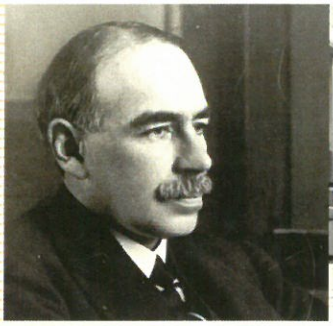
La Banque nationale de Belgique
1939-1971

Volume 4
Politique monétaire et croissance économique en Belgique à l'ère de Bretton Woods (1944-1971)

Isabelle Cassiers Philippe Ledent



Banque nationale de Belgique

La Banque nationale de Belgique
1939 - 1971

Volume 4
Politique monétaire et croissance économique en Belgique à l'ère de Bretton Woods (1944 - 1971)

Isabelle Cassiers Philippe Ledent

Banque nationale de Belgique
2005

COUVERTURE :

De gauche à droite :

John Maynard Keynes (1883 - 1946).

Salle des guichets du siège social de la Banque.

Affiche publicitaire pour l'emprunt de reconstruction de 1950, détail.

Cet ouvrage ne peut être reproduit, inséré dans un fichier, ou diffusé, en tout ou en partie, que moyennant l'autorisation préalable et écrite de l'éditeur.

D/2005/210/04

Le présent ouvrage est publié à l'occasion du cent soixante-quinzième anniversaire de la Belgique. Il relate l'histoire de la Banque nationale et de la politique monétaire du début de la Seconde Guerre mondiale à la fin du système de Bretton Woods.

Il est composé de quatre volumes intitulés :

Oorlog en monetaire politiek : de Nationale Bank van België, de Emissiebank te Brussel en de Belgische regering, 1939 –1945
H. Van der Wee & M. Verbreyt

La politique monétaire belge dans une Europe en reconstruction (1944 –1958)
R. Brion & J.-L. Moreau

Van de *golden sixties* tot de val van Bretton Woods (1959 –1971)
W. Pluym & O. Boehme

Politique monétaire et croissance économique en Belgique à l'ère de Bretton Woods (1944 –1971)
I. Cassiers & Ph. Ledent

La Banque remercie les auteurs pour leur contribution à l'étude d'une période particulièrement mouvementée de l'histoire monétaire de la Belgique. Les opinions et les jugements de valeur figurant dans cet ouvrage sont ceux des auteurs. Ils en prennent l'entière responsabilité.

Le présent volume est dû à Isabelle Cassiers, chercheur qualifié du FNRS et professeur d économie à l UCL (IRES) et à Philippe Ledent, assistant et doctorant en économie à l UCL (IRES).

TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS 11

INTRODUCTION GÉNÉRALE 13

REMERCIEMENTS 15

INTRODUCTION 17

Chapitre 1 : CONTEXTE MONDIAL ET EUROPÉEN 21

1.1 La période de Bretton Woods, ou « l âge d or du capitalisme » 21

Une croissance exceptionnelle 21

Une architecture institutionnelle originale 22

Un équilibre néanmoins fragile 25

1.2 Les caractéristiques du système monétaire international de Bretton Woods 26

Ni étalon-or, ni changes flottants 26

Le plan White et le plan Keynes 28

Les principes des accords de Bretton Woods 29

La lente marche vers la convertibilité (1944-1958) 30

Régime de croisière et problèmes de fond (1959-1967) 33

La crise du régime de Bretton Woods (1968-1971) 35

Un régime performant, malgré ses faiblesses 36

1.3 Le contexte européen : Union des paiements et Communauté économique 39

L UEP (1950-1958) : une transition pragmatique vers la convertibilité 40

Les progrès de l intégration européenne 42

Chapitre 2 : CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE BELGE 47

2.1 Les performances macroéconomiques belges (1944-1973) 47

Structures, institutions, croissance : un premier survol 48

Le « miracle belge » de l'immédiat après-guerre 51

Une croissance relativement lente dans les années cinquante 53

Un changement de régime dans les années soixante 55

2.2 La politique monétaire et de taux de change : de la théorie à la pratique 56

Les objectifs de la politique monétaire 56

Équilibre externe et balance des paiements 57

Les limites de la politique monétaire en régime de changes fixes 58

La gestion des liquidités 60

Les instruments de la politique monétaire 61

2.3 Les institutions monétaires belges 62

La Banque nationale de Belgique 63

L Institut de réescompte et de garantie 63

La Commission bancaire 64

Le Fonds des rentes 65

L Institut belgo-luxembourgeois du change 65

Chapitre 3 : LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DE 1944 À 1949 71

3.1 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte macroéconomique belge 71

Avatars classiques d'une situation d'après-guerre 71

La réforme Gutt, une étape capitale 74

Les coefficients bancaires de 1946 78

3.2 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte monétaire international 79

Débuts difficiles pour des accords ambitieux 79

Les premiers pas vers la multilatéralisation des paiements 81

Les dévaluations de 1949 82

3.3 Mise en œuvre de la politique monétaire 83
Objectifs et instruments de la politique monétaire dans l'immédiat après-guerre 83
Appréciation quantitative 85
Les sources de la création monétaire (1) : la poursuite de l'effort de guerre 91
Les sources de la création monétaire (2) : le commerce international en régime de convertibilité imparfaite des monnaies 92
Les sources de la création monétaire (3) : le développement des crédits bancaires 94
Les sources de la création monétaire (4) : les déficits publics 95
3.4 Synthèse : le « miracle belge » des années quarante 96
L'objectif de stabilité du franc n'est-il pas prématuré ? 97
La dévaluation de 12,3 p.c. par rapport au dollar est-elle opportune ? 97
Chapitre 4 : LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DE 1950 À 1958 103
4.1 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte macroéconomique belge 104
L'endettement public : une contrainte intérieure majeure pour la politique monétaire 104
Un taux d'épargne important en Belgique 107
La difficile mise en œuvre de réformes institutionnelles 107
La réforme du marché monétaire de 1957 108
La loi monétaire de 1957 : un statut retrouvé 110
4.2 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte monétaire international 111
Les suites de la dévaluation de 1949 : perte de compétitivité de la Belgique 111
L'UEP et les imperfections de la convertibilité : problèmes et solutions institutionnelles 113
Mouvements de capitaux et perte d'autonomie de la politique monétaire 116
La création du double marché des changes 117

4.3 Mise en œuvre de la politique monétaire 118
Maintien d ùne ligne de conduite ferme 118
Appréciation quantitative 119
Politique monétaire, inconvertibilité partielle des monnaies et mouvements de capitaux 124
Politique monétaire et financement de l État 127

4.4 Synthèse : la croissance lente des années cinquante 129

Chapitre 5 : LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DE 1959 À 1971 135

5.1 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte macroéconomique belge 135
Prise de conscience des problèmes macroéconomiques 135
Contrôle des déficits publics et stimulation de la croissance 136
Réforme continue du cadre de la politique monétaire 138

5.2 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte monétaire international 143
Une petite économie ouverte face aux mouvements de capitaux 143
Renforcement de la construction européenne 145

5.3 Mise en œuvre de la politique monétaire 146
Assouplissement des objectifs de la politique monétaire 146
Appréciation quantitative 147
La gestion des équilibres interne et externe 151

5.4 Synthèse : dynamique contrastée des années soixante 154

CONCLUSION 159

BIBLIOGRAPHIE 163

Annexe 1 : TABLEAUX 173

Annexe 2 : GRAPHIQUES 187

Annexe 3 : REPÈRES CHRONOLOGIQUES 219

AVANT-PROPOS

Cela fait aujourd'hui déjà plus de cinq ans que la Banque nationale de Belgique fait partie de l'Eurosystème, qui est en charge de la politique monétaire unique de la zone euro. Le 1er janvier 1999 a été un moment-clé pour les banques centrales de l'Union européenne car elles ont alors entamé un nouveau et passionnant chapitre de leur histoire, longue, pour certaines d'entre elles, de plus de trois siècles; la Banque nationale de Belgique compte pour sa part 155 années d'existence.

Depuis le milieu du siècle passé, la Banque a entrepris de raconter son histoire. Un premier ouvrage, qui couvre la période comprise entre 1850 et 1918, a été publié en 1950, à l'occasion du centième anniversaire de l'institution. C'est l'œuvre de Pierre Kauch. Le tome 2, paru en 1975, a été rédigé par les professeurs Herman Van der Wee et Karel Tavernier et traite de l'histoire de la Banque et de la politique monétaire belge dans l'entre-deux-guerres.

Le tome 3, publié en 2005 à l'occasion du 175e anniversaire de la Belgique, va de 1940 (début de la Seconde Guerre mondiale) à 1971, lorsque le dollar a cessé d'être convertible en or et que le système des cours de change fixes a pris fin.

Cette période très complexe remplit quatre volumes. Pour l'analyser, la Banque a fait appel à une équipe de chercheurs composée d'éminents spécialistes dont l'approche scientifique est une garantie d'objectivité. Le professeur Van der Wee traite de la période de la guerre et de l'assainissement monétaire qui a suivi (opération Gutt). René Brion et Jean-Louis Moreau présentent les années 1945 à 1958. Celles-ci commencent par les importantes réformes apportées aux statuts de la Banque après la Seconde Guerre mondiale et se terminent par le retour à la convertibilité externe des monnaies de treize pays européens et de quinze pays non européens à la fin de 1958. Walter Pluym, qui a coordonné le projet et Olivier Boehme, traitent de la période allant de 1959 à 1971, durant laquelle la Banque a dû relever trois défis: le nouveau rôle du dollar en tant que monnaie internationale, l'amorce de l'unification monétaire européenne et la politique monétaire interne. Enfin, le professeur Isabelle Cassiers et Philippe Ledent ont rédigé un dernier volume, consacré à l'incidence de la politique monétaire et de change sur l'économie belge.

Je remercie les auteurs pour les études approfondies et circonstanciées qu'ils ont consacrées à ces sujets. Ces quatre volumes seront des ouvrages de référence pour tous les chercheurs désireux d'en savoir plus sur le rôle de la Banque durant cette période.

À la lecture de cette histoire, il apparaît clairement que le caractère public de la Banque et son ancrage dans la société se sont renforcés au fil des années, comme en témoigne la souscription par l'État de la moitié des actions de la Banque en 1948. Cette évolution, qui s'est poursuivie après 1971, est aujourd'hui toujours d'actualité.

La Banque nationale de Belgique est en effet devenue plus qu'une simple banque centrale. Elle sert l'ensemble de la collectivité et rend de multiples services à l'État, aux entreprises et aux particuliers. Ainsi, elle est caissier de l'État, gère la centrale des bilans et la centrale des crédits, établit un très grand nombre de statistiques et réalise des études consacrées aux économies belge et européenne. Ces exemples montrent que les pouvoirs publics et la communauté financière continuent de faire appel à la Banque lorsqu'il s'agit de mener des projets relevant de ses domaines de compétence.

La publication des quatre volumes relatifs à la période comprise entre 1940 et 1971 coïncide avec celle, par Lannoo, d'un livre illustré destiné à présenter à un large public les grands moments de l'histoire de l'institution de 1850 à 2002.

