésiastique», Bauer fait un procès en règle aux récents pontifes de l'Histoire, accusés de promouvoir l'envie, le ressentiment, l'obsession des richesses matérielles et, abomination des abominations, de s'adonner au huitième péché capital, à savoir l'économie floue. En revanche, l'essai dans lequel il affirme que les inquiétudes des Occidentaux au sujet du surpeuplement ne sont que le reflet de postulats condescendants sur l'incapacité des pauvres à prendre des décisions rationnelles et sur la désutilité de la vie humaine pourrait trouver grâce auprès du Vatican.

Finalement, Bauer est tour à tour excessif et pusillanime. Ainsi, il exagère quand il prend argument du fait que l'aide ne suffit pas au développement pour conclure qu'elle nuit au

développement. *A contrario*, il fait preuve de frilosité lorsque, ayant conclu que les revenus tirés de la productivité et de titres de propriété légitimes sont «mérités», il ne parvient pas à élargir sa réflexion en reconnaissant que certains impératifs moraux sont plus importants que les droits de propriété. Quoi qu'il en soit, la lecture de ce recueil provocateur est recommandée alors que débute un nouveau millénaire et que les questions de pauvreté et d'égalité reviennent une nouvelle fois au premier plan.

Lynn Aylward



Bob Woodward

### Maestro

*Greenspan's Fed and the American Boom*  
Simon & Schuster, New York, 2000, 270 p.,  
25 \$ (toilé)



Justin Martin

### Greenspan

*The Man Behind Money*  
Perseus Publishing, Cambridge,  
Massachusetts, 2000, xviii + 284 p.,  
28 \$/42,50 \$Can (toilé)

**A**LAN GREENSPAN a bâti sa réputation à l'ancienne : en la méritant. Dans *Maestro*, Bob Woodward retrace son «parcours intellectuel hors du commun», en tant

que Président du Système fédéral de réserve des États-Unis, «du débutant circonspect et anxieux ... au technicien novateur qui repéra la croissance de la productivité dans les années 90 et refusa de relever les taux d'intérêt quand les théories et modèles économiques traditionnels le réclamaient».

Par une fortuite division du travail, Justin Martin consacre deux tiers de son livre à la vie de Greenspan avant le Fed. On y apprend sans surprise qu'à l'âge de 5 ans, il faisait mentalement des additions à trois chiffres. À ce jour, note son ancien collègue Lawrence Lindsey,

«Greenspan a une mémoire des faits qui a parfois le don de couper le souffle à son personnel et à ses collègues. Je me souviens d'une fois où les inondations printanières avaient coupé bien des ponts sur le Mississippi. Le jour de la réunion hebdomadaire du Conseil des gouverneurs, l'économie des États-Unis n'était littéralement reliée que par un seul pont. Greenspan savait non seulement où se trouvait le pont, mais aussi toutes les voies par lesquelles on pouvait y acheminer les marchandises. Ce genre de données se grave naturellement dans l'esprit d'un homme qui étudie les statistiques sur le chargement des wagons de marchandises dans toutes les grandes gares du pays» (Lawrence Lindsey, *Economic Puppetmasters*, Washington: American Enterprise Institute Press, 1998).

Pour Woodward, c'est vers le milieu des années 90 que Greenspan a pu faire le meilleur usage de sa passion des chiffres et de sa curiosité intellectuelle. Il était convaincu que l'économie américaine était en train de connaître une explosion sans précédent de la productivité, mais que cela ne ressortait pas des statistiques émanant des administrations publiques, ni des études d'experts en économie. Woodward raconte comment Greenspan enrôla le personnel du Fed pour confectionner des études-maison détaillées de la productivité, faisant couper et recouper les données jusqu'à ce qu'elles accréditent la notion que les États-Unis étaient bel et bien une *nouvelle économie*. Les faits ainsi établis aidèrent Greenspan à per-

suader ses collègues du Federal Open Market Committee (FOMC) de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux plus faibles que ne le dictaient les modèles classiques de l'économie.

En même temps, Greenspan n'a pas entièrement souscrit à l'idée de la *nouvelle économie*. Comme le montre Woodward, la prudence de Greenspan se manifeste dans ses tentatives périodiques de minimiser l'importance de la bourse et d'amener le FOMC à relever les taux d'intérêt au moindre signe de pression inflationniste. Par exemple, le FOMC commença à les relever en juin 1999, craignant que la croissance de l'économie ne soit plus rapide que souhaitable, même si l'on tenait compte de l'accélération de l'augmentation de la productivité.

Le krach boursier d'octobre 1987 mit Greenspan à l'épreuve dès le début de son mandat de président du Fed. Sa principale action se résuma à une seule phrase inhabituellement claire dans laquelle il affirma que, conformément à son rôle de prêteur en dernier ressort, le Fed entendait fournir de la liquidité au marché en tant que de besoin. Que cette déclaration ait ou non produit son effet, Greenspan surmonta clairement cette épreuve : «Commencer par ne pas faire de dégâts».

Woodward note que la conduite de la politique monétaire par Greenspan les années suivantes resta quelque peu hésitante. Il tarda à reconnaître la récession de 1990 et, tout en prenant acte du freinage de l'économie dû à la restriction du crédit au début des années 90, il fut peut-être trop lent à abaisser les taux d'intérêt. Telle était en tout cas l'opinion de l'ancien Président George Bush, qui dit plus tard de Greenspan : «J'ai renouvelé son mandat, mais il ne l'a pas rendu».

