

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

Isabelle Cassiers et Philippe Ledent (UCL)

Bruxelles, Banque nationale de Belgique

La politique monétaire, outil majeur à disposition des nations ou des régions pour influencer leur développement économique, fait aujourd'hui l'objet d'une connaissance de plus en plus fine et rigoureuse, mais laisse sans cesse apparaître de nouveaux défis. Quoiqu'elle bénéficie des développements remarquables de la science économique, les plus grands experts peuvent encore considérer que son exercice relève également de l'art. Des décennies d'expérience, la crédibilité acquise par les banques centrales, l'appui de modèles économétriques toujours plus sophistiqués ne peuvent éviter aux analystes et aux banquiers centraux d'être en permanence confrontés à de nouvelles questions issues d'un environnement en évolution constante.

Les connaissances sur lesquelles les acteurs contemporains peuvent fonder leurs décisions sont le fruit d'un long apprentissage. Les objectifs et les instruments de la politique monétaire contemporaine ont été façonnés par les expériences passées en la matière, expériences souvent bien différentes des anticipations des acteurs de l'époque.

A cet égard, la période de Bretton Woods (1944-1971), généralement considérée comme « l'âge d'or du capitalisme », est riche en enseignements. C'est au lendemain de la deuxième guerre mondiale que les bases de la politique monétaire contemporaine sont jetées, dans un environnement que les dirigeants politiques voulaient stabiliser. Les accords fondateurs instaurent simultanément un régime de change stables et les institutions internationales nécessaires pour les administrer, au moment même où les pactes sociaux transformaient la donne des politiques économiques nationales. L'élaboration de celles-ci semblait donc pouvoir s'inscrire avec une certaine aisance dans un cadre international bien balisé.

L'étude du cas belge est d'autant plus intéressante que notre économie constitue à l'époque une sorte de prototype des économies européennes contemporaines : elle est très ouverte sur l'extérieur et donc souvent vulnérable, mais forte de son passé industriel et de son bagage culturel et social qui lui permet d'apporter son savoir-faire et d'innover en matière institutionnelle. Par sa taille et son ouverture, elle 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.

L'analyse que nous proposons dans cet ouvrage part du constat que le contexte international dessiné par les accords de Bretton Woods est loin d'être homogène d'un bout à l'autre de la période concernée : l'apparente régularité de ce quart de siècle, qui fait souvent figure de référence, est trompeuse. La contrainte extérieure qui s'impose à la Belgique est continuellement changeante et suppose de la part des autorités monétaires un exercice d'adaptation sans cesse renouvelé. Partant d'une situation extrême héritée de la guerre, désordre majeur qui appelait une intervention de choc, la politique monétaire belge a connu, durant ce quart de siècle, des transformations d'une ampleur inédite. Par des réformes successives et des améliorations répétées, elle recherche constamment – et parfois laborieusement – le mode opératoire le plus approprié au contexte en vigueur.

L'ouvrage est structuré en cinq chapitres. Le premier pose le décor général en analysant le contexte mondial et européen des années 1944 à 1971. Le deuxième chapitre recentre l'éclairage sur la Belgique, sur ses caractéristiques macroéconomiques et institutionnelles, sur les rythmes de sa croissance. Ce double cadrage conduit à scinder l'analyse de la politique

monétaire proprement dite en trois périodes successives qui, pour des raisons tant internes qu'externes, présentent des régularités bien distinctes.