Guy Quaden
Gouverneur.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Couvrant la période 1939 – 1971, le présent ouvrage constitue le troisième tome de l'histoire de la Banque nationale de Belgique. Il complète le livre de Pierre Kauch sur les années 1850 – 1918 et celui d'Herman Van der Wee et Karel Tavernier sur l'entre-deux-guerres. L'idée d'écrire un livre a vu le jour en 1996. L'équipe de recherche a été pleinement constituée en 1999. Au total, c'est pendant neuf ans que des recherches approfondies ont été menées dans les nombreuses archives de la Banque et de beaucoup d'autres institutions, voire de particuliers.

Ces années de travail ont débouché sur la rédaction de quatre gros volumes qui se veulent le reflet d'un passé complexe. Clio, la muse de l'Histoire, ne se laisse pas facilement apprivoiser. La perspective de l'historien est limitée par les sources, sa capacité à s'y frayer un chemin et à les comprendre, la façon dont il est parfois amené à en combler les lacunes et surtout ses capacités à construire un récit. Il doit en effet déterminer le contenu de son ouvrage. Écrire, c'est faire des choix tout en restant cohérent, honnête et instructif.

Le premier des quatre volumes traite de la Banque dans la tourmente du second conflit mondial. Herman Van der Wee y présente la suite de son précédent ouvrage sur la Banque, en se fondant sur sa longue expérience et son érudition dans le domaine de l'histoire bancaire et économique. Aidé de sa femme, Monique Verbreyt, il s'est fondé sur une documentation considérable rassemblée par Walter Pluym, Joseph Makart et Olivier Boehme et des recherches menées en Belgique mais aussi en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Pour Pluym, tous les fichiers d'archives de la Banque relatifs à la période étudiée ont été exploités. Il a ainsi contribué à élucider le mystère entourant le vol de l'or de la Banque par les nazis. Makart a étudié en profondeur la question des avoirs juifs, notamment à la Banque des règlements internationaux à Bâle. Quant à Boehme, il a dépouillé un grand nombre d'archives belges et s'est rendu, avec Pluym, à la Banque de France et à la Banque d'Angleterre.

Dans le deuxième volume, René Brion et Jean-Louis Moreau commencent par exposer les importantes réformes statutaires mises en œuvre à la Banque après la guerre. Ils terminent leur contribution en relatant le rétablissement de la convertibilité externe des monnaies de treize pays

européens et de quinze autres pays le 27 décembre 1958. De même que la partie de Van der Wee s'achève à la fois sur la capitulation allemande et sur le départ de Goffin et Theunis qui occupèrent le poste de gouverneur pendant la guerre, les douze années étudiées par Brion et Moreau coïncident avec le mandat de Maurice Frère.

Dans le troisième volume, Walter Pluym et Olivier Boehme évoquent les événements qui ont marqué le mandat d'Hubert Ansiaux. Durant cette période, la Banque a été confrontée à trois défis majeurs en tant qu'autorité monétaire du pays : l'affaiblissement du rôle de monnaie internationale attribué au dollar, la difficile unification monétaire européenne et la politique monétaire nationale. Par ailleurs, en se fondant sur de nouvelles sources de première importance et sur des fonds d'archives externes dépouillés par Boehme, Pluym a montré en quoi la Banque a participé aux développements internationaux en matière monétaire. Boehme a rédigé le chapitre sur le rôle de la Banque dans la politique du Congo belge et celui qui porte sur la question inédite de sa contribution dans l'essor de l'économie mixte après la guerre. Enfin, avec l'aide de Jean-Percy Cassiers et de Joseph Makart, Walter Pluym et Olivier Boehme ont rédigé le chapitre relatif à la Banque en tant qu'entreprise.

Le quatrième et dernier volume complète les recherches des historiens : il parcourt à nouveau l'ensemble de la période sous l'angle de la macroéconomie historique. Isabelle Cassiers et Philippe Ledent s'attachent à mettre en évidence les multiples interrelations entre le contexte économique mondial à l'ère de Bretton Woods (1944-1971), les particularités structurelles ou institutionnelles de l'économie belge et la conduite de la politique monétaire. L'évolution de celle-ci y apparaît comme un cheminement complexe au sein de contraintes mouvantes. En annexe, une série de tableaux et de graphiques donnent une vue synthétique de ce quart de siècle.

Walter Pluym
Coordinateur.

REMERCIEMENTS

Cette étude a bénéficié du soutien intellectuel et logistique de nombreuses personnes auxquelles les auteurs souhaitent exprimer toute leur gratitude. Les professeurs Vincent Bodart, Philippe De Villé, Chantal Kegels, Jean-Claude Kœune et François Martou, ainsi qu'Olivier Cardi (UCL), ont enrichi de leurs discussions stimulantes les étapes successives de la recherche. Messieurs Jean-Percy Cassiers, Vincent Périlleux et Walter Pluym (BNB) ont relu une première version du texte avec une attention minutieuse et formulé de multiples suggestions grâce auxquelles l'ouvrage s'est affiné. Le département des Études de la Banque a aimablement prêté son concours pour la constitution des tableaux figurant en annexe, dont certaines données n'étaient pas publiées à ce jour. La patience et la compétence de Mesdames Anne Davister et Sylvie Eppe ont été indispensables à la dactylographie des annexes et à la correction des épreuves. Enfin, parents et amis ont supporté ce long labeur avec bienveillance : qu'ils en soient aussi chaleureusement remerciés.

INTRODUCTION

L'époque de Bretton Woods, qui s'étend de la fin de la Seconde Guerre mondiale au début des années soixante-dix, restera sans doute dans l'histoire une période tout à fait exceptionnelle. Jamais le monde occidental dans son ensemble n'avait connu une telle prospérité. Il traversa ce quart de siècle dans l'illusion que la croissance économique était un fait acquis, que les crises appartenaient au passé, que les institutions internationales et les gouvernements étaient passés maîtres dans l'art de dompter la conjoncture et les mouvements longs[1]. Ces illusions furent brisées par les événements du quart de siècle suivant : croissance lente ponctuée de crises économiques et financières, chômage persistant, instabilité des équilibres internationaux, remise en cause des compromis antérieurs et de leurs grilles de lecture.

Se plonger dans l'analyse de cette période, souvent qualifiée d'âge d'or du capitalisme, présente un intérêt qui déborde largement du champ historique et peut s'avérer riche en enseignements pour le temps présent. L'histoire, certes, ne se répète jamais, et la recherche nostalgique des ingrédients d'un âge d'or révolu peut paraître superflue. Pourtant, comprendre la genèse, l'épanouissement et le déclin d'une période de croissance antérieure fournit un recul essentiel pour interpréter les transformations qui bouleversent aujourd'hui nos économies et nos sociétés.

À cet égard, l'étude d'une petite économie ouverte n'est certainement pas dénuée d'intérêt. L'histoire s'écrit le plus souvent du point de vue des grandes nations. Mais les plus petites sont tout autant parties prenantes, à leur manière souvent riches de nuances et de nécessaires adaptations. Au cœur de l'Europe en construction, la Belgique des années 1950 et 1960 constitue le prototype des économies européennes contemporaines : très ouverte sur l extérieur, très sensible aux impulsions internationales et donc souvent vulnérable, mais 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.

Le thème de la politique monétaire est également riche en enseignements. La monnaie est un bien économique singulier, qui semble cristalliser les rapports des hommes en société[2]. Comprendre la gouvernance d'un tel bien dans une économie soumise à de multiples influences fournit un

éclairage utile sur les jeux de pouvoir, les créations institutionnelles et les choix politiques à l'œuvre dans toute nation.

C'est dans cette perspective globale que nous aimerions situer cette étude sur la politique monétaire belge durant le troisième quart du XX^e siècle, en retraçant d'abord les grandes lignes du contexte international et macroéconomique dans lequel elle s'inscrit, en soulignant ensuite le jeu mouvant des contraintes et des créations institutionnelles dont elle émane, en s'interrogeant enfin sur l'impact qu'elle a pu avoir sur la croissance et l'évolution des structures de l'économie belge.

Cette étude est divisée en cinq chapitres. Le premier est consacré aux caractéristiques générales du quart de siècle analysé[3]. Dès le lendemain de la Seconde Guerre mondiale, une nouvelle architecture institutionnelle semble mettre en place les conditions d'une croissance et d'une stabilité macroéconomique sans précédent. Les accords de Bretton Woods (1944), notamment, instaurent au sein du monde occidental un régime inédit de changes stables mais ajustables, qui consacre la prééminence des États-Unis en conférant au dollar le statut de monnaie internationale. L'Europe, très affaiblie par la guerre, se relève à l'aide du plan Marshall et se fraie un chemin vers la convertibilité des monnaies grâce à l'Union européenne des paiements (1950-1958). Au cours des années soixante, le régime de croissance atteint son apogée, mais montre déjà des signes de fragilité.

Le deuxième chapitre recentre l'éclairage : comment la Belgique, petite économie ouverte au cœur d'une Europe en voie de construction, s'insère-t-elle dans ce mouvement général ? La nature des séquelles de la guerre, la structure industrielle du pays, les compromis sociaux qu'il élabore, ses choix de politique économique lui font connaître tour à tour une reconstruction particulièrement rapide, une croissance lente au cours des années cinquante, et un extraordinaire rattrapage dans les années soixante. Ces trois phases clairement différentiables suggèrent de poursuivre l'étude en distinguant trois périodes, dans lesquelles l'analyse se recentre encore, pour s'attacher plus en détail à la politique monétaire belge.

Le troisième chapitre consacre une place importante à la réforme monétaire de 1944, connue sous le nom d'opération Gutt. Celle-ci 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 l'inconvertibilité des monnaies européennes entre elles et par la lenteur de la mise en œuvre effective des principes généraux de Bretton Woods.

Dans les années cinquante, qui font l'objet du chapitre quatre, la politique monétaire belge est prise en tenaille entre les particularités de la contrainte externe sous le régime de l'Union européenne des paiements et une contrainte interne imposée par l'ampleur de la dette publique héritée de la

guerre. Dans ce contexte, le pari d'un franc fort et le contrôle strict de l'inflation, qui priment tout autre objectif, semblent freiner la croissance, relativement lente en Belgique, alors qu'elle s'accélère dans la plupart des pays européens. Au fil de la 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 se positionner plus favorablement et de tirer pleinement parti de la prospérité européenne.

Le chapitre cinq est consacré aux années soixante, durant lesquelles la croissance belge atteint des records historiques et dépasse la moyenne européenne. Le régime de Bretton Woods atteint enfin son apogée et offre un cadre favorable à une économie de plus en plus ouverte sur l'extérieur ; d'importantes réformes intérieures et l'assouplissement des principes qui président à la politique monétaire semblent fluidifier une activité en plein essor. Mais le régime de Bretton Woods comporte des failles qui se révèlent progressivement, 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.

Notes de l Introduction

1 Les Nations Unies écrivaient encore en 1972 « *There is no special reason to doubt that the underlying trends of growth in the early and middle 1970s will continue much as in the 1960s... the growth objectives and the capacity of governments broadly to achieve them, have not altered significantly and no special influence can now be foreseen which would at all drastically change the external environment of the European economies* ». Cité par Glyn, Hughes, Lipietz et Singh (1990), p. 39.

