

Isabelle CASSIERS
 Chercheur qualifié du FNRS
 et professeur d'économie
 à l'UCL, IRES

Philippe LEDENT
 Assistant et doctorant en
 économie à l'UCL, IRES

Politique monétaire et croissance économique en Belgique à l'ère de Bretton Woods (1944-1971)

En complément des contributions des historiens, qui traitent chacune en détail d'un sous-ensemble de la période 1940-1971, la tâche que la Banque nationale nous a confiée était de reconsidérer l'ensemble de la période (à l'exception des années de guerre) selon le regard du macro-économiste, sans verser dans les excès d'une démarche exclusivement quantitative¹. Que fait le macroéconomiste? Il recherche des causalités globales. S'il le fait dans le souci de comprendre le rôle des institutions – et la Banque nationale en est une par excellence – il voit très vite apparaître, derrière les causalités économiques, un réseau complexe de causalités socio-politiques.

Comprendre les enjeux, les défis de la politique monétaire belge supposait, à nos yeux, de la resituer dans son contexte, en commençant par le plus fondamental, qui est de comprendre comment le monde change durant cette période (chapitre 1). Car c'est une période très singulière – souvent dénommée âge d'or du capitalisme – profondément marquée par la signature des accords de Bretton Woods en 1944, par la difficulté de la mise en application de ces accords, qui a nécessité la création d'une Union européenne des paiements, par la volonté de pacifier l'Europe et d'en faire un bastion de l'économie de marché, d'où le projet de Communauté économique européenne. Ce quart de siècle est une période exceptionnelle: jamais avant, jamais après, le monde en général et l'Europe en particu-

lier n'ont connu une croissance aussi vigoureuse (figure 2). Les performances inédites de ce quart de siècle semblent largement imputables à la mise sur pied, juste après la Seconde Guerre mondiale, de toute une architecture institutionnelle destinée à encadrer le marché, à piloter la croissance:

- au sein des Etats-nations, c'est l'éclosion des pactes sociaux, de la sécurité sociale, des politiques de relance keynésiennes;
- sur le plan international, l'instauration du système monétaire de Bretton Woods est un bel exemple d'une volonté collective de discipliner les marchés. Cette volonté commune était bien nécessaire pour stabiliser provisoirement les taux de change (figure 1).

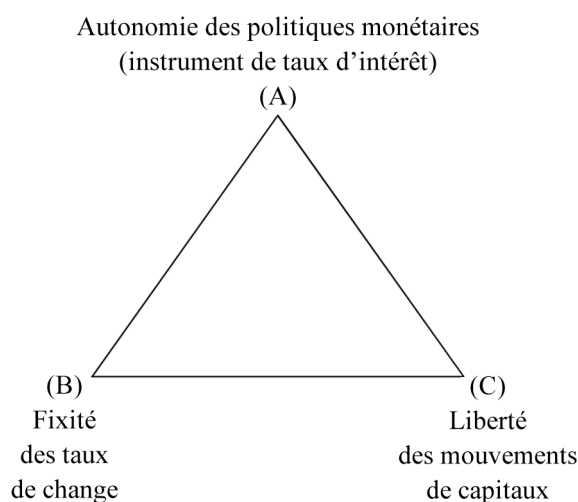
Comprendre la genèse, l'épanouissement et le déclin d'un régime de croissance révolu dépasse l'intérêt historique: cela fournit un recul essentiel pour interpréter les transformations qui bouleversent aujourd'hui nos économies et nos sociétés. A cet égard, l'étude d'une petite économie ouverte n'est certainement pas dénuée d'intérêt. Bien au contraire.

Le chapitre deux recentre l'analyse sur la Belgique, sur ses performances macroéconomiques, sur ces caractéristiques institutionnelles. Au cœur d'une Europe en construction, la Belgique des années 1950 et 1960 constitue le prototype des économies européennes contemporaines. Au début

1. Isabelle CASSIERS et Philippe LEDENT, *Politique monétaire et croissance économique en Belgique à l'ère de Bretton Woods (1944-1971)*, Bruxelles, Banque nationale de Belgique, 2005. Le discours dont cet article est issu était accompagné d'une rétroprojection dont seules les principales figures sont reproduites en fin de texte.

des années cinquante, elle a déjà atteint le degré d'ouverture que les autres atteindront en fin de siècle. Cela la rend très vulnérable. Mais elle est forte de son passé industriel, de son bagage culturel et social qui lui permet d'apporter son savoir faire et d'innover en matière institutionnelle. Notez que ces qualités sont aujourd'hui fréquemment attribuées à l'ensemble du vieux continent. Par sa taille et son ouverture, la Belgique n'a pas d'autre choix que de montrer la voie dans la quête désormais quasi-universelle d'une intégration adéquate à un espace de plus en plus internationalisé.