Sous la présidence Clinton, Greenspan atteignit le sommet de son art. Woodward reprend, dans une certaine mesure, ce qu'il avait déjà traité dans son livre précédent, *The Agenda*. Il raconte la réunion devenue célèbre, lors de laquelle Greenspan est réputé avoir convaincu le Président élu Bill Clinton de juguler les déficits budgétaires pour réduire les anticipations inflationnistes et, partant, les taux

d'intérêt à long terme. Woodward documente aussi l'habileté grandissante avec laquelle Greenspan mania le gouvernail de la politique monétaire durant cette période. En 1994, certain d'une résurgence de l'inflation, il amena le FOMC à relever les taux d'intérêt de 3 % à 6 %, opérant un ralentissement sans récession — un atterrissage en douceur. Il réduisit alors les taux, et la croissance reprit, quasiment à l'abri de pressions inflationnistes.

On sait que Greenspan avait commencé sa vie professionnelle en jouant du jazz. Martin fait un récit assez détaillé de ces débuts, sans toutefois captiver le lecteur — un peu comme s'il s'attardait sur l'époque durant laquelle le basketteur légendaire, Michael Jordan, s'employa à être joueur de baseball. Après avoir renoncé à la carrière de musicien, Greenspan se tourna vers l'économie.

Dans son premier cycle d'études à l'université de New York, il fut initié aux travaux de Geoffrey Moore, qui, «contrairement à certains autres de ses professeurs, avait une connaissance extraordinaire» de tous les rouages de l'économie américaine. Martin écrit d'ailleurs que sa jauge de l'inflation

future allait devenir l'un des indicateurs préférés de Greenspan au Fed. Pendant ses années de maîtrise à l'université Columbia, Greenspan rencontra Arthur Burns, qui, défiant l'esprit du temps marqué par la crise des années 30, professait que les marchés et les économies avaient en eux la capacité de se corriger. Martin attribue à l'influence de Burns la préférence de Greenspan pour le laissez-faire et un rôle limité pour l'État. Ces opinions furent cimentées par les échanges de Greenspan avec la romancière-philosophe Ayn Rand et ses disciples. Greenspan a souvent rendu hommage à Ayn Rand pour l'avoir convaincu que le capitalisme était non seulement efficace, mais aussi moral.

Greenspan trouva sa voie de conseiller en affaires dans les années 50. Durant les vingt années suivantes, son cabinet de conseil économique, Townsend-Greenspan, attira une clientèle choisie parmi les entreprises les plus renommées des États-Unis, qui comptaient sur Greenspan pour «disséquer les chiffres disponibles selon de nouvelles méthodes». Greenspan affina ainsi ses compétences au point d'arriver à subodorer d'instinct l'orientation que prenait l'économie. C'est aussi ce que note

Woodward, qui explique que les décisions de Greenspan sont dictées non seulement par les faits et le raisonnement économique, mais aussi par l'instinct. Pour persuader ses collègues de consentir à un ajustement des taux d'intérêt, Greenspan plaida ainsi sa cause : «Je fais métier de la prévision économique depuis 1948, je fréquente Wall Street depuis 1948, et je vous assure que j'ai mal au ventre.»

Woodward résume en termes éloquents le mode d'expression et de fonctionnement de Greenspan. À propos du premier, il écrit : «Il emploie les mots comme des sondes, moins pour transmettre un message que pour tâter et explorer le terrain.» Quant au second : «Après plus d'un an à la présidence du Fed, le mode de fonctionnement de Greenspan commençait à s'affirmer — l'ardeur intellectuelle tempérée par une émotivité maîtrisée; la quasi-obsession des données économiques tempérée par une dose constante de doute et d'incertitude quant aux conséquences; l'action indirecte pour parvenir au résultat souhaité, tempérée par le brusque passage à l'action directe et le désir d'obtenir ce qu'il veut; enfin, une profonde déférence envers le pouvoir politique.»

*Prakash Loungani*

**Giuseppe Schlitzer**

## Il Fondo monetario internazionale

Il Mulino, Bologna, 2000, 128 p., 7,23 euros (broché)

PLUS DE cinquante ans après sa création, le FMI reste souvent mal compris. Certains y voient une banque de développement qui fournit des prêts à long terme, d'autres une sorte de banque centrale mondiale. La méconnaissance de l'institution est souvent à l'origine des critiques dont elle fait l'objet, que les récents mouvements de lutte contre la mondialisation ont amplifiées. Giuseppe Schlitzer, économiste à la Banque d'Italie qui a passé plus de quatre ans au FMI, d'abord à l'assistance technique, puis comme Conseiller au bureau de l'Adminis-

trateur italien, essaie de dissiper certaines des incompréhensions qui faussent l'image du FMI perçue par le public.

Cet ouvrage explique la raison d'être du FMI en décrivant la situation qui conduisit aux accords de Bretton Woods dans les années 40, ainsi que les objectifs, l'organisation et les principales fonctions de l'institution. L'auteur montre comment elle n'a cessé de s'adapter à l'évolution des besoins de ses membres et à la mondialisation de l'économie. Dans le dernier chapitre, il donne un aperçu du débat actuel sur la réforme du FMI. Sa thèse centrale est que les principaux buts du FMI n'ont rien perdu de leur validité. En fait, il est indispensable que le FMI s'adapte constamment pour apporter une réponse efficace aux nouveaux défis lancés par la mondialisation.



**Couverture :** Michael Gibbs.

**Illustrations :** Michael Gibbs, table des matières et pages 2, 6 et 46; Dale Glasgow, pages 22, 26, 34 et 50.

**Photographies :** Boston University, page 37; Pictor, Inc., page 38; Mark Fallander, page 43; Unité Photographie du FMI, toutes les autres photos.