2 Voir à ce sujet les travaux de Aglietta et notamment Orléan et Aglietta (1982) et (2002). « *Selon nous, la monnaie n'est en rien un instrument. Elle est l'expression la plus élevée de l'être ensemble du groupe, la forme socialement légitime des rapports marchands à partir de laquelle chacun trouve son chemin dans l'ordre économique. C'est l'adhésion unanime à la monnaie qui constitue le groupe marchand en une société stable. Dans cette perspective, la monnaie est première. Elle est ce que les sociétaires doivent avoir en commun pour que se tisse entre eux un lien solide, déterminant la place de chacun, ses droits comme ses devoirs. La monnaie, dans notre approche, est l'expression de la totalité sociale* », Orléan et Aglietta, La lettre de la régulation, n° 41, juin 2002.

3 « *Le mot qui vient spontanément à l'esprit est bien celui de capitalisme. Agacé, vous le chassez par la porte, il rentre presque aussitôt par la fenêtre. Car vous ne lui trouvez pas de remplaçant adéquat et c'est symptomatique. Comme dit un économiste américain, la meilleure raison de se servir du mot capitalisme, si décrié qu'il soit, c'est après tout qu'on n'en a pas trouvé d'autre pour le remplacer. Sans doute a-t-il l'inconvénient de traîner après lui d'innombrables querelles et discussions. Mais ces querelles, les bonnes, les moins bonnes et les oiseuses, il est en vérité impossible de les éviter, d'agir et de discuter comme si elles n'existaient pas* ». Baudel (1985), p. 50.

Chapitre 1

CONTEXTE MONDIAL ET EUROPÉEN

1.1 La période de Bretton Woods, ou « l âge d or du capitalisme »

Une croissance exceptionnelle

Évaluer les performances d une époque par le taux de croissance de la production par habitant est certes une démarche très limitative et souvent discutable. Comment résumer l odyssée capitaliste en quelques chiffres ? Et ceux que l on prête à des périodes lointaines sont-ils fiables ? Sans accorder trop de crédit aux décimales des chiffres du tableau 1.1, on peut en retirer une certitude : la période que nous étudions ici se distingue des autres grandes phases de l histoire du capitalisme par une croissance économique exceptionnelle. Cette caractéristique, qui se vérifie dans presque toutes les zones du monde, est particulièrement marquée dans les pays capitalistes avancés, et plus particulièrement en Europe de l Ouest et au Japon. Les rythmes de croissance de l'économie belge sont quant à eux proches de la moyenne européenne.

TABLEAU 1.1 L'ÂGE D'OR EN PERSPECTIVE HISTORIQUE : CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE DU PIB RÉEL PAR TÊTE AU COURS DES CINQ GRANDES PHASES DU DÉVELOPPEMENT DU CAPITALISME
(pourcentages)

	1820-1870	1870-1913	1913-1950	1950-1973	1973-1998
Belgique	1,44	1,05	0,70	3,55	2,10
Europe de l Ouest	0,95	1,32	0,76	4,08	1,78
États-Unis	1,34	1,82	1,61	2,45	1,99
Japon	0,19	1,48	0,89	8,05	2,34
Monde	0,53	1,30	0,91	2,93	1,33

Source : Maddison (2001) p. 265.

Les historiens de l économie s accordent en général pour expliquer cette croissance exceptionnelle par une conjonction de phénomènes, fortuits ou intentionnels, d ordre divers, qui se sont mutuellement renforcés. Parmi ceux-ci, la mise sur pied, après la Seconde Guerre mondiale, d institutions destinées à encadrer la croissance, semble tenir un rôle particulièrement important. Ainsi, le régime de taux de change stables établi à Bretton Woods en 1944 est un exemple remarquable de concertation entre pays occidentaux pour surmonter les écueils monétaires et financiers des années trente. La nature de ces accords sera rappelée plus en détail dans la section suivante. Il semble utile au préalable de dresser un portrait plus global de ce quart de siècle et de suggérer comment les accords de Bretton Woods s insèrent dans un ensemble porteur de croissance.

En 1944, les acteurs économiques, sociaux et politiques de tous horizons avaient en commun l objectif d échapper, à l avenir, aux désastres qui avaient marqué les quinze années précédentes : crise financière, dépression économique, chômage de masse, repli frileux des économies nationales, attachement excessif à des dogmes économiques inappropriés aux circonstances, dérives politiques, guerre mondiale. Le retour à une économie de paix est marqué par la volonté de coopérer, qu il s agisse des nations capitalistes entre elles ou des classes sociales au sein de celles-ci. Les États-Unis, qui s affirment comme le *leader* incontesté du bloc de l Ouest, offrent aux pays d Europe l aide du plan Marshall, pourvu qu ils fassent allégeance aux principes de l économie de marché. Les techniques de production américaines s y propagent et provoquent une accélération des gains de productivité. Les enchaînements macroéconomiques vertueux sur la base desquels la croissance se consolide pendant près de trente ans s expliqueraient par l architecture spécifique des institutions qui se mettent en place tant au niveau international qu au niveau national, affectant simultanément le rapport salarial[1], le régime monétaire international, la monnaie, les formes de la concurrence et les modes d intervention de l État.

Une architecture institutionnelle originale

De nombreux auteurs voient dans les pactes sociaux qui s établissent dans la plupart des pays occidentaux après la Seconde Guerre mondiale un des facteurs déterminants de la croissance exceptionnelle de l âge d or[2]. En quelques années, le *rapport salarial* se modifie : sécurité sociale, conventions collectives, indexation et croissance des salaires sont au cœur du compromis par lequel les travailleurs acceptent de se plier aux nouvelles normes de production venues des États-Unis et de renoncer à la séduction du modèle communiste. Si les prémices de cette tendance se retrouvent ici et là dans les années trente – *New Deal* aux États-Unis, Front populaire en France, accord de *Saltsjobaden* en Suède, expérience Van Zeeland en Belgique – les années quarante marquent un saut qualitatif dans la transformation du rapport salarial. Le compromis travail-capital est générateur de régularités macroéconomiques :

l évolution du niveau de vie des salariés est de moins en moins soumise aux aléas du marché mais sous-tendue par le principe du partage des dividendes de la croissance. Des accords sont conclus pour que les salaires réels s àccroissent au rythme des gains de productivité, eux-mêmes stimulés par l àcceptation des nouvelles techniques de production. En Belgique par exemple, de 1950 à 1973, les salaires réels et la productivité du travail croissent tous deux au rythme moyen de 4,5 p.c. par an[3], ce qui assure une remarquable stabilité du partage de la valeur ajoutée. Cette « programmation sociale » facilite les décisions d ìnvestissement, les entreprises pouvant plus aisément établir des prévisions à moyen terme.

Le *système international* qui s édifie après la guerre favorise à son tour et structure cette évolution. Le plan Marshall, tout en accélérant la reconstruction en Europe, consacre la prédominance du modèle américain, assure la diffusion de ses technologies, contribue à la généralisation de la production et de la consommation de masse. L ìnstauration d ùn régime de changes stables et ajustables, basé sur le dollar, et dans lequel les États-Unis jouent un rôle clé, marque une rupture forte par rapport aux années trente. Ce régime permet en effet d éviter la généralisation de pressions déflationnistes et autorise même une légère inflation qui fluidifie la croissance. Ce cadre stable facilite les anticipations et encourage la prise de risque, stimulant ainsi l ìnvestissement et le commerce international.

L àbandon de l étalon-or transforme la gestion et le rôle macroéconomique de la *monnaie*. Dans la plupart des pays, la monnaie à cours forcé est définitivement instaurée dès le lendemain de la guerre. Ceci constitue une rupture importante par rapport aux régimes monétaires antérieurs, dans lesquels les réserves métalliques et en devises étrangères constituaient le déterminant essentiel de l òffre de crédit par les banques. Ce mécanisme assurait une remarquable stabilité de long terme du niveau général des prix, mais imposait un carcan à la croissance réelle. Le relâchement de la contrainte des réserves métalliques assouplit l òctroi de crédit bancaire et facilite le financement de l ìnvestissement et de la consommation. Il en résulte une inflation permanente, mais modérée et jugée tout à fait tolérable jusqu àu début des années soixante-dix.

Dans un contexte de croissance soutenue, de partage stable des revenus macroéconomiques, d ànticipations claires et de crédit facile, la *concurrence* entre entreprises se fait moins dure ou déplace son champ. La concentration du capital et la centralisation financière contribuent à répandre une pratique de prix « coût plus marge » (*mark-up price*) qui renforce la stabilisation des profits. L àrme de la concurrence se déplace des prix vers la publicité, la différenciation, le service après-vente. La guerre des prix du XIX^e^ siècle et ses crises récurrentes cèdent la place à une inflation modérée mais permanente qui soutient un cycle économique beaucoup plus régulier et tendanciellement croissant.

Les politiques keynésiennes ne sont pas étrangères à ce mouvement. Elles s ìnscrivent dans un changement profond de perspective sur le rôle de

l État. L État providence qui s épanouit après la guerre est en quelque sorte consubstantiel au pacte social des années quarante. Il apparaît comme la clé de voûte de tout l édifice institutionnel qui se met en place. Parrain et garde-fou de la concertation sociale, l État codifie désormais le rapport salarial qui s émancipe du jeu de l òffre et de la demande ; il assure aussi des revenus de remplacement qui contribuent à stabiliser le pouvoir d àchat des salariés et la consommation. Mais on aurait tort de restreindre l État providence à sa dimension de protection sociale, car la manne profite aussi aux entreprises, aux banques, aux secteurs en difficulté, et stimule l àctivité économique dans son ensemble. Les investissements publics développent les infrastructures utiles à la production et aux échanges ; les dépenses en éducation permettent à la main-d œuvre d être mieux formée et plus productive. Les conceptions de politique économique se modifient, les politiques fiscales et monétaires keynésiennes étant largement destinées à stabiliser le cycle et soutenir la croissance. Par ailleurs, l èxistence d ùn cadre international stable favorise l èxpansion du commerce mondial et laisse aux politiques nationales une relative autonomie, de telle sorte que le niveau de décision pertinent reste largement l État-nation.

Chacune des cinq formes institutionnelles évoquées ci-dessus fait référence aux autres et contribue à la consolidation d ùn ensemble structurant. Les accords internationaux fondant les institutions de Bretton Woods s ìnscrivent bien dans cet ensemble, ainsi que le soulignent B. Eichengreen et P. Kenen :

> « *Au cœur des thèses formulées au cours des négociations, résidait la conviction que les institutions internationales de l àprès-guerre devaient permettre et faciliter véritablement la poursuite des politiques keynésiennes de stabilisation ainsi que des objectifs sociaux fixés par l État providence. L éngagement explicite de réaliser le plein emploi marque un éloignement sensible par rapport aux précédents accords internationaux. En contribuant à réduire les conflits entre le capital et le travail, cet engagement a encouragé la formation de coalitions nationales qui ont permis à la fois la ratification des accords internationaux et leur mise en œuvre ultérieure*[4]. »

Jusqu àu milieu des années soixante, les régularités qui émanent de cette architecture institutionnelle se renforcent mutuellement et alimentent un cercle vertueux : l àbsence de chômage et l àmpleur des gains de productivité facilitent le maintien de la paix sociale ; la croissance régulière des revenus soutient la demande, encourage l ìnvestissement privé et la prise de risques, permet le financement d ùn secteur public en extension et de transferts sociaux de plus en plus généreux. Ces succès macroéconomiques permettent à leur tour d àsseoir le crédit des institutions et des politiques économiques.