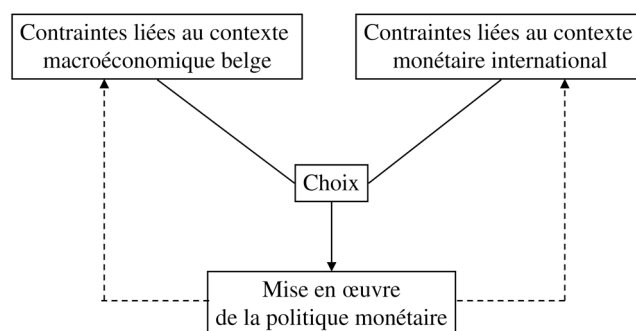
Un des outils dont elle dispose pour y parvenir est la politique monétaire. Et nous voici enfin au cœur du sujet: analyser la politique monétaire d'une économie ouverte en régime de changes fixes. On aurait pu croire que la tâche fut aisée. L'économiste dispose de bons modèles et de solides théories. Prenons par exemple le très célèbre triangle d'incompatibilité de Mundell:



Il nous rappelle que, des trois objectifs énoncés aux pointes du triangle, on ne peut en poursuivre que deux simultanément. Ainsi, en régime de taux de change fixes, il faut choisir entre l'autonomie des politiques monétaires et la liberté des mouvements de capitaux. Les principes initiaux de Bretton Woods optaient pour une formule proche du côté gauche du triangle (segment AB), de fortes restrictions dans les mouvements de capitaux devant assurer l'autonomie des politiques économiques nationales. Mais au fil des années, on s'est *de facto* rapproché de la base du triangle (segment BC), de telle sorte que cette période, que l'on pourrait croire a priori très homogène, est en fait très hybride, et ne se prête pas à une interprétation sur base d'un modèle unique. Que dire alors du cas belge, puisque nous excellons dans l'art de l'hybridation! C'est à cette époque que nous avons inventé le double marché des changes, qui fait littéralement exploser le

triangle de Mundell, en permettant l'existence simultanée d'un marché réglementé et d'un marché libre. Non, vraiment, les modèles préfabriqués ne conviennent pas bien à la Belgique. Loin d'une démarche théorique froide, le marché monétaire belge doit être appréhendé comme un organe vivant – semble nous dire un étonnant schéma issu d'une publication de la Banque nationale (figure 6) – appréhendé comme un cœur humain par exemple, au fonctionnement complexe et sensible. Il s'agit alors de s'intéresser à l'éréthisme cardiaque – extrasystoles et autres tachycardies – tout autant qu'à son anatomie.

Voici donc comment nous avons procédé. En premier lieu, nous avons systématiquement identifié les contraintes auxquelles les autorités monétaires sont confrontées. Il y en a de deux sortes. D'une part les contraintes liées au contexte macroéconomique et institutionnel belge. La dette publique par exemple. Jusqu'au milieu des années 60 elle atteint un niveau qui ne serait pas toléré par les accords de Maastricht (figure 3)... Pendant les années cinquante, la nécessité de son financement restreint les initiatives des autorités monétaires belges, ce qui les agace d'ailleurs considérablement. Ce graphique laisse apparaître un certain contraste entre les années 50 et les années 60, contraste que l'on retrouvera à bien des égards.



