

Les fonctions occupées par Jacques de Larosière tout au long de sa carrière l'ont amené à être un témoin privilégié des crises financières qui se sont succédé lors du dernier demi-siècle. Directeur général du Fonds monétaire international de 1978 à 1987, il a été gouverneur de la Banque de France de 1987 à 1993, puis président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement de 1993 à 1998. Dans *Cinquante ans de crises financières* (Éditions Odile Jacob) ([http://www.odilejacob.fr/catalogue/sciences-humaines/economie-et-finance/cinquante-ans-de-crisis-financieres\\_9782738134028.php](http://www.odilejacob.fr/catalogue/sciences-humaines/economie-et-finance/cinquante-ans-de-crisis-financieres_9782738134028.php)), il explique pourquoi la déstructuration du système monétaire international pèse sur la croissance économique et menace l'équilibre social. Il revient par ailleurs pour la *Revue des Deux Mondes* sur les tensions qui parcourent l'Union européenne, du mécontentement affiché par certains de ses membres aux incertitudes dues au « Brexit ».

Propos recueillis par Annick Steta

*[Première partie]*

Revue des Deux Mondes – Dans le livre que vous venez de publier, vous défendez la thèse selon laquelle les crises financières qui se sont multipliées depuis une quarantaine d'années trouvent leur origine dans l'abandon en 1971 du système de Bretton Woods (<http://rddm.revuedesdeuxmondes.fr/archive/article.php?code=8167>). Pourquoi le « non-système » monétaire international qui lui a succédé est-il aussi instable ?

Jacques de Larosière – Pour répondre à cette question, il faut comparer ce « non-système » à ce qui existait auparavant. Le système de Bretton Woods, qui avait été adopté en 1944, maintenait une stabilité dans les rapports entre les différentes monnaies : leur couloir de fluctuation n'était que de plus ou moins 1% par rapport à leur parité déclarée en dollar. Un État participant à ce système de parités quasiment fixes était obligé de soumettre sa politique économique à une très grande discipline. S'il

décidait par exemple de laisser s'accumuler des déficits budgétaires importants ou de pratiquer une politique du crédit très abondante, la hausse des importations provoquée par de telles mesures produisait un creusement du déficit extérieur. Ce dernier entraînait alors une pression à la baisse sur le taux de change qui ne permettait plus au pays concerné de maintenir la parité de sa monnaie vis-à-vis du dollar. Il fallait alors prendre sa canne et son chapeau, frapper à la porte du Fonds monétaire international (FMI) et négocier une dévaluation. Le gouvernement d'un pays qui souhaitait dévaluer devait expliquer aux responsables du FMI pourquoi il avait laissé filer le déficit budgétaire ou laissé galoper le crédit. Et pour se remettre dans le droit chemin, il devait changer de politique économique.

Le dollar, qui était le pivot du système de Bretton Woods, était la seule monnaie conservant un lien avec l'or : les dollars détenus par les banques centrales étrangères étaient convertibles *ad nutum* en métal précieux. Les États-Unis ne pouvaient pas dévaluer leur monnaie facilement. Mais il leur est devenu très difficile de rester dans un système de changes fixes à partir du moment où leurs dépenses publiques ont commencé à augmenter fortement, sous l'effet notamment de la guerre du Vietnam et de l'extension de l'État-providence. Après avoir vainement tenté de rendre le système de Bretton Woods plus flexible, ils ont décidé unilatéralement, en août 1971, de suspendre la convertibilité du dollar en or et de dévaluer leur monnaie. À partir du moment où le flottement des changes s'est généralisé en 1973, il est devenu beaucoup plus aisé de mener une politique économique que l'on croyait vraiment « nationale ». Mais cette liberté retrouvée s'est traduite par une accumulation de dette publique. Le déficit extérieur dû à ce type de politique économique ne peut en effet être totalement éliminé par une dépréciation de la devise, car celle-ci devient nocive au-delà d'un certain point. D'où le recours à l'endettement. On constate qu'à partir de la fin des années soixante-dix, d'importants mouvements de capitaux en provenance des pays exportateurs nets de biens et de services se sont dirigés vers les pays importateurs nets. Les seconds se sont ainsi endettés à l'égard des premiers. La dérégulation qui a été engagée au début des années quatre-vingt a amplifié ce phénomène.