Bien entendu, ce scénario comporte des nuances et des variantes nationales. Sur certains points, la Belgique entre tard dans la ronde, alors même qu èlle s èst montrée pionnière à bien des égards : nous reviendrons sur la situation belge au chapitre suivant. Mais globalement, on peut certainement

affirmer qu'elle participe pleinement au mouvement, si bien que son profil macroéconomique ressemble à s'y méprendre à la moyenne européenne.

Un équilibre néanmoins fragile

On sait que *l'âge d'or* prend fin au milieu des années soixante-dix. Les chocs pétroliers sont loin d'être seuls en cause. De nombreuses tensions apparaissent dès la fin des années soixante, fragilisant lentement la structure institutionnelle mise en place après la guerre. Le régime de croisière s'essouffle, victime de ses propres succès[5].

En premier lieu, des conflits sur l'organisation du travail, qui éclatent tant aux États-Unis qu'en Europe, contribuent à ralentir les gains de productivité. Les tensions induites sur le partage des revenus sont provisoirement résolues par une forte poussée d'inflation. Les disparités de prix d'un pays à l'autre mettent alors sous pression le régime de changes stables, d'autant plus que les économies nationales se sont largement ouvertes au fil de la croissance. Les politiques économiques keynésiennes cèdent lentement le pas à des stratégies de défense de la compétitivité.

Au même moment, la surabondance de dollars due au financement de la guerre du Vietnam fragilise le système monétaire international. Le marché des eurodollars contribue au développement d'instruments financiers inédits. Ceux-ci ont pour effet d'accroître le pouvoir des firmes multinationales, mais aussi la mobilité des capitaux et la pression de la spéculation. Dès lors la capacité des États-nations de piloter leur évolution macroéconomique est affaiblie, ce qui réduit la crédibilité des politiques keynésiennes, au moment même où les tensions sur le partage macroéconomique des revenus rendent leur financement problématique.

La décision prise par les États-Unis en 1971 de suspendre la convertibilité du dollar en or marque la fin du régime de Bretton Woods et le basculement dans un régime de changes flottants. Elle coïncide aussi avec la fin d'une époque. La crise économique mondiale éclate au grand jour en 1973. Il faudra ensuite moins d'une décennie pour que l'édifice institutionnel qui avait structuré la croissance de l'âge d'or se délite et laisse le monde aux prises avec une longue phase de déséquilibres et d'incertitudes.

Après ce premier tour d'horizon, nous pouvons nous tourner vers l'élément constitutif de l'âge d'or qui nous concerne le plus ici, à savoir le système monétaire international mis en place à Bretton Woods dès 1944 et resté en vigueur jusqu'en 1971.

1.2 Les caractéristiques du système monétaire international de Bretton Woods

Ni étalon-or, ni changes flottants

Le système international établi après la Seconde Guerre mondiale fut le résultat de négociations, de l'analyse d'expériences passées et de choix délibérés. On ne peut en dire autant ni de l'étalon-or qui le précéda, ni du régime monétaire qui émergea ensuite du désordre des années 1970[6].

La recherche d'un nouveau système monétaire international est symptomatique des transformations du contexte économique et social, et des réflexions théoriques le concernant. Ni l'étalon-or du XIX^e^ siècle, ni la difficile alternance de changes flottants et d'étalon de change-or entre les deux guerres mondiales ne pouvaient désormais convenir.

L'étalon-or avait sans aucun doute favorisé l'extension des échanges internationaux au XIX^e^ siècle. La convertibilité quasi généralisée des monnaies en or assurait la convertibilité des monnaies entre elles et garantissait de manière quasi mécanique la stabilité des taux de change, éliminant le risque de change si néfaste aux transactions internationales. Associé au principe du libre-échange, l'étalon-or conférait au commerce extérieur un rôle moteur dans les déterminants de la croissance mondiale. On notera cependant que le principe de l'étalon-or était loin d'expliquer à lui seul la relative sérénité de l'ordre monétaire international de l'époque, qui tenait tout autant à la forte intégration et à la hiérarchisation du système financier international dont Londres était alors le centre incontesté. Les avoirs en livres sterling, détenus par les banques du monde entier auprès de leurs correspondantes londoniennes, jouaient un rôle crucial : ils étaient l'instrument de la liquidité internationale, et les mouvements du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre réglaient, dès lors, les progrès de cette liquidité. Les vertus de l'étalon-or reposaient donc largement sur la puissance hégémonique de l'Angleterre victorienne[7].

La première guerre mondiale fit voler en éclats le système de l'étalon-or, par la désorganisation des échanges, par l'hyper-inflation et plus généralement par l'arrivée à son terme de l'hégémonie britannique. Après la guerre, les tentatives de retour à l'étalon-or se heurtèrent à la disparité très accrue des pays concernés. On oscilla entre des changes flottants et un régime hybride d'étalon de change-or basé sur la livre sterling et le dollar, dont le rôle international s'affirmait. Mais en l'absence d'une puissance hégémonique susceptible de gouverner les flux financiers internationaux, l'attachement des monnaies à l'or fit le lit de la grande dépression. Sous la pression de la crise économique, le Royaume-Uni abandonna toute parité-or officielle en 1931, suivie par les États-Unis en 1933. Dans les pays dont la monnaie restait associée à l'or, il était impossible de contrer la crise économique en augmentant le volume du crédit intérieur, car les réserves internationales des banques centrales étaient au plus bas. Il en résultait des pressions déflationnistes et protectionnistes très néfastes à l'économie mondiale. Lorsqu'au milieu des années trente, le flottement

généralisé des monnaies l'emporta, ce fut dans un contexte de guerre économique qui laissa un souvenir traumatisant.

Au début des années quarante, il ne semblait donc pas concevable de revenir au régime de l'étalon-or. Au contraire, il était largement admis que la tentative avortée de rétablir celui-ci avait aggravé la grande dépression. Et la débâcle économique des années trente donna naissance à la doctrine selon laquelle chaque pays devrait décider librement de sa politique

ENCADRÉ 1 AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES RÉGIMES DE CHANGES FIXES ET FLOTTANTS

« *Selon la théorie traditionnelle, adhérer à un régime de changes fixes, tel que l'étalon-or, assurait la stabilité des prix à long terme dans le monde entier parce que le prix de l'or fixé donnait un ancrage nominal à l'offre mondiale de monnaie. Chaque pays, en rattachant sa monnaie à l'or, fixait ses prix sur le niveau mondial. En revanche, un système de changes fixes reposant sur la monnaie-papier peut ne pas offrir cet ancrage nominal stable. Il est nécessaire qu'existe un engagement crédible des pays à limiter la croissance de l'offre mondiale de monnaie. L'inconvénient des changes fixes est d'exposer chaque pays à des chocs, tant réels que monétaires, transmis du reste du monde par la balance des paiements et d'autres canaux de transmission. L'avantage des changes flottants est d'isoler les pays des chocs externes. Leur inconvénient est l'absence de la discipline exigée par la règle des changes fixes, car les autorités monétaires risquent d'adopter des politiques inflationnistes.*

Des développements théoriques récents ont compliqué la distinction simple entre taux de change fixes et flottants. Avec la mobilité des capitaux, les arbitrages entre devises, les réactions des autorités économiques et monétaires et l'interdépendance des politiques économiques, les changes flottants ne protègent plus nécessairement des chocs, qu'ils soient réels ou monétaires. D'autant que, selon de récentes études sur les cycles réels, il pourrait n'y avoir aucun lien entre le régime monétaire international et la transmission des chocs réels. Cependant, comparer les régimes monétaires pourrait éclaircir ces questions.

Réserve importante, les régimes historiques [depuis la fin du XIXe siècle] ne constituent pas des exemples purs de régimes de changes fixes et flottants. L'entre-deux-guerres comprend trois régimes : un système de flottement général entre 1919 et 1925, l'étalon de change-or de 1926 à 1931, puis un flottement contrôlé jusqu'en 1939. Bretton Woods ne peut pas être défini comme un régime de taux de change fixes tout au long de son histoire : la période de pré-convertibilité [1946-1958] était proche des changes fixes mais ajustables imaginés par ses architectes, tandis que la période de convertibilité [1959-1970] approchait d'un régime de facto fixe d'étalon-dollar. Enfin, bien que la période postérieure à 1973 ait été définie comme régime de changes flottants, elle a connu à différentes époques divers degrés d'intervention de la part des autorités monétaires. »

M. D. Bordo, « Une comparaison des régimes monétaires internationaux depuis la fin du 19e siècle », *Problèmes économiques*, n°2.394, 19 octobre 1994, pp. 4-5. Titre original : « The Gold Standard, Bretton Woods and other monetary regimes: a historical appraisal » in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March-April 1993.

macroéconomique. Dans ce contexte, il fallait que les taux de change montrent suffisamment de souplesse pour s'ajuster aux objectifs d'inflation et d'emploi choisis par les États nationaux plutôt que se soumettre mécaniquement à un étalon international. Toutefois, pour éviter un retour aux politiques du « chacun pour soi » des années trente et permettre la reprise d'échanges internationaux normaux, il fallait que les taux de change soient relativement stables (voir encadré 1). Les négociations de Bretton Woods furent donc dominées par la nécessité de trouver une forme de flexibilité contrôlée des taux de change, afin d'assurer la stabilité du change tout en évitant la rigidité de l'étalon-or[8].