Le deuxième pôle de contraintes que nous avons systématiquement identifié est issu du contexte monétaire international. Il importe de rappeler ici que la contrainte externe est changeante au cours de la période. On passe notamment de l'inconvertibilité à la convertibilité, via toute une panoplie d'accords bilatéraux ou multilatéraux; on passe de la restriction à la libéralisation des mouvements de capitaux. Pour rester dans notre métaphore cardiologique, en Belgique, le double marché des changes fait office d'électrocardiogramme (figure 7). Les voici, les extrasystoles! La tachycardie est fréquente en début et en fin de période, les écarts récurrents entre les cours du marché libre et les parités officielles étant révélateurs de déséquilibres. En fait, Bretton Woods n'atteint et ne maintient son régime de croisière que pendant quelques années, de 1960 à 1967 environ.

Face à ces contraintes, internes ou externes, les autorités monétaires posent des choix: par exemple celui d'une stabilité des prix, par exemple celui d'une parité forte, peut-être *trop forte* dans les années quarante et cinquante. Ces choix président à la mise en œuvre de la politique monétaire dont les effets peuvent rejaillir sur les contraintes et les modifier. Tel est l'objectif, par exemple, des grandes réformes monétaires de 1957 et de 1962.

C'est l'ensemble de ces enchaînements que nous avons tenté de mettre en lumière en organisant l'analyse de la politique monétaire belge proprement dite en trois chapitres correspondant à trois périodes aux caractéristiques distinctes:

- l'immédiat après-guerre, marqué par la reconstruction, l'opération Gutt, le bref miracle économique belge (chapitre 3);
- les années 50-58 caractérisées par l'inconvertibilité, l'endettement public, la surévaluation, la croissance lente (chapitre 4);
- les années 60 durant lesquelles tout semble s'assouplir, se détendre et conduire enfin, brièvement, à l'âge d'or (chapitre 5).

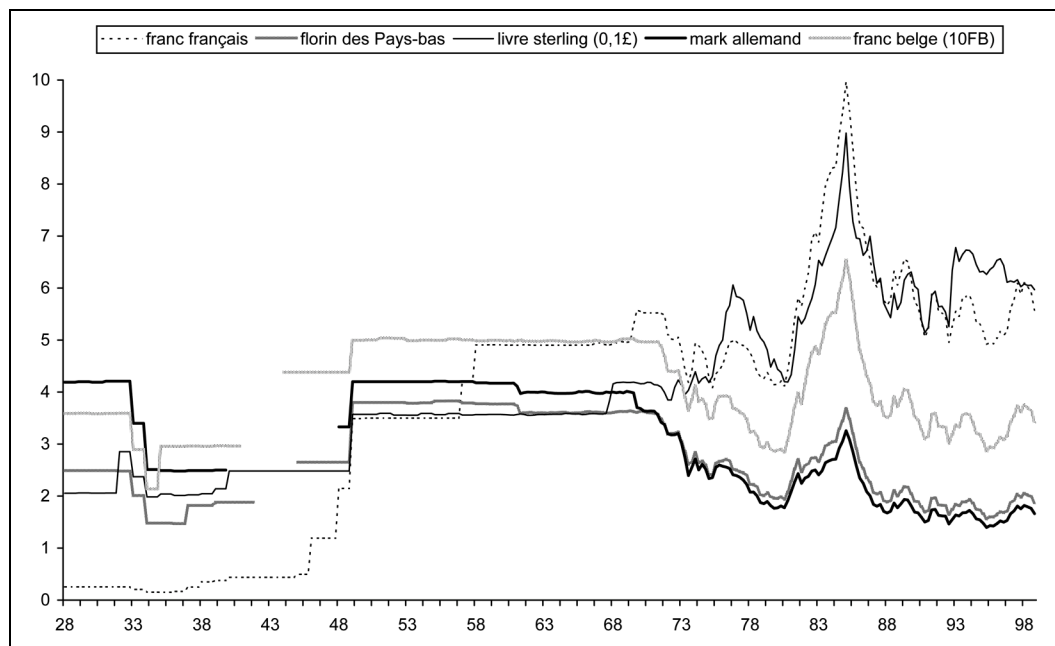
Notre travail étant celui de l'économiste, nous n'avons pas plongé dans les archives, nous nous sommes basés sur les statistiques et rapports officiels ainsi que sur une littérature abondante. Ce qui nous frappe a posteriori, c'est de retrouver de manière si limpide, dans une série statistique, ce que l'historien exhume des procès verbaux, courriers et autres notes. Ainsi en va-t-il par exemple de l'irréductible

attachement de la Belgique à l'or (figure 4), qui culmine avec cette étrange loi monétaire de 1957, retour singulier et unilatéral à l'étalon-or pourtant révolu. On est parfois tenté d'y voir le signe d'une résistance aux changements en cours dans d'autres lieux de décision et de par le monde. Pendant les années cinquante, en Belgique, la politique monétaire et la politique budgétaire semblent se référer à des univers doctrinaux distincts et leurs discordances freinent la croissance économique.