Le paradigme des fondateurs du système de Bretton Woods, au premier rang desquels figurent le Britannique John Maynard Keynes et l'Américain Harry Dexter White, reposait sur la liberté des échanges de biens et de services : il fallait éviter le retour du protectionnisme, qui avait été un des facteurs de l'éclatement de la Seconde Guerre

mondiale. À l'opposé, les flux financiers étaient considérés comme des sources importantes de dangers. Les statuts du FMI prévoyaient d'ailleurs des dispositifs permettant de se prémunir contre les effets néfastes des mouvements de capitaux purement financiers, c'est-à-dire ceux qui ne reflètent pas des échanges de biens et de services : le contrôle des changes pouvait donc être mis en œuvre sous certaines conditions, de même que l'interdiction d'importer dans des pays dont les monnaies étaient devenues « rares ». Le système monétaire international en vigueur de 1944 à 1970 protégeait donc les échanges de biens et de services tout en tentant de se prémunir contre des mouvements de capitaux déstabilisateurs. À partir de 1971, et plus encore à partir du début des années quatre-vingt, un autre monde est apparu. Il est caractérisé par la liberté totale des mouvements de capitaux – qu'il s'agisse de mouvements à très court terme, en général déstabilisants, ou de mouvements à long terme. Ce sont désormais les mouvements de capitaux qui déterminent les taux de change, mais aussi, dans une certaine mesure, les politiques économiques que les États mettent en œuvre. Ce « non-système » est à l'origine de l'endettement massif que nous connaissons aujourd'hui. Alors que la dette publique représentait moins de 20% du produit intérieur brut (PIB) des pays industrialisés en 1971, elle est aujourd'hui proche de 100% du PIB. Pour répondre aux problèmes posés par le « surplomb » de la dette<sup>1</sup>, les banquiers centraux ont amplifié la création monétaire et porté les taux d'intérêt à zéro, voire à moins de zéro. Or cette politique, qui ramène le coût du service de la dette à pratiquement rien, accroît la vulnérabilité du système : elle favorise la formation de bulles d'actifs, dont l'éclatement provoque en général une crise financière.

Revue des Deux Mondes – La crise financière qui a éclaté en 2007 s'est traduite par une montée en puissance des banques centrales. Elles ont tout d'abord agi rapidement et fortement pour enrayer la propagation de la crise, puis sont intervenues massivement pour soutenir l'activité. Les banquiers centraux rappellent toutefois régulièrement que la politique monétaire ne peut pas tout faire : elle permet de gagner du temps, mais elle ne saurait se substituer aux réformes structurelles indispensables pour ranimer la croissance. Pourquoi les États tardent-ils tant à prendre le relais des banques centrales ?

---

<sup>1</sup> L'expression « surplomb de la dette » (*debt overhang*) désigne une situation dans laquelle la dette existante est si élevée qu'il devient difficile d'emprunter davantage.

Jacques de Larosière – Il ne faut pas croire que la crise qui a débuté en 2007 soit entièrement due au mauvais fonctionnement du système financier et aux abus des « opérateurs ». Elle est essentiellement le produit d'un excès d'endettement. En prêtant beaucoup trop d'argent au secteur public comme au secteur privé, on a favorisé la formation de bulles sur le marché de l'immobilier et sur celui des titres financiers. L'éclatement de ces bulles a été le déclencheur de la crise de 2007. C'est pourquoi je pense que les banques centrales – qui ont laissé le crédit s'emballer – sont, pour partie du moins, à l'origine de cette crise.

Entre le lancement de la monnaie unique européenne en 1999 et la fin des années deux mille, la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE) a été trop accommodante pour les pays de la périphérie de la zone euro. Dans un tel système, il y a de fortes chances pour que les pays ayant une plus forte inflation, en l'occurrence les pays « périphériques » – l'Espagne, le Portugal, la Grèce... –, ne soient pas correctement servis par le taux d'intérêt unique fixé par la BCE en fonction des besoins de l'ensemble de la zone euro. Or ce taux d'intérêt « moyen » est plus en ligne avec les pays du cœur de la zone, dont l'inflation est plus faible et qui jouent par ailleurs un rôle important dans sa détermination en raison de leur poids économique. Les pays « périphériques », où l'inflation est plus forte qu'elle ne l'est en Allemagne et chez ses voisins immédiats, connaissent alors des taux d'intérêt réels beaucoup trop faibles, ce qui favorise la croissance du crédit et le déficit extérieur. Dû à l'unicité des taux d'intérêt nominaux au sein de la zone euro et à l'hétérogénéité des taux d'inflation des pays membres, ce phénomène a considérablement facilité le désastre survenu dans les pays de la périphérie. On ne peut donc pas tout à fait dire que les prix, en termes d'indice moyen des prix à la consommation, étaient stables du fait de la bonne politique monétaire des grandes banques centrales et que les choses ont malheureusement dérapé en 2007-2008. La vérité, c'est que le ver était dans le fruit : il y avait trop de facilités d'endettement. C'était vrai pour les États-Unis comme pour l'Europe.