Le plan White et le plan Keynes

On n'attendit pas la fin de la guerre pour élaborer le système monétaire international (SMI) qui permettrait aux économies capitalistes de sortir du chaos. Dès 1943, les négociations sur l'avenir du SMI s'engagèrent. Fait symptomatique du basculement en cours de l'hégémonie britannique vers une domination américaine, deux conceptions s'opposaient sur les modalités précises de la nouvelle organisation monétaire internationale : celle de John Maynard Keynes, économiste déjà renommé, directeur de la Banque d'Angleterre, et celle de Harry White, Conseiller du Trésor des États-Unis. Les deux propositions poursuivaient des objectifs communs : instauration d'un système de taux de change fixes en vue de stimuler le commerce mondial et création d'une institution internationale chargée de coordonner, de régler et de faciliter les paiements internationaux. Les modalités concrètes esquissées par les plans Keynes et White divergeaient cependant, chacune reflétant la situation dans laquelle se trouvait le pays dont elle émanait. La principale préoccupation du Royaume-Uni était de redresser son économie, épuisée par la guerre. Il voulait absolument éviter les contraintes qu'avait entraînées pour lui le rôle international de la livre sterling. Le plan Keynes innovait radicalement, en proposant la création d'une monnaie scripturale internationale, le bancor, émise en fonction de la croissance des échanges internationaux, gérée par une organisation supranationale, véritable banque centrale des banques centrales. La réorganisation complète des relations monétaires entre les États était pour Keynes un préalable aux mesures relatives au commerce, à la stabilisation du prix des matières premières et au financement du développement qui devaient faire l'objet de plans ultérieurs. Vu la situation de l'Europe en ce début des années quarante, Keynes avait agencé son plan en fonction des besoins des pays débiteurs, ce que les Américains n'accueillirent pas d'un bon œil. À l'inverse du Vieux Continent ravagé par la guerre, les États-Unis jouissaient en effet d'une économie prospère, d'un excédent commercial confortable, d'une monnaie solide, et détenaient les deux tiers des réserves mondiales d'or. Du fait même qu'il stérilisait l'or, le plan Keynes retirait toute valeur au stock d'or des États-Unis et portait atteinte à l'un des moyens essentiels de leur prépondérance économique. Et pourquoi inventer une monnaie puisque le

dollar était accepté partout et recherché par tous ? Vu d'outre-Atlantique, l'important était de lever les nombreux contrôles et restrictions nés de la crise et amplifiés par la guerre, de revenir à des monnaies stables et de les rendre rapidement convertibles. Selon le Plan White, ces objectifs pouvaient être atteints en conservant un système d'étalon de change-or dans lequel le dollar, désormais seule devise facilement convertible en or, supplanterait définitivement la livre. C'est ce plan qui l'emporta dans les discussions de juillet 1944, et marqua de son empreinte les Accords de Bretton Woods et les Statuts du Fonds Monétaire International (FMI)[9].

Les principes des accords de Bretton Woods

Le succès du système monétaire international mis en place à Bretton Woods doit beaucoup à la ratification des Accords par quarante-quatre États, soit la plupart des signataires de l'Alliance de Washington, unis en 1942 contre l'Allemagne et le Japon. Ce système acquérait de ce fait une légitimité mondiale. Les accords de Bretton Woods instauraient un régime de changes stables mais ajustables, gouverné par deux institutions internationales : le FMI, dédié aux relations monétaires proprement dites, et la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD, actuellement principale entité de la Banque Mondiale), chargée de l'organisation des mouvements de capitaux à long terme et de l'aide au développement. Les principes de ce régime monétaire, tels qu'établis en 1944, peuvent être résumés comme suit[10] :

1. Chaque pays doit définir la valeur de sa monnaie en or ou en dollar, celui-ci étant déclaré convertible en or sur la base de 35 dollars l'once. L'or est démonétisé pour toutes les transactions privées.
2. À court terme, les cours maxima et minima applicables aux transactions de change entre les monnaies des États membres ne peuvent pas s'écarter de la parité de plus de 1 p.c. Toutefois, sur le long terme, si un « déséquilibre fondamental » se présente, tout pays peut ajuster unilatéralement sa propre parité, avec l'accord du FMI. Ce dernier point apporte une grande souplesse par rapport aux pratiques de l'étalon de change-or des années vingt et confère aux nations une plus grande autonomie dans la conduite de leurs politiques macroéconomiques.
3. La libre convertibilité des devises est décidée pour les paiements courants – ce qui met un terme aux pratiques protectionnistes des années trente qui avaient contracté le commerce mondial – mais les mouvements de capitaux sont contrôlés pour décourager la spéculation sur les monnaies, qui risquerait d'entraver l'exercice des politiques macroéconomiques nationales.
4. Les monnaies nationales sont employées symétriquement dans les transactions internationales, y compris dans les relations avec le FMI.
5. Les déséquilibres temporaires des balances de paiements sont gérés en tirant sur les réserves de change officielles (or et devises) et sur les crédits du FMI, qui joue le rôle d'un fonds de stabilisation. L'existence même de ces crédits augmente la liquidité internationale et déjoue partiellement le

caractère endogène de l'offre de monnaie nationale en régime de changes fixes. Toutefois, les moyens du Fonds sont exclusivement réservés aux déséquilibres courants, les pays étant censés exercer les contrôles nécessaires pour que les mouvements de capitaux ne déstabilisent pas la parité de leur monnaie.

6. L'autonomie macroéconomique des pays membres est consacrée : chaque gouvernement peut poursuivre ses objectifs de prix et d'emploi sans la contrainte d'une règle de prix commune. Ce dernier principe est obtenu notamment par les modalités des points 2, 3 et 5.

Malgré la clarté de ces principes, leur mise en pratique s'avéra complexe, ne se fit que par étapes, requit la mise en place d'adjuvants institutionnels, et déboucha de facto sur un fonctionnement du système monétaire international beaucoup plus asymétrique que ses concepteurs ne l'avaient envisagé. Trois phases historiques distinctes méritent d'être distinguées : une lente marche vers la convertibilité, qui s'étend jusqu'en 1958 ; le régime de croisière, qui dure à peine une décennie ; la dégradation du système, à partir de 1968.

La lente marche vers la convertibilité (1944-1958)

Le Fonds monétaire international et la Banque internationale pour la reconstruction et le développement furent créés en 1945, et les pays signataires furent invités à déclarer rapidement la parité retenue pour leur monnaie. La plupart des pays européens choisirent d'adopter, en 1946, leur parité d'avant-guerre vis-à-vis du dollar, estimant que leur compétitivité n'était pas fondamentalement altérée et qu'une légère surévaluation de leur monnaie allégerait le coût de leurs importations. En réalité, il apparut rapidement que ces parités ne pouvaient être défendues, et le premier ajustement des taux de change se produisit dès 1949, avec une dévaluation de 30 p.c. de la livre sterling, suivie à des degrés divers par de nombreux pays, dont toute l'Europe occidentale à l'exception de la Suisse[11].

Par ailleurs, deux problèmes majeurs firent obstacle à la mise en pratique rapide de l'intégralité des principes de Bretton Woods : l'inconvertibilité des monnaies et la pénurie de réserves de change au sein des banques centrales européennes. Pour la plupart des pays signataires, à l'exception notable des États-Unis, l'héritage de la guerre était un ensemble très contraignant de contrôles de change et de restrictions commerciales. Les monnaies nationales étaient inconvertibles au double sens suivant : un particulier ou une entreprise ne pouvait pas échanger ses billets contre de l'or auprès de sa banque nationale ; il ne pouvait obtenir des devises étrangères contre monnaie nationale que sous certaines conditions restrictives et soumises à contrôles. Faute de réserves de change suffisantes, ces contraintes du temps de guerre ne pouvaient être supprimées par décret.

Les accords de Bretton Woods permettaient aux pays signataires de maintenir des contrôles de change sur les transactions courantes pendant une période transitoire. Il était donc reconnu que la convertibilité des monnaies ne

pourrait pas être immédiate. Pour assurer de manière pragmatique la reprise du commerce extérieur, les pays signèrent dès la fin de la guerre des conventions bilatérales avec leurs principaux partenaires. Sur cette base bilatérale, le pays

ENCADRÉ 2 CONVERTIBILITÉ ET TRANSFÉRABILITÉ ; CONVENTIONS BILATÉRALES OU MULTILATÉRALES

L'inconvertibilité des monnaies, héritée d'une période de guerre, restreint considérablement la possibilité de transactions internationales. La signature d'accords de paiement permet de retrouver de telles transactions en définissant les modalités d'échange de devises entre deux ou plusieurs pays. Les accords peuvent être bilatéraux ou multilatéraux.

1. Accord bilatéral

Par définition, un accord bilatéral ne concerne que deux pays. Prenons l'exemple d'un accord bilatéral entre la France et la Belgique : les banques centrales de ces deux pays s'engagent à livrer les devises nécessaires au commerce bilatéral. Trois cas de figure peuvent se présenter :

a. Les transactions entre ces deux pays s'équilibrent : aucune compensation n'est alors nécessaire.
b. Les exportations belges vers la France sont supérieures aux importations belges en provenance de ce même pays : en vertu de l'accord bilatéral, la Belgique accepte d'accorder un crédit à la France et livre temporairement les francs belges nécessaires aux transactions, sans autre contrepartie qu'une reconnaissance de dette. La Belgique est dénommée « pays créditeur », la France « pays débiteur ».
c. Symétriquement, si les exportations belges vers la France sont inférieures aux importations belges en provenance de ce pays, le crédit est octroyé par la France à la Belgique.

Ces modalités divergent de celles qui prévalent sous un régime d'étalon-or (livraison d'or par le pays importateur net) ou sous un régime de changes flottants (appréciation relative de la monnaie du pays exportateur net). Elles ne peuvent pallier que des déséquilibres temporaires, car l'accumulation dans le temps de positions créditrices ou débitrices poserait problème. Une limite inhérente aux accords bilatéraux réside dans la non-transférabilité des créances : dans l'exemple (b) ci-dessus, la Belgique ne peut pas utiliser ses créances sur la France pour financer des importations en provenance d'un pays tiers. Les pays créditeurs ont donc généralement intérêt à dépasser rapidement l'étape des accords bilatéraux.

... / ...

2. Accord multilatéral

Un accord multilatéral de paiement, plus difficile à négocier puisqu'il implique plus de protagonistes, présente l'avantage de favoriser le commerce international. Outre les modalités de crédit d'un accord bilatéral, il prévoit en effet des transactions triangulaires (transférabilité des positions de devises). Revenons à l'exemple précédent (cas b), et supposons que le Royaume-Uni, également signataire de l'accord, soit exportateur net vis-à-vis de la Belgique. L'accord multilatéral permet à celle-ci d'utiliser les créances issues de son surplus vis-à-vis de la France pour régler son déficit vis-à-vis du Royaume-Uni. En imaginant que le surplus et le déficit soient d'ampleur identique, l'opération se solde par un crédit accordé par le Royaume-Uni à la France, le compte de la Belgique étant équilibré. On observera que le commerce international est rendu d'autant plus aisé que le nombre de pays signataires est élevé. Il n'empêche que les pays dont les transactions commerciales globales avec l'étranger présentent systématiquement un surplus ne peuvent, par le biais de tels accords, éviter l'accumulation de créances sur le reste du monde. Les accords multilatéraux restent une étape sur la voie de la convertibilité intégrale des monnaies.

importateur net pouvait reconnaître une position débitrice vis-à-vis de son partenaire au lieu de transférer des réserves de change. Mais cette solution n'était que très temporaire et très locale : d'une part, si le déséquilibre était récurrent et non passager, l'accumulation de créances ne présentait aucun intérêt pour le pays exportateur net, en cette période de reconstruction où les besoins de biens et services étaient considérables ; d'autre part, ce même pays ne pouvait pas faire usage de sa position créancière pour financer des importations en provenance d'un pays tiers, puisque l'accord n'était que bilatéral (voir encadré 2). Aussi ces conventions étaient-elles assorties de licences et de quotas.