- La fin des années quarante est marquée par l'impact économique de la guerre, tant sur le plan national (crainte d'une hyperinflation, ampleur sans précédent de la dette publique) qu'au niveau international (inconvertibilité des monnaies, absence d'accords de paiement). En 1944, la force des accords de Bretton Woods est de proposer le cadre de stabilité monétaire qui manquait aux économies occidentales des années trente, et de le concevoir de façon suffisamment souple pour préserver l'autonomie des politiques économiques de chaque pays. En Belgique, l'opération Gutt de 1944 apparaît comme un point de départ essentiel pour la conduite ultérieure de la politique monétaire dont les maîtres mots seront une stabilité des prix et un franc fort. Cette réforme monétaire apparaît comme une des composantes du « miracle belge » de l'immédiat après-guerre. Elle permet d'assainir et de contenir la circulation monétaire, d'éviter un épisode d'inflation galopante semblable à celui qui avait suivi la Première Guerre mondiale et auquel d'autres pays, tels la France et l'Italie, sont à nouveau confrontés. Malgré cela, la prospérité belge se heurte rapidement aux contraintes imposées par la gestion de la dette publique, par l'inconvertibilité des monnaies européennes entre elles et par la lenteur de la mise en œuvre effective des principes généraux de Bretton Woods.
- Les années cinquante, ou plus précisément les années 1950-1958, voient l'accélération du processus de reconstruction de relations commerciales stables entre les nations. Pour surmonter l'inconvertibilité des monnaies européennes, une institution nouvelle, l'Union européenne des paiements, vient se greffer sur les accords initiaux de Bretton Woods, qui font preuve d'une grande souplesse. La politique monétaire belge est prise en tenaille entre les particularités de la contrainte externe sous le régime de l'UEP et une contrainte interne imposée par le problème lancinant de la dette publique. Dans ce contexte, le pari d'un franc fort et le contrôle strict de l'inflation, qui priment sur tout autre objectif, semblent freiner la croissance, relativement lente en Belgique, alors qu'elle s'accélère dans la plupart des pays européens. La réforme monétaire de 1957 apporte une amélioration substantielle au fonctionnement des marchés financiers, mais reste limitée par la contrainte de financement des pouvoirs publics. On pourrait y voir une tentative d'accorder plus finement la politique monétaire et la politique budgétaire, dont les discordances paralysent quelque peu la croissance des années cinquante. En fin de décennie, l'évolution du contexte international – traité de Rome, retour à la convertibilité des monnaies – et l'affirmation progressive de nouvelles conceptions de politique économique vont permettre à l'économie belge de tirer un meilleur parti de la prospérité européenne.
- Les années soixante – 1959-1971 très exactement – sont celles de l'apothéose puis de l'agonie du régime de Bretton Woods. Le retour à la convertibilité des monnaies permet au système monétaire international de se conformer enfin au modèle imaginé par ses fondateurs et d'atteindre son allure de croisière. Libérée de nombreux carcans, la croissance belge atteint des records historiques et dépasse la moyenne européenne. La réforme monétaire de 1962 parvient enfin à supprimer les coefficients bancaires, dernier archaïsme issu de l'immédiat après-guerre, et permet aux banques de reprendre un rôle important dans le financement du secteur privé, au moment où l'investissement et la croissance économique connaissent un coup de fouet. Bien plus qu'une réforme des instruments de politique monétaire, elle réorganise l'architecture financière du pays. L'évolution des modalités pratiques de la politique monétaire s'accompagne d'une transformation progressive et tout aussi profonde de ses objectifs. On voit ici des changements très pragmatiques, introduits au coup par coup sous diverses pressions, aboutir à un changement de paradigme. L'objectif keynésien d'un soutien de la croissance gagne du terrain sur l'exigence plus classique de prix stables et de franc fort. Mais la croissance apporte de nouveaux défis. L'essor et la libéralisation des échanges

internationaux placent les autorités monétaires belges face aux risques des mouvements spéculatifs. Le recours à des solutions institutionnelles originales, comme le double marché des changes, reflète la volonté d'adapter le mieux possible la politique monétaire et de change aux contraintes spécifiques du pays et du moment. En permettant aux autorités monétaires de ne plus se soucier des variations à très court terme des taux d'intérêt, ce mécanisme assouplit le *diktat* des mouvements de capitaux dont l'extraordinaire expansion marque les dernières années du système de Bretton Woods et révèle bientôt ses failles, au cœur même de la prospérité. La spéculation sur l'or, l'abondance d'eurodollars en quête de placement, la montée de l'inflation, annoncent déjà les déséquilibres à venir et semblent rappeler à l'observateur que tout régime de croissance est par nature fragile et provisoire.