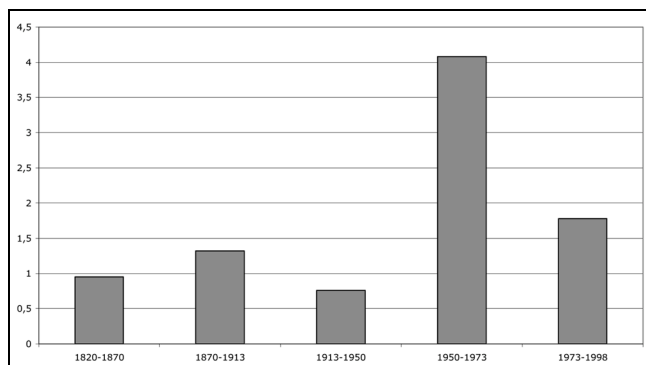
Ce sont des changements très pragmatiques, introduits au coup par coup, sous diverses pressions, dans l'exercice de la politique monétaire, qui vont finalement l'assouplir jusque dans ses objectifs et amorcer un changement de paradigme, dont les années soixante récolteront le fruit (figure 5).

Au terme de ce parcours, on mesure à quel point les objectifs et les instruments de la politique monétaire contemporaine ont été façonnés par les expériences passées, expériences souvent bien différentes des anticipations des acteurs de l'époque. Ceci évoque pour nous une analyse remarquable de Tommaso Padoa-Schioppa, pour qui les institutions s'adaptent par essai et erreur. Les problèmes qu'elles doivent affronter sont si complexes, nous dit-il, que les solutions théoriques sont rarement applicables. L'histoire des banques centrales montrerait que les réformes les plus réussies ont été obtenues par un dosage subtil, prudent, de changement et de continuité. *"These may be the reasons why pragmatism and conservatism are so often associated with central bankers"*².

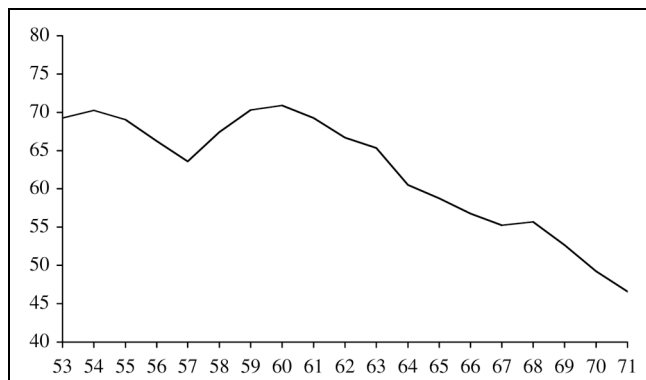
2. T. PADOA-SCHIOPPA, "Adapting Central Banking to a Changing Environment", in T. BALINO et C. COTTARELLI (eds.), *Frameworks for Monetary Stability*, IMF: Washington, 1994.

Figure 1: Cours de différentes monnaies par rapport au dollar 1928-1998

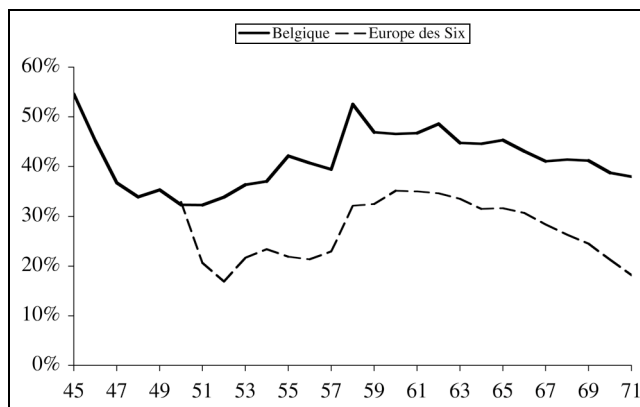
Source: Calculs propres sur base de l'*Annuaire statistique* des Nations Unies (pour 1928-1948) et des *Statistiques financières internationales* du FMI (depuis 1949).