Un système multilatéral de paiements fut progressivement mis en place à partir de 1947. Désormais, les créances d'un pays A sur un pays B pouvaient être transférées à un pays C contre des biens et des services, pour autant que ce tiers fût également signataire de l'accord. S'il s'agissait d'un réel assouplissement dans la gestion du commerce extérieur, les accords multilatéraux ne résolvaient pas le problème du déséquilibre commercial global entre le bloc des pays signataires et le reste du monde, et en particulier entre l'Europe et les États-Unis. Or le contraste entre ces deux zones du monde était flagrant : la première devait tout reconstruire et pour cela, importer ; la seconde, sortie de la guerre avec un appareil de production très renforcé, était tout à fait disposée à exporter. Toutefois, l'or était concentré aux États-Unis et l'Europe manquait de dollars. L'issue à cette impasse fut trouvée dans le plan Marshall et l'Union européenne des paiements.

L àcte de coopération économique de 1948, qui lança le plan Marshall, avait pour objectif d àider les pays d Europe occidentale à accélérer leur retour vers une économie de marché et à leur assurer une stabilité économique, elle-même garante d ùne stabilité politique, en ces années où le projet communiste semblait séduire de larges fractions de la population européenne. Les pays qui acceptaient l àide américaine – 13 milliards de dollars de 1948 à 1952[12] – devaient s èngager à coopérer à la libéralisation des échanges[13]. C èst à cette fin que fut créée dès 1948 l Organisation européenne de coopération économique (OECE), regroupant les seize pays bénéficiaires du plan Marshall[14].

Ce plan contribua de manière décisive à favoriser le retour à la convertibilité des monnaies européennes. Il encourageait explicitement les pays bénéficiaires à étendre les crédits bilatéraux à d'autres membres de l'OECE. Il apportait à l'Europe les réserves de change manquantes, sous la forme de dollars. Très rapidement, les ajustements qu'il préconisait entre les monnaies européennes furent officialisés par la création de l'Union européenne des paiements (UEP, 1950-1958), qui pilota la transition vers une convertibilité intégrale. Nous reviendrons plus en détail sur l'UEP à la section suivante, en raison de son importance pour l'exercice de la politique monétaire belge. À ce stade, il importe surtout de souligner l'impact du plan Marshall sur l'évolution du système de Bretton Woods dans son ensemble.

Comme des analyses récentes l'ont bien mis en évidence, l'aide massive des États-Unis à l'Europe et ses modalités d'exécution tirèrent le système monétaire international dans une direction qui l'écartait insidieusement de ses principes initiaux. L'asymétrie entre le dollar et les autres monnaies était largement renforcée ; le rôle du FMI était atténué par la mise en place, avec l'UEP, de nouveaux instruments destinés à remédier aux déséquilibres de change ; le dollar devenait *de facto* l'unité de compte internationale ; enfin une pression croissante s'exerçait sur les pays européens pour que leur parité vis-à-vis du dollar soit fixe – et non plus « stable mais ajustable ». Par ces règles du jeu implicites, qui ne correspondaient déjà plus aux projets de Keynes et de White, l'autonomie des politiques économiques nationales était affaiblie, tandis que les États-Unis émergeaient comme l'unique nation disposant d'une réelle indépendance monétaire. En 1958, la convertibilité et la transférabilité intégrales des monnaies européennes étaient réalisées, l'UEP avait atteint son objectif et pouvait être dissoute, mais le SMI avait pris une tournure initialement imprévue.

Régime de croisière et problèmes de fond (1959-1967)

À partir de 1959, le système de Bretton Woods atteignit son régime de croisière. Chaque pays intervenait sur le marché des changes en vendant ou en achetant des dollars afin de maintenir sa parité dans la marge étroite de 1 p.c. de part et d'autre du dollar. Les États-Unis assuraient, quant à eux, un cours fixe de 35 dollars pour une once d'or, par des ventes ou des achats d'or. Les contrôles sur les mouvements de capitaux étaient maintenus, quoique

progressivement assouplis. Le dollar s'affirma progressivement comme l'unique monnaie internationale, supplantant définitivement la livre sterling dans le courant des années soixante. Il sembla commode de l'utiliser comme réserve de change, par préférence à l'or qui ne rapportait aucun intérêt et dont le stock disponible s'avérait insuffisant face à la croissance vigoureuse des années cinquante et soixante. La plupart des pays semblaient renoncer à la faculté d'ajuster leurs parités en fonction de leurs conditions macroéconomiques internes : les seuls ajustements significatifs furent les réévaluations de faible ampleur décidées par l'Allemagne et les Pays-Bas en 1961 et la dévaluation adoptée par le Royaume-Uni en 1967. Insidieusement, le régime de changes « stables mais ajustables » se muait en régime de changes fixes, et en étalon-dollar. Tandis que le contexte macroéconomique général se transformait progressivement – accroissement des échanges internationaux, amélioration relative de la compétitivité européenne et japonaise, développement des marchés financiers – la tension entre le principe d'autonomie des politiques économiques nationales et celui des taux de change fixes se faisait plus forte, au détriment du premier [15].

C'est ainsi qu'au cœur même de ses meilleures années, le régime de Bretton Woods révélait des faiblesses. L'économiste américano-belge Robert Triffin avait mis en évidence, dès 1960, un paradoxe du système. L'expansion des échanges internationaux, encouragée par le retour à la convertibilité des monnaies, requérait une croissance équivalente des réserves de change ; vu l'impossibilité d'une augmentation aussi rapide de la production d'or, d'ailleurs peu stimulée par un prix plafonné à 35 dollars l'once, l'approvisionnement du monde en dollars ne pouvait trouver sa source que dans un déficit chronique de la balance des paiements américaine. Le paradoxe résidait dans l'évolution prévisible du système : viendrait un moment où les dollars détenus par les pays créanciers des États-Unis excèderaient le stock d'or de ces derniers, provoquant une crise de confiance dans la devise américaine et, plus généralement, dans la pérennité du système monétaire international.

Robert Triffin avait vu juste. En 1960, les réserves en or des États-Unis ne couvraient déjà plus l'ensemble des engagements extérieurs en dollar ; à partir de 1964, elles ne couvraient même plus les dollars détenus par les banques centrales étrangères[16]. Effectivement, la spéculation se déchaîna. Les mouvements de capitaux, en principe encore contrôlés, étaient néanmoins facilités par l'extraordinaire expansion des échanges. Ils parvenaient de plus en plus fréquemment à contourner les réglementations en se déguisant en transactions courantes[17]. Tandis que la pénurie initiale de billets verts cédait le pas à l'abondance, voire à la surabondance de ceux-ci, un marché du dollar se développait en Europe – le marché des eurodollars – permettant l'essor de nombreuses opérations financières encore interdites ou contrôlées sur les monnaies européennes. L'intégration des marchés financiers nationaux s'accéléra ; la pression de la spéculation se fit plus forte ; les contrôles cédèrent progressivement.

Les premières attaques contre la devise américaine survinrent en 1960, poussant le prix de l'or sur le marché libre de Londres à 40 dollars l'once. Les autorités monétaires réagirent par la création du pool de l'or et l'établissement d'accords de swap[18]. Le pool de l'or fut établi en 1961 à l'initiative des États-Unis qui obtinrent de sept pays européens l'engagement de partager avec eux la charge des interventions de stabilisation du cours de l'or[19]. Les accords de swap leur facilitèrent la tâche. Conçus comme des mécanismes de crédit réciproques à court terme entre banques centrales, et assortis de garanties de change pour le prêteur, ils démultipliaient la capacité d'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes. Pour un temps, la spéculation fut maîtrisée. Mais le ver était dans le fruit : ouverture croissante des économies, intégration des marchés financiers, doute quant à la capacité des États-Unis à garantir le cours du dollar – ou le prix de l'or – affaiblissement de l'hégémonie américaine au fur et à mesure des gains de compétitivité obtenus par les économies européenne et japonaise : autant de pressions potentielles sur le système de Bretton Woods.

La crise du régime de Bretton Woods (1968-1971)

La dévaluation de la livre en 1967 marque le début d'une phase de turbulences plus fortes auxquelles le système ne put survivre. Les causes de son effondrement semblent être de deux ordres :

– l'accélération de l'expansion monétaire américaine exacerba l'inflation mondiale, qui était essentiellement due à une surabondance de dollars ; en n'assurant plus la stabilité des prix mondiaux, les États-Unis brisaient la règle du jeu implicite de l'étalon-dollar ; le reste du monde, quant à lui, n'était disposé ni à absorber les dollars générateurs d'inflation, ni à assumer le coût des ajustements par des réévaluations ;
– l'accroissement de la mobilité des capitaux rendait le régime de taux de change stables mais ajustables de plus en plus vulnérable, les spéculateurs ayant bien perçu l'instabilité du système[20].

À grands traits, la chronologie des événements peut être retracée comme suit. À la fin des années soixante, la balance des paiements américaine devint largement déficitaire : l'exportation de dollars par les États-Unis s'accéléra, notamment à cause du financement de la guerre du Vietnam et du programme social du gouvernement Kennedy. Il en résulta une forte poussée inflationniste dans le monde, que certains pays, comme l'Allemagne, virent d'un très mauvais œil. Partout, le coût d'opportunité de la détention de dollars s'accrut en raison des risques de plus en plus évidents pesant sur sa convertibilité en or[21]. Au même moment, la baisse relative de compétitivité des États-Unis suggérait que le dollar était surévalué par rapport aux devises européennes et japonaise. Les problèmes déjà latents de confiance et de liquidité se firent donc plus aigus.

Le manque de confiance dans le dollar et, plus généralement, dans la viabilité du système, assorti à une mobilité croissante des capitaux, obligeait les banques centrales à acheter constamment des billets verts contre de l'or. La

pression qui s'exerçait sur le pool de l'or devint intenable, à tel point que celui-ci dut être démantelé en 1968[22]. Un double marché de l'or fut instauré – marché réglementé et marché libre – sans intervention des banques centrales sur le deuxième. Le métal jaune étant ainsi démonétisé à la marge, le système monétaire international devenait *de facto* un régime d'étalon-dollar[23].

Le problème des liquidités internationales fit l'objet de nombreuses discussions qui débouchèrent, en 1969, sur la création des droits de tirage spéciaux (DTS). Il s'agissait de nouveaux actifs de réserve placés sous la tutelle du FMI, dans la ligne des projets initiaux du plan Keynes et des suggestions ultérieures de R. Triffin. Mais peut-être était-il déjà trop tard pour que ces réserves prennent avec succès le relais des dollars dans un monde déjà très déstabilisé.

Les discours officiels rassurants contrastaient avec la situation effective des marchés. Les gouvernements soutenaient que les taux de change en vigueur étaient viables, et les pressions exercées par les spéculateurs ne faisaient que renforcer leur entêtement. La rigidité monétaire s'accroissait alors que grandissait l'exigence de flexibilité, vu la disparité des situations nationales[24]. En 1969, les assauts spéculatifs se concentrèrent sur la France, forcée à la dévaluation, et sur l'Allemagne dont l'inflation modérée et la croissance forte aboutirent à une réévaluation. Celle-ci ne suffit toutefois pas à calmer les marchés : en mai 1971, la Bundesbank laissa le deutsche mark flotter à la hausse. Le florin lui emboîta le pas.

La pression sur les réserves d'or des États-Unis fut telle que l'administration Nixon décida de fermer le guichet de l'or le 15 août 1971. En décembre, les pays industrialisés acceptèrent un réalignement des taux de change impliquant une dévaluation sensible du dollar. Celle-ci ne suffit pas à assurer le redressement de la balance des paiements des États-Unis. Le Trésor américain négocia une deuxième dévaluation du dollar en février 1973. Mais déjà, la confiance des marchés financiers dans le maintien d'un régime de changes fixes était entamée, d'autant plus que le flottement de certaines devises s'organisait : livre sterling en juin 1972 ; franc suisse, yen et lire en janvier et février 1973. La spéculation contre le dollar s'intensifia. Le 1er mars 1973, les banques centrales se retirèrent du marché des changes et laissèrent le dollar flotter, sonnant ainsi le glas du régime de Bretton Woods.

Un régime performant, malgré ses faiblesses

Cette brève rétrospective nous rappelle que le régime monétaire international en vigueur de 1944 à 1971 fut loin d'être homogène. Il connut au contraire plusieurs phases contrastées. Il requit à plusieurs reprises des adaptations au contexte macroéconomique global qui, en un quart de siècle, enregistra lui-même des transformations substantielles. À y regarder de près,

TABLEAU 1.2 PERFORMANCES COMPARÉES DES DIFFÉRENTS RÉGIMES MONÉTAIRES

G7 : États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Japon, Canada, Italie

Moyenne pour la période (M), écart-type au sein de la période (ET) et convergence entre pays (C)

	Étalon or (1881-1913)			Entre-deux-guerres (1919-1938)			Bretton Woods (total) (1946-1970)			Bretton Woods (préconvertibilité) (1946-1958)			Bretton Woods (convertibilité) (1959-1970)			Changes flottants (1973-1989)		
	M	ET	C	M	ET	C	M	ET	C	M	ET	C	M	ET	C	M	ET	C
Inflation*	1,0	3,4	0,9	- 1,1	7,8	1,0	3,6	4,6	0,9	4,2	6,4	1,1	3,9	1,9	0,9	7,1	3,2	2,8
PNB réel par habitant*	1,5	3,7	0,3	1,2	6,8	0,7	4,2	2,7	1,7	4,2	3,0	1,7	4,4	1,9	1,6	2,1	2,3	0,5
Masse monétaire M1*	4,8	5,4	2,1	2,0	7,5	1,7	9,9	7,2	4,1	11,6	8,5	6,2	9,7	4,1	2,6	9,5	4,4	2,1
Taux d Intérêt à court terme	3,1	0,7	0,7	2,9	1,3	0,9	4,2	1,8	0,8	3,3	1,2	1,5	5,1	1,4	0,6	8,6	2,4	2,1
Taux d Intérêt à long terme	3,6	0,3	3,6	5,1	0,9	0,9	5,5	1,0	0,8	4,7	0,5	1,3	6,1	0,9	0,6	10,4	2,3	1,7
Taux d Intérêt réel à court terme	2,3	3,7	2,3	2,5	7,3	1,9	0,5	3,6	1,0	- 0,6	4,5	2,5	1,8	1,1	0,5	2,2	3,2	0,6
Taux d Intérêt réel à long terme	3,4	3,4	3,4	4,5	8,5	1,5	1,4	4,0	0,9	- 0,1	5,8	1,5	2,9	1,1	0,8	2,9	3,5	1,0
Taux de change courant**	0,7	0,9	0,7	7,5	9,4	4,5	4,6	11,2	4,0	8,1	14,5	7,7	0,9	1,8	0,6	8,9	6,9	1,8
Taux de change réel**	3,3	2,9	3,3	7,9	8,8	2,3	3,8	6,0	1,3	6,2	9,2	2,3	2,2	2,1	0,5	8,7	6,8	1,4

Source : M. D. Bordo (1994).

* Taux de croissance annuel moyen.

** Variations absolues.

l'histoire de Bretton Woods est donc mouvementée. Et pourtant, la plupart des études récentes s'accordent pour y voir un système ayant produit d'excellents résultats. Telles sont par exemple les conclusions de M. Bordo au terme d'une comparaison des régimes monétaires internationaux depuis la fin du XIX[e] siècle : « *Entre tous les régimes, celui de Bretton Woods a globalement fait preuve des meilleures performances macroéconomiques, surtout dans la période de convertibilité (1959-70). Comme le montrent les statistiques synthétiques du tableau, les variables aussi bien réelles que nominales ont été le plus stable dans cette période*[25]. »

Les données de cet auteur, synthétisées au tableau 1.2, indiquent clairement que la période de Bretton Woods dans son ensemble présente simultanément :

- la croissance du PNB réel par habitant la plus forte de tous les régimes monétaires ;
- un taux d'inflation plus faible que dans la période suivante de changes flottants et une convergence des taux d'inflation entre pays aussi marquée que sous l'étalon-or[26] ;
- les taux d'intérêt réels les plus bas de tous les régimes ;
- la plus faible divergence entre pays des taux de change réels.

La sous-période de convertibilité (1959-1970) est en outre caractérisée par :

- la plus grande stabilité (les plus faibles écarts-types) de la croissance réelle, de l'inflation et de la croissance monétaire ;
- une convergence des taux d'inflation aussi forte que sous l'étalon-or ;
- une convergence maximale des taux d'intérêt nominaux ;
- la plus faible variation des taux de change réels de tous les régimes monétaires.

Si la plupart des études s'accordent pour constater que le régime monétaire international qui a prévalu de 1944 à 1971 ressembla assez peu au schéma initial dessiné à Bretton Woods, certains auteurs, tels Eichengreen et Kenen, font valoir que c'est précisément la souplesse et l'adaptabilité du système qui en ont garanti le succès. Les accords initiaux avaient acté et concrétisé la volonté des nations de coopérer dans le contexte de l'après-guerre ; les aménagements ultérieurs refaçonnèrent le système en fonction des nouvelles contraintes, des nouveaux besoins macroéconomiques et des nouveaux rapports de pouvoir sur la scène internationale.

Il sera utile de garder cette perspective à l'esprit lorsque nous nous tournerons vers l'examen de la politique monétaire belge : les accords, les institutions, les normes et les outils de politique économique sont constamment soumis au changement. Ce qu'il s'agira de démêler, c'est un écheveau serré, composé de contraintes internes ou externes, d'institutions et de réformes institutionnelles, d'actions et de réactions émanant d'acteurs dont le pouvoir est lui aussi sujet à transformation.

Avant d'aborder l'analyse de la politique monétaire belge proprement dite, il nous reste quelques étapes à franchir pour en appréhender au mieux le contexte. Resserrons le champ de vision, passons du monde à l'Europe. Pour

comprendre la politique des autorités monétaires belges des années cinquante, il nous faut revenir aux principes de fonctionnement de l'Union européenne des paiements. Celle-ci prépare le terrain de la Communauté économique européenne, qui transforme à son tour le contexte de la politique économique belge et change la donne pour les années soixante.

1.3 Le contexte européen : Union des paiements et Communauté économique

Une des caractéristiques majeures de l'époque de Bretton Woods est l'avancée extraordinaire de la construction européenne. En début de période, les enjeux sont de deux ordres. Sur le plan politique, il s'agit de pacifier l'Europe, de mettre un terme à « l'anarchie des États souverains » qui a généré deux conflits mondiaux et de maintenir l'Europe de l'Ouest dans le camp du « monde libre ». Sur le plan économique, l'objectif est de permettre la reprise, puis d'accélérer les progrès des échanges intra-européens qui ont souffert du protectionnisme frileux des années trente et du chaos des années de guerre. Ces objectifs semblent assez largement atteints en fin de période, malgré quelques difficultés rencontrées en cours de route. En 1972, en effet :

- la majeure partie du commerce extérieur des six pays de la CEE est intra-communautaire[27] ;
- la part consolidée de la Communauté dans le commerce international s'élève à 30 p.c., soit près du double de celle des États-Unis ;
- l'élargissement et l'approfondissement du marché commun sont en cours ;
- l'idée d'une union monétaire progresse. En effet, quoique celle-ci rencontre quelques obstacles, l'Europe parvient vaille que vaille à répondre à l'agonie du système monétaire international basé sur le dollar par la création d'un « serpent monétaire européen », certes encore très fragile, mais néanmoins utile pour préparer le terrain d'un système monétaire européen (SME, 1979), et finalement d'une monnaie européenne unique (1999)[28].

Parmi les nombreuses étapes de la construction européenne, les deux événements qui doivent certainement retenir notre attention sont la création de l'Union européenne des paiements (UEP) et celle de la Communauté économique européenne (CEE), la première préparant la seconde, et cette dernière étant un facteur déterminant de la croissance économique sur le Vieux Continent. Ces deux éléments institutionnels sont à ranger parmi ceux que nous évoquions dans la première section de ce chapitre, consacrée aux composantes de « l'âge d'or du capitalisme ». Nous y exposions la thèse selon laquelle la croissance économique exceptionnelle des « trente glorieuses » s'est appuyée sur un compromis capital-travail assurant un partage stable des revenus et incitant à des gains de productivité élevés. À la suite d'Eichengreen, on peut suggérer que les institutions européennes ont contribué à lancer ou à alimenter ce cercle vertueux de la manière suivante :

- Initialement, rendre crédible le compromis capital-travail au sein des pays européens supposait d'amorcer la croissance économique par une relance des exportations. Pour cela, il était utile de prouver que chacun des pays s'engageait dans la voie du libre-échange et de l'intégration économique. Si le processus s'était déroulé sans coordination, sur la base d'accords bilatéraux ou de décisions réversibles, on aurait pu craindre qu'il ne fût pas fiable, ou pas durable. Des accords liant les pays européens, tels que l'UEP ou la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA), apportaient des bases solides à une croissance ancrée dans le commerce extérieur.
- La consolidation du compromis social au fil des ans requérait que chacune des parties soit rassurée quant à la détermination de l'autre à s'y conformer. Cela fut rendu possible au sein de chaque nation européenne par la mise en place de mécanismes de concertation sociale et par une présence accrue de l'État. Or ces évolutions exigeaient que le processus d'ouverture fût graduel, que la pression de la concurrence extra-européenne ne fût pas trop vive. En orchestrant une transition progressive vers la convertibilité des monnaies, l'UEP fournissait aux échanges de la zone européenne l'abri dont ils avaient provisoirement besoin[29].

L'UEP (1950-1958) : une transition pragmatique vers la convertibilité

L'Union européenne des paiements fut établie en 1950 pour piloter la transition vers une convertibilité intégrale des monnaies européennes. Initialement conçue pour deux ans seulement, elle visait à élargir le champ des accords multilatéraux signés à la fin des années quarante. Le processus fut plus long que prévu : huit années plutôt que deux. Il comportait des points forts et des points faibles.

Parmi les points forts, il faut souligner le caractère pragmatique avec lequel l'UEP étendait les acquis des années antérieures. Les accords multilatéraux avaient déjà introduit le principe de transférabilité des créances, comme nous l'avons vu plus haut. Avec l'UEP, cette transférabilité se généralisait à tous les pays de l'OECE. En outre, l'Union innovait, par le recours à une institution financière centrale, la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Celle-ci était chargée d'établir les compensations multilatérales. Les soldes, dettes ou créances, étaient établis non pas envers un pays particulier mais envers l'Union dans son ensemble. Le règlement des soldes était régi par un système de quotas. Chaque pays s'était vu affecter un quota égal à 15 p.c. de son commerce extérieur au sein de l'Union, sur base des données de 1949. Jusqu'à un seuil fixé à 20 p.c. du quota, les soldes ne donnaient pas lieu à un règlement en or ou en dollar. Les pays enregistraient simplement une dette ou une créance vis-à-vis de l'UEP. Le règlement en or (ou en dollars) n'intervenait qu'au-delà de ce seuil, à concurrence de 50 p.c. s'il s'agissait d'une créance, mais de manière plus progressive (évoluant de 20 à 80 p.c.) s'il s'agissait d'une dette. Il ne devenait intégral qu'au-delà du quota[30].

Par ces mécanismes, l UEP apportait une réponse provisoire à la pénurie d or et de dollars.

L UEP eut le grand mérite de favoriser le relâchement des restrictions commerciales qui avaient entravé le commerce intra-européen sous le régime des accords bilatéraux et des accords multilatéraux restreints. En effet, les restrictions étaient la conséquence logique de la non-transférabilité des créances : il était gênant pour un pays exportateur net, comme la Belgique, d accumuler des créances sur la France par exemple, sans espoir de pouvoir les utiliser pour financer des importations en provenance d un pays tiers. En assurant la transférabilité des monnaies européennes[31], l UEP rendit possible l engagement mutuel de supprimer progressivement les discriminations fondées sur des considérations de balance des paiements. L engagement fut formalisé dans un code de libéralisation. Simultanément, les barrières douanières furent sensiblement réduites. Il en résulta un vigoureux essor du commerce intra-européen, dont la valeur fut multipliée par 2,3 entre le lancement et l aboutissement de l UEP[32].

Cependant, du point de vue des pays en surplus chronique, les mécanismes instaurés par l UEP comportaient des points faibles, puisqu ils ne résolvaient que partiellement leur problème d accumulation de créances. Certes, la Belgique pouvait désormais compenser un surplus vis-à-vis de la France par un déficit vis-à-vis du Royaume-Uni, par exemple, mais que faire du surplus global vis-à-vis de la zone UEP ? Tant que ses quotas n étaient pas atteints, seule une fraction du surplus donnait lieu à un règlement en or, de telle sorte qu elle restait contrainte d accumuler des créances sur la zone UEP, dont elle ne percevait pas l utilité, ou qui interféraient avec la conduite de la politique monétaire. Nous reviendrons plus longuement sur l exposé de ce problème au chapitre 4. De manière générale, les pays en surplus chronique exprimèrent leur réticence au système et contribuèrent à ralentir le processus de libéralisation décrit ci-dessus. C'est ce qu'observe R. Triffin en 1957 :

> « *The incentive to discrimination by the creditors was not so much the result of inadequate gold reserves or settlements as of their reluctance to pile up an indefinite amount of EPU credits. Three methods were simultaneously used by them to reduce their intra-European surpluses. The first was to encourage capital exports and repayments to other EPU countries and to step up their rate of intra-European liberalization far beyond the formal requirements of the Code of Liberalization. The second was to restrict imports from non-EPU sources in an effort to force traders to seek substitute sources of supply within the EPU area. The third — and the most absurd from a collective point of view — was to impose restrictions on their exports to other EPU members*[33]. »

Toutefois, ces difficultés s estompèrent graduellement. D une part, les pays créditeurs réalisèrent que, malgré les inconvénients du système, ils avaient beaucoup à gagner du développement des échanges intra-européens. Par ailleurs, ceux-ci assouplirent les contraintes de manière naturelle : les quotas

étant plus vite atteints, une plus grande partie des soldes se réglaient en or, ce qui rapprochait le système d'une convertibilité intégrale des monnaies. L'UEP était d'ailleurs conçue comme un régime de transition, dont la meilleure preuve de succès serait de devenir progressivement inutile. Elle fut considérée comme telle en 1958. Entre-temps, elle avait contribué à roder, au sein de l'Europe, une solide pratique de coopération intergouvernementale.

Celle-ci trouva un prolongement, sur le plan monétaire, dans l'Accord monétaire européen (AME). Signé en 1955 pour entrer en vigueur dès la fin de l'UEP, cet accord marquait une avancée sur deux points. La création d'un Fonds européen permettait d'aider financièrement les États membres soumis à des difficultés de balance des paiements. Par ailleurs, les dix-sept pays membres décidaient de réduire les marges de fluctuations entre leurs monnaies à 0,75 p.c., c'est-à-dire en deçà de ce que prévoyaient les accords de Bretton Woods (1 p.c.). Cet accord créait donc une zone de solidarité monétaire européenne au sein du système monétaire international.

Les progrès de l'intégration européenne

Depuis la fin de la guerre, la coopération intergouvernementale en Europe se rodait aussi sur des plans non monétaires. Le Benelux, union économique et financière créée par étapes dès les années quarante entre les Pays-Bas, la Belgique et le Luxembourg, fut une réalisation exemplaire et d'avant-garde. Elle allait rendre des services considérables à la cause européenne, d'une part en servant de laboratoire où furent trouvées des solutions aux problèmes d'intégration, et d'autre part en créant une solidarité réelle entre « les trois petits » du futur marché commun[34].

La première étape d'une coopération plus large fut logiquement consacrée aux industries de base, et déboucha sur la création, en 1951, de la CECA. Associant la France, l'Allemagne et l'Italie aux trois pays du Benelux, elle représentait le premier symbole tangible de la réconciliation franco-allemande[35]. La CECA fournissait aux pays membres un terrain d'entraînement à la coopération, ses structures anticipant celles de la Communauté économique européenne.

Après l'échec d'une intégration plus poussée dans les domaines militaire et politique, l'Europe concentra ses efforts sur l'intégration économique, et en particulier commerciale. La signature du traité de Rome en 1957, instituant la Communauté économique européenne (CEE), en constitue une étape essentielle. La libéralisation des échanges entre les six pays signataires – ceux de la CECA – se réalisa progressivement, à partir de 1958, à quatre niveaux : union douanière pour les produits industriels ; marché commun agricole ; unification du marché du travail et de celui des capitaux ; association à la CEE des États et Territoires d'outre-mer. Le commerce intra européen connut dès lors une vigoureuse expansion.

On a pu reprocher au traité de Rome d'avoir négligé la dimension monétaire de l'intégration économique. Mais celle-ci n'était-elle pas couverte

par l'AME ? Et le système monétaire international ne fournissait-il pas à l'époque toutes les garanties de stabilité ? Les pères fondateurs du marché commun semblaient considérer les taux de change fixes comme un présupposé indiscutable et un fait acquis[36]. Par ailleurs, comme les politiques monétaires des pays européens offraient encore, dans les années cinquante, une très grande similitude, personne ne semblait envisager la possibilité de troubles monétaires[37]. Une intégration monétaire ultérieure n'était cependant pas exclue. Le traité de Rome demandait d'ailleurs à chaque État membre de considérer sa politique de change comme un problème d'intérêt commun (art. 107).

L'évolution du contexte international au cours des années soixante allait très naturellement appeler une réflexion sur la composante monétaire de l'intégration européenne. Les conjonctures nationales se montrant de moins en moins synchrones, la coordination des politiques macroéconomiques devenait plus pressante. Les plans Barre (1969 et 1970) insistaient sur la nécessité de renforcer une telle coordination et d'accélérer à cette fin le rapprochement des politiques monétaires. Une union monétaire était envisagée à échéance de dix ans. Le plan Werner pour une union économique et monétaire (1970) en dessina les contours. À partir de cette date, il fut admis que l'union économique européenne ne pourrait se faire sans la réalisation progressive d'une union monétaire.

Dans ce contexte, on comprend que la fin du système monétaire international de Bretton Woods ait pratiquement coïncidé avec les débuts d'un système monétaire européen. Lorsque les États-Unis décrétèrent, en 1971, la fin de la convertibilité du dollar en or, les pays européens furent confrontés au choix suivant : prendre immédiatement des dispositions de coordination monétaire susceptibles de palier les défaillances du SMI ou voir dépérir les acquis de la construction communautaire. Ce coup d'accélérateur imposé à l'intégration monétaire européenne explique sans doute que le « serpent monétaire européen » mis en place en 1972 se soit heurté à de nombreux obstacles. Ses résultats immédiats furent sans doute décevants, mais il servit d'écolage et prépara à son tour le terrain du système monétaire européen (1979), lui-même étape vers l'Union monétaire européenne (1999).

Notes du chapitre 1

1 Par rapport salarial, on entend l'ensemble des normes qui gouvernent l'organisation de la production, le contrat de travail, la formation des salaires et la couverture sociale. Pour plus de détails voir Boyer (1999) p. 480.

2 Citons notamment Glyn, Hughes, Lipietz et Singh (1990), Eichengreen et Kenen (1995), Eichengreen (1996), Boyer (1999). Le paragraphe ci-dessous s'inspire largement de ce dernier auteur qui fournit dans ce texte une synthèse « régulationiste » des caractéristiques de la croissance d'après-guerre.

3 Salaire : gain moyen brut par heure prestée déflaté par les prix de détail ou à la consommation, d'après les séries statistiques rétrospectives de la BNB ; productivité : PIB réel par heure prestée, d'après Maddison (1995) p. 267.

4 Eichengreen et Kenen (1995) p. 19.

5 On notera sur ce point encore une grande convergence de vue entre auteurs de courants différents, tels Eichengreen et Kenen (1995) ou Boyer (1999). Chacun souligne à sa manière que l'épuisement du régime de croissance vient de l'évolution des éléments mêmes qui en avaient auparavant assuré le succès.

6 Britton (2001) p. 108.

7 Brender (1990) p. 1976.

8 McKinon (1994) p. 1-2. Pour un exposé détaillé, voir Bordo (1993).

9 Ces épisodes ont fait l'objet de nombreuses discussions lors de la célébration du cinquantenaire de Bretton Woods. Voir notamment Walrafen (1994) pp. 523-24. On en trouve aussi une bonne description dans Janssens (1976) pp. 329-330. Une excellente analyse de la vie du système est fournie par Bordo (1993).

10 Cette liste est inspirée de McKinon (1994) p. 2.

11 Van der Wee (1990) p. 388 fournit un tableau récapitulatif des 16 dévaluations survenues entre le 18 et le 31 décembre 1949. Leur ampleur varie entre 53 p.c. (Autriche) et 8 p.c. (Italie). Comme nous le verrons au chapitre 3, la Belgique ne dévalue que de 13 p.c.

12 Pour un ordre de grandeur : 13 milliards de dollars, c'est 4 fois le stock monétaire belge de 1948 et 4,5 p.c. du PIB américain de 1950.

13 L'URSS et ses pays satellites refusèrent l'aide américaine, en raison des contraintes qui y étaient assorties. Dès lors le monde se sépara en deux blocs économiques opposés. Ce fut le début virtuel de la guerre froide qui marqua toute la seconde moitié du XXe siècle.

14 Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, France, Grèce, Irlande, