

PARIS - Il fut un temps, il y a vingt ans au plus, où le quartier de l'Opéra à Paris n'était qu'une succession de bureaux, principalement ceux des grandes banques françaises. Après tout, la Banque de France et la Bourse ne sont pas loin. Depuis lors, de nombreuses institutions se sont installées à La Défense, le nouveau quartier d'affaires situé au-delà de l'Arc de Triomphe et de l'avenue de la Grande Armée. Les bureaux de représentation sont restés dans la région. Celui de BNP Paribas, où Jacques de Larosière m'a donné rendez-vous, est installé dans un immeuble de la rue d'Antin, construit entre 1720 et 1722, à l'époque où Louis XV était roi de France.

"Une adresse renommée", écrit la banque dans une brochure. C'était d'abord la résidence noble d'un banquier de l'époque, Etienne Bourgeois de Boynes. Après la Révolution, les biens expropriés sont loués à la municipalité du 2^e arrondissement. Une plaque rappelle que Napoléon Bonaparte et Joséphine de Beauharnais se sont mariés dans les somptueux salons du palais. C'était le 9 mars 1796. On dit que le général est arrivé avec deux minutes de retard. Notre interlocuteur, en revanche, nous a reçus très ponctuellement et nous a escortés avec une hâte surprenante dans un petit bureau au bout d'un long couloir. Trois fauteuils, un bureau et des livres empilés partout.

Pour les plus jeunes, le nom de Jacques de Larosière n'est peut-être pas très parlant. Pourtant, l'homme est au sommet de la finance internationale depuis plus de deux décennies. Directeur du Trésor lorsque le ministère français des finances était installé dans une aile du Louvre, directeur général du Fonds monétaire international, gouverneur de la Banque de France, président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement. Aujourd'hui, à l'âge de 93 ans, il est devenu un homme de lettres combatif. Il vient de publier un ouvrage qui, malgré les tableaux et les graphiques, se veut "un livre de science morale et de science politique".

Le titre du volume est péremptoire : *En finir avec le règne de l'illusion financière* (Odile Jacob, 2022). En un peu plus de 100 pages, l'auteur dénonce les dérives de la finance, proclame la crise du capitalisme et met en garde contre les risques pour la démocratie. Avant de lui donner la parole, quelques données sont essentielles. Selon l'Institut de la finance internationale (IIF), la dette mondiale, publique et privée, a dépassé les 300 000 milliards de dollars. Il représente

360% du produit intérieur brut (en 1970, ce ratio était de 100%). Dans le même temps, la valorisation des actifs financiers a connu une croissance sans précédent, face à une économie qui stagne depuis vingt ans.

"Avec la fin des accords de Bretton Woods (et la décision du président Richard Nixon en 1971 d'abolir la convertibilité du dollar en or, ndlr), les éléments de la discipline monétaire ont pratiquement disparu. L'emprunt sans restriction est devenu le nouveau paradigme, facilité bien sûr par l'impression que la dette ne coûte rien lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro. En temps normal, les courbes de tendance du crédit et de l'économie se chevauchent. Aujourd'hui, l'écart est frappant. Même dans le passé, l'écart entre la croissance de la dette et la croissance économique était parfois important, mais les bulles étaient toujours de courte durée".

Aux yeux de notre interlocuteur, la situation est insoutenable, "stupéfiante", dit-il. Malgré son âge avancé, la lucidité de Jacques de Larosière n'a pas perdu de son éclat. Il est d'une éloquence extraordinaire, son ton est doux, son utilisation des mots est précise et efficace. L'auteur ne peut s'empêcher de penser au langage terriblement mesquin, voire carrément grossier, de nombreux membres de l'establishment actuel dans certains pays, et conclut une fois de plus qu'au mieux, leurs mots cachent l'indigence de leurs arguments.

Pourquoi la situation est-elle si dangereuse ? Tout d'abord parce que lorsque le crédit s'accumule, sa qualité diminue et ensuite parce qu'une période donnée de faibles taux d'intérêt ne pourra jamais durer éternellement. Notre interlocuteur déclare : "Lorsque je suis devenu directeur général du Fonds en 1978, j'ai rapidement remarqué le fort endettement de nombreux pays en développement. J'ai demandé à un membre de mon personnel une note d'explication. Quelques jours plus tard, il est revenu vers moi, rassurant, en affirmant que la croissance économique était toujours supérieure au taux d'intérêt et que le choix de ces pays était donc rationnel. J'ai pris note. Mais dans mon cœur résonnaient les mots de la mère de Napoléon qui, lorsqu'elle arriva dans les splendeurs de Paris après avoir quitté la Corse, dit : "Tant que ça dure..."

Quelques mois plus tard, la Réserve fédérale américaine dirigée par Paul Volcker (1927-2019) a décidé de resserrer agressivement le crédit pour lutter contre l'inflation. En quelques semaines, la forte augmentation du service de la dette a provoqué le défaut de paiement de nombreux pays en développement. La troisième raison d'appréhension est liée au fait que le coût particulièrement bas de l'argent n'incite pas à adopter des réformes exigeantes et, au

contraire, incite à oublier les problèmes. "Comme le dit un ancien ministre des finances belge, la main magique de la dette nous sort des problèmes".

Enfin, quatrième et dernière source d'inquiétude : les gouvernants vivent dans l'angoisse d'un retournement soudain des marchés boursiers. Afin d'éviter le pire, les banquiers centraux sont allés jusqu'à acheter des obligations sur le marché. "Nous chantons la gloire des Greenspan, des Bernanke, et même des Draghi parce qu'ils ont empêché le monde d'entrer en récession, mais ce faisant, ils ont perpétué le vice et cultivé l'aléa moral des investisseurs qui savent qu'ils peuvent compter sur la main magique pour les renflouer. En fait, nous avons "socialisé le risque".

Le coût de l'argent proche de zéro ou légèrement supérieur a donné lieu à la situation illustrée par John Maynard Keynes dans son livre *The General Theory of Employment, Interest, and Money* : le piège à liquidités. Les taux d'intérêt très bas ne permettent pas de rémunérer l'épargne et incitent les investisseurs à garder leur épargne liquide plutôt que de l'investir. "L'investissement productif à long terme est désormais très limité (...) De plus, l'augmentation de l'appréciation financière non seulement n'est pas associée à la croissance de l'économie réelle, mais elle est illusoire, superficielle et réversible".

Vivons-nous une crise du capitalisme, demande l'ancien banquier central ? "Oui. Le capitalisme ne peut pas survivre si nous cultivons continuellement l'aléa moral. Comme je l'ai déjà dit, nous avons socialisé le risque, et je suis convaincu que nous avons changé de paradigme. De plus, l'actuel ne nous permettra pas de résoudre les problèmes auxquels nous sommes confrontés, en premier lieu le vieillissement de la population et la transition climatique, qui nécessiteront des investissements généreux. Mais contrairement à la révolution industrielle, la révolution environnementale ne créera pas de nouvelles ressources. Son objectif est de remplacer un kilowatt polluant par un kilowatt propre. L'essentiel est que nous produirons toujours le même kilowatt'.

Jacques de Larosière est né en 1929, dans le Paris de la Troisième République, dans une famille qu'il décrit comme "bourgeoise", "fidèle à la religion catholique", "dotée d'un sens élevé de l'honnêteté". Son père était un officier de la marine. "Au lycée, j'étais un bon élève. Puis plus tard, j'ai étudié la littérature, le droit, les sciences politiques. En 1958, j'ai réussi le concours de l'École nationale d'administration et j'ai commencé une carrière au ministère des finances". Il est remarqué par Valéry Giscard d'Estaing qui le nomme directeur du Trésor en 1974. Le reste est bien connu.

Comment est-il possible que presque personne n'ait tiré la sonnette d'alarme face à une dette croissante ? "Par le passé, on craignait que les banques centrales ne soient contraintes par les gouvernements à monétiser la dette. Il a donc été décidé de rendre les institutions monétaires indépendantes de la main politique. Pourtant, ce sont les mêmes banques centrales qui ont activement participé à la financiarisation du système économique avec les politiques monétaires dites non conventionnelles. Aujourd'hui, ils vivent dans la crainte des marchés financiers désormais dominants. Et la peur, comme nous le savons, n'est pas un bon conseiller".

Notre interlocuteur est convaincu que la société n'a pas conscience de l'ampleur du phénomène. Il est certain que la fin de la convertibilité du dollar en or a rendu le système financier plus souple, lui permettant de soutenir de nouvelles activités. Mais à quel prix, et quelle est la responsabilité ultime de la direction générale ? "Cette dernière a abdiqué sa mission de défense de l'intérêt général, adoptant une attitude obséquieuse à l'égard de la classe politique pour multiplier ses contacts et arracher quelques avancées de carrière. Il s'agit en définitive d'un "problème moral".

Dans un rapport de 2021, *The Rise and Rise of the Global Balance Sheet*, McKinsey calcule que 77 % de l'augmentation de la valeur nette du bilan mondial - c'est-à-dire à la fois des actifs financiers et des actifs réels - peut être attribuée à l'augmentation des prix et de la valorisation des obligations et des actions. Seuls 23 % dépendent de la création de nouveaux actifs réels. Il y a plus. À peine les 10 % les plus riches de la population mondiale ont bénéficié de cette augmentation, tandis que les salaires et les traitements ont stagné. "La financiarisation n'est plus un moyen entre les mains de l'économie réelle, mais une fin, un objectif du capitalisme", affirme notre interlocuteur.

Le regard ne peut que se porter sur l'avenir des régimes démocratiques dans un contexte de profondes fractures sociales. "La démocratie est une organisation sociale qui permet de débattre des orientations à long terme d'une communauté. La qualité du débat est essentielle. La démocratie est exigeante, elle doit être entretenue, et je pense que deux sont ses principaux moteurs : l'école, qui doit enseigner la réflexion, et la presse, qui doit informer, en incitant les responsables politiques et économiques si nécessaire. Dans les deux cas, nous sommes en faute. Le débat est pauvre. Les bonnes questions ne sont pas posées, et l'inévitable désintérêt des électeurs est généré".

Après des décennies de contribution au gouvernement mondial, notre interlocuteur refuse de "répéter le catéchisme dominant". Assis dans un petit fauteuil inconfortable des salons du

XVIIIe siècle de la rue d'Antin, Jacques de Larosière me regarde soudain dans les yeux derrière des lentilles à monture métallique : "Je me souviens de la dernière interview de Paul Volcker avant son départ de la Réserve fédérale. Son interlocuteur était mal à l'aise avec la personnalité quelque peu bourrue du gouverneur. Elle lui a demandé : si vous deviez résumer sa principale qualité, que répondriez-vous ? Compétence ? Non. Beaucoup sont compétents. La lucidité ? Non. Beaucoup sont lucides. Le bon mot est "caractère", a répondu Paul Volcker. Il voulait dire la liberté de pensée et d'action. J'aimerais pouvoir dire la même chose..."

Beda Romano