Figure 2: Croissance moyenne du PIB réel par tête en Europe de l'Ouest (%)

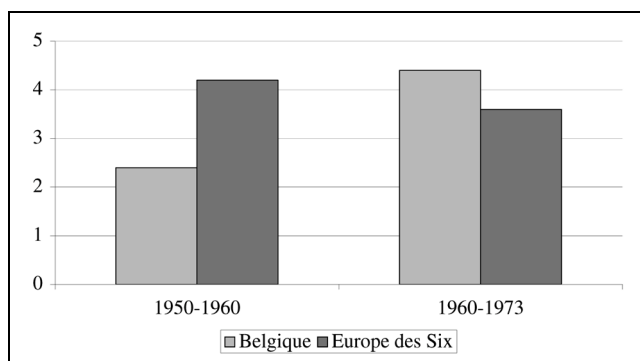
Source: Données de A. Maddison: *The World Economy: a Millennial Perspective*, Paris: OCDE, 2001.

Figure 3: Dette publique en % du PIB (dette officielle du Trésor)

Source: *Statistiques économiques belges*, BNB.

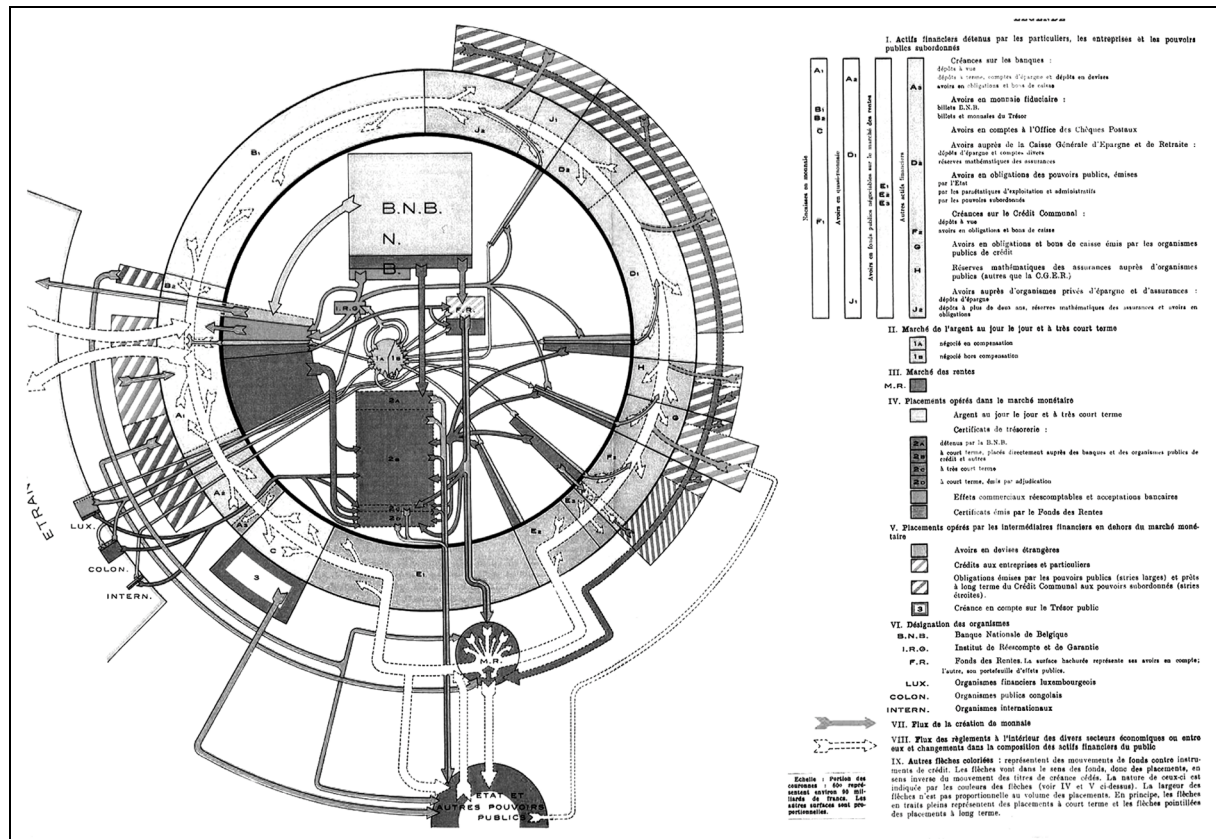
Figure 4: Couverture-or de la base monétaire

