

## Le faible coût des garde-fous

Par OLIVIER BLANCHARD

Olivier Blanchard est professeur au Massachusetts Institute of Technology.

Le lundi 14 septembre 1998

Si un économiste vous dit qu'il avait prévu la crise asiatique, soyez sceptique. C'est la conclusion d'une étude faite au FMI, qui a examiné ce que disaient, au tout début de la tourmente, les sismomètres des économistes (les modèles économétriques de prédiction de crise). Tous prédisaient un calme plat.

En réalité, ce type de choc était largement imprévisible. C'est la panique des investisseurs étrangers qui a déclenché la crise, et celle-ci a en retour justifié leur panique initiale. Dans le langage des économistes, ce qui s'est produit est un exemple d'«équilibre multiple»: la panique s'est autojustifiée. L'inverse aurait été possible: sans aucune panique, il n'y aurait pas eu de crise.

Si de tels équilibres multiples existent, quelles leçons faut-il tirer? Certains, à gauche, concluent qu'ils sont la preuve, si preuve restait à donner, des contradictions internes du capitalisme. Et qu'il est temps de réexaminer la mythique troisième voie.

C'est aller un peu vite en besogne. Les équilibres multiples ne sont pas inévitables. Mais mettre en place un environnement dans lequel ils ne pourront plus se produire nécessite un examen en profondeur des politiques économiques, au niveau national et international. Pour voir plus concrètement ce que cela signifie, il faut regarder la crise de plus près.

L'effet immédiat de la panique des investisseurs fut la dépréciation des monnaies asiatiques. Les banques et les entreprises, qui avaient emprunté en dollars, se retrouvèrent dans l'incapacité de faire face à leurs engagements. L'effondrement du système financier a provoqué la récession. Et cette récession a fourni *a posteriori* la justification à la panique initiale.

Qu'aurait-on pu faire pour éviter cette spirale? Plus généralement, que peut-on faire pour réduire le risque de telles crises à l'avenir? Deux mesures paraissent appropriées. La première touche au système bancaire. Emprunter à court terme et prêter à long terme, emprunter en dollars et prêter en monnaie nationale, sont des activités intrinsèquement risquées. Bien souvent, ceux qui s'y embarquent en comprennent mal les risques, ou bien espèrent que si les choses tournent mal, le gouvernement viendra à la rescousse. On l'a constaté en Asie comme en Russie. Rétrospectivement, il aurait mieux valu que les banques asiatiques aient eu une liberté d'action plus limitée. Le point est plus général: il faut réexaminer et probablement renforcer les règles de prudence à imposer aux intermédiaires financiers, non seulement dans les pays en développement, mais aussi dans les autres.

La seconde piste sur laquelle il faut réfléchir porte sur les mouvements rapides de capitaux, qui resteront déstabilisants quelles que soient les règles de prudence imposées aux banques. Pour ralentir ces mouvements, les propositions ne manquent pas, de l'impôt sur les transactions proposées par James Tobin (la «Tobin tax») à l'impôt de fait sur les importations de capital pratiqué au Chili.

Les coûts de ces mesures existent: elles sont souvent inefficaces et quand elles fonctionnent, elles entraînent de nombreuses distorsions. Mais si elles peuvent éviter les équilibres multiples et une crise comme la crise asiatique, leur coût n'est-il pas justifié? Dans un article publié dans *Fortune*, mon collègue Paul Krugman a relancé ce vieux débat, s'attirant les foudres des libéraux purs et durs. Mais Krugman a raison. La crise asiatique a déclenché les bons débats, il est essentiel de les mener à terme.