Les banquiers centraux sont effectivement intervenus pour empêcher l'aggravation de la crise. Mais je ne suis pas certain qu'ils soient suffisamment conscients des inconvénients de la politique de très grande facilité monétaire qu'ils mènent : tout comme celle qui avait été conduite avant 2007, elle rend le système plus vulnérable. À cela s'ajoute la croissance de l'endettement mondial, qui est devenue spectaculaire depuis la fin des années deux mille. La politique d'aisance monétaire contribue à amplifier ce

phénomène. Certes, la réduction massive des taux d'intérêt permet d'atténuer les problèmes posés par le « surplomb » de la dette. Mais elle accentue aussi les déséquilibres, et favorise en particulier les valorisations d'actifs excessives que nous observons actuellement. Les banques centrales entretiennent ainsi la bulle obligataire qui est apparue. Il me semble donc qu'il faudrait réfléchir non seulement à ce que les banques centrales peuvent et doivent faire dans les circonstances où nous sommes, mais aussi à ce qu'elles ne peuvent pas et ne doivent pas faire. Je pense en particulier que la réponse consistant à créer plus de liquidité banque centrale dès que l'inflation apparaît un peu faible n'est pas cohérente avec une réflexion approfondie sur la situation actuelle.

Vous dites que cette politique de facilité monétaire a l'avantage de donner du temps aux États pour que ceux-ci entreprennent les réformes structurelles qui permettraient notamment d'atténuer les hétérogénéités au sein de la zone euro. Je ne suis pas sûr que ce soit vrai. Je pense même qu'on pourrait soutenir que les pays qui doivent faire des réformes sont moins incités à le faire quand les taux d'intérêt deviennent nuls ou négatifs. Ramener les taux à de tels niveaux perturbe par ailleurs la formation de l'équilibre entre épargne et investissement. On a tendance aujourd'hui à croire que l'investissement n'est plus financé par l'épargne, mais par les banques centrales qui achètent systématiquement les titres émis sur le marché. Il y a là une déformation de la conception fondamentale selon laquelle le taux d'intérêt est la rémunération de l'épargne, c'est-à-dire du fait d'accepter, pendant une durée déterminée, de ne pas jouir de la liquidité immédiate dont on dispose. L'épargne mérite d'être rémunérée. Elle peut l'être faiblement parce que la croissance est faible ou que le rapport entre épargne et investissement est trop favorable à l'épargne. Cela ne signifie pas pour autant que cette rémunération puisse devenir négative et se transformer en taxation. Mais c'est malheureusement la situation dans laquelle nous nous trouvons aujourd'hui. On espère qu'à force de réprimer la rémunération normale de l'épargne, on finira par inciter les agents économiques à désépargner pour consommer ou acheter des titres plus risqués. Or force est de constater que cette politique de répression financière ne donne pas les résultats attendus en Europe. Il faudrait donc se demander pourquoi elle ne fonctionne pas et quelle est la politique monétaire qui serait adaptée aux besoins de la zone euro. Je ferai paraître à l'automne dans la revue *Banque* (<http://www.revue-banque.fr/>) un article dans lequel je m'efforce de démêler cet écheveau. J'y décris notamment les

raisons pour lesquelles la politique monétaire produit de meilleurs résultats aux États-Unis qu'au sein de la zone euro.

*[Seconde partie]*

Revue des Deux Mondes – Vous êtes devenu président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement en 1993, quelques années après la chute du mur de Berlin. Cette organisation internationale finance ou cofinance des investissements favorisant la transition vers une économie de marché dans les pays d'Europe centrale et orientale ainsi que dans les États issus de l'Union soviétique. Quel regard portez-vous sur la façon dont l'Europe occidentale a organisé ses relations avec l'Est du continent ?

Jacques de Larosière – Je ne pense pas que l'Union européenne puisse abriter, comme membres, la Russie et tous les pays qui l'entourent. Mais je crois qu'il aurait fallu créer des liens plus étroits entre la Russie et l'Union européenne. Il est actuellement impossible de les renforcer pour un certain nombre de raisons à caractère politique, parmi lesquelles l'action menée depuis quelques années à l'encontre de la Russie par les pays occidentaux. L'opportunité que représenterait un tel rapprochement est en train de s'éloigner. La Russie, qui est une grande puissance continentale et maritime, pourrait en effet donner une assise beaucoup plus large à la péninsule occidentale de l'Europe.

Il est dommage que la Russie n'ait pas su ou voulu organiser sa transition vers l'économie de marché d'une manière plus efficace et plus démocratique. Elle aurait dû se doter de contrepoids institutionnels qui auraient empêché les oligarques de faire main basse sur une grande partie de l'économie nationale. J'ai toujours pensé qu'en l'absence d'institutions permettant d'accompagner la privatisation des moyens de production, le risque de voir apparaître une économie inefficace et corrompue était très important. C'est ce qui s'est passé en Russie, en partie parce que les responsables politiques, sous l'influence des économistes américains, ont insisté pour que le processus de privatisation soit mené très rapidement et concerne la quasi totalité du système. D'autres pays ayant une économie très centralisée ont effectué leur transition d'une manière remarquable : c'est notamment le cas de la Pologne. L'économie russe est restée par ailleurs trop dépendante des hydrocarbures : l'industrie manufacturière et les

services sont encore peu développés. La Russie est donc très vulnérable à un choc pétrolier négatif ou à la mise en œuvre de sanctions.

Les pays d'Europe centrale et orientale qui sont entrés dans l'Union européenne sont très différents des pays du cœur de l'Union. Certains d'entre eux sont loin d'avoir rattrapé les niveaux de développement de l'Ouest du continent. Ce décalage contribue à expliquer leurs réactions à la crise migratoire ouverte par l'afflux de réfugiés : l'idée de rajouter un problème migratoire à leurs autres préoccupations leur paraît absurde. Ce désaccord sur la gestion de la crise migratoire ne doit pas occulter les grands avantages que retirent ces pays de leur appartenance à l'Union européenne : ils s'intègrent graduellement à l'espace européen et bénéficient d'aides destinées à faciliter leur développement économique. Depuis son entrée dans l'Union, la Hongrie a ainsi reçu chaque année l'équivalent de 6% de son PIB sous forme d'aides européennes nettes. Elle n'aurait pas atteint le niveau de développement qui est le sien aujourd'hui si elle n'avait pas disposé d'un tel soutien. C'est une des raisons pour lesquelles le gouvernement hongrois, qui n'est pas tendre à l'égard de l'Europe, a fait savoir au lendemain du « Brexit » qu'il n'était pas question pour la Hongrie de sortir de l'Union européenne : il veut faire évoluer ses modes de fonctionnement, mais il ne veut pas la quitter.

Le rattrapage des pays d'Europe centrale et orientale en termes de niveau de vie et de libération des systèmes économiques est en réalité très important. Il commence d'ailleurs à se manifester par des hausses de salaire qui rendent ces pays un peu moins compétitifs. Ils conservent encore néanmoins un grand avantage sur ce plan. C'est ce qui explique les investissements directs massifs réalisés par l'Allemagne dans des pays comme la Pologne et la Slovaquie. On peut donc dire que dans l'ensemble, cette expérience a réussi. Il y a certes un peu d'écume qui cache la vague : la déception provoquée par l'incapacité de l'Union européenne à se doter d'une politique migratoire, des ressentiments à l'égard de certains aspects un peu doctrinaires des institutions européennes sur la reconnaissance des racines chrétiennes de l'Europe, etc. Mais ce mécontentement se manifeste dans l'ensemble de l'Union européenne. Il est même plus marqué à l'Ouest qu'à l'Est : on vient de le voir avec le « Brexit ».

Revue des Deux Mondes – Quelles pourraient être les conséquences du « Brexit » pour l'économie britannique et pour l'économie européenne ?

Jacques de Larosière – Il est très difficile de répondre à cette question. Beaucoup d'économistes n'ont pourtant pas hésité à le faire, avec une précision et une apparente certitude qui me rendent pensif. Je ne crois pas à l'exactitude de ces projections, parce que les nombreuses hypothèses qu'elles supposent peuvent être déjouées dans les semaines qui viennent. Mieux vaut faire preuve de modestie en la matière.

Cela étant dit, le « Brexit » est une bien plus mauvaise affaire pour le Royaume-Uni que pour le reste de l'Union européenne. Le Royaume-Uni était en effet le grand gagnant de l'intégration européenne. Par la magie de sa négociation et par son aura, due notamment au fait que ce pays est resté debout pendant la Seconde Guerre mondiale, il a obtenu un statut très particulier. Il bénéficie pleinement du marché unique européen, qui l'intéresse tout particulièrement : plus de 50% de ses exportations sont dirigées vers le reste de l'Union européenne alors que seuls 7% des exportations de ces pays lui sont destinées. L'existence d'un marché entièrement libre favorise donc sept fois plus le Royaume-Uni que les autres pays membres. Les Britanniques ont par ailleurs réussi à tirer le meilleur parti de la liberté de déploiement des services financiers offerte par l'Union européenne, laquelle va au-delà de la liberté complète d'établissement et de l'absence de contrôle des mouvements de capitaux. Grâce au « passeport européen », qui permet à un établissement financier ayant obtenu un agrément auprès d'un État européen d'exercer ses activités dans toute l'Union européenne, les filiales des fonds d'investissement du monde entier peuvent déployer librement leur activité en Europe. Or ces fonds choisissent massivement d'ouvrir de telles filiales à Londres, parce que les autres places européennes ne peuvent mettre à la disposition des grandes maisons financières mondiales les mêmes facilités que la Cité de Londres. Le Royaume-Uni est enfin parvenu à échapper aux aspects de l'intégration européenne qu'il jugeait trop contraignants. Sa contribution nette au budget européen n'est pas significative : elle est près de trois fois plus faible que celle de l'Allemagne. Il ne fait pas partie de l'espace Schengen et a refusé d'adopter la monnaie unique européenne. C'est donc un pays qui est membre d'un club, qui bénéficie de tous les avantages de cette appartenance, qui a même obtenu des avantages supplémentaires, mais qui ne paie pas sa pleine cotisation. Et c'est ce pays-là qui vient de dire qu'il ne veut plus de ce système !

Il est évident que le Royaume-Uni va être pénalisé, parce qu'il sera obligé de négocier les conditions dans lesquelles s'organiseront ses relations avec l'Union européenne. On ne va pas cesser d'acheter les biens qu'il produit, mais il ne participera plus à la définition

de la politique commerciale européenne. Si les Britanniques n'acceptent pas de revenir à la liberté de circulation, en particulier des personnes, ils ne pourront plus bénéficier du « passeport européen ». Or le rejet de la liberté de circulation des personnes a été déterminant dans leur décision de quitter l'Union européenne. La perte du « passeport européen » porterait un gros coup à la Cité de Londres. S'il est impossible de savoir quel sera exactement l'impact du « Brexit » sur la croissance et l'emploi au Royaume-Uni, il est certain qu'il sera négatif. Les pays qui sont restés dans l'Union européenne seront beaucoup moins touchés. Ils pourraient même retirer quelques avantages de la disparition des privilèges dont jouissait le Royaume-Uni.

Les Britanniques ont enfin commis une erreur de jugement. Alors que nombre d'entre eux espéraient provoquer une crise au sein de l'Union européenne en votant pour le « leave », ils ont, en fait, déclenché une profonde crise politique au Royaume-Uni. L'Écosse envisage de réclamer une nouvelle fois son indépendance, ce qui menacerait l'unité du pays. Quant au Parti conservateur, il est à présent totalement divisé. On peut donc se demander pourquoi les Britanniques se sont engagés dans une affaire aussi absurde. Raymond Aron a écrit que « ceux qui croient que les peuples suivront leurs intérêts plutôt que leurs passions n'ont rien compris au XX<sup>e</sup> siècle ». Il me semble que le « Brexit » relève de ce que Pierre Hassner a appelé la « revanche des passions ».