Source: Calculs propres sur base des bilans de la BNB pour la Belgique et des *Statistiques financières internationales* du FMI pour les cinq partenaires: Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Pays-Bas (moyenne pondérée à partir de la base monétaire).

Figure 5: PIB réel par tête (taux de croissance annuel moyen en %)

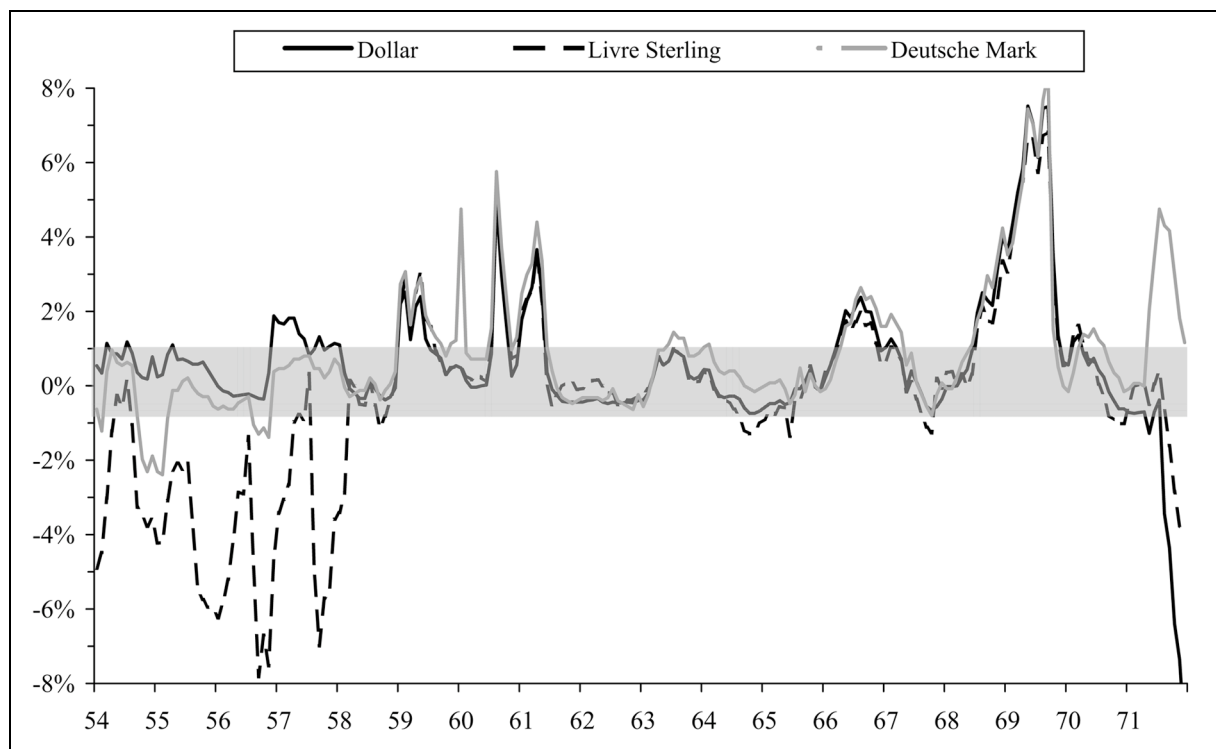
Source: *Bulletin hebdomadaire* de la Kredietbank, 1996, n° 5, sur base de Maddison, OCDE et Commission européenne.

Figure 6: Le marché monétaire en Belgique selon la BNB (1960)



Source: Bulletin d'information et de documentation de la BNB (1960), Vol. I, n° 4, p. 173.

Figure 7: Déviation du cours des devises sur le marché libre par rapport aux parités officielles



Source: Calculs propres sur base des *Statistiques économiques belges* de la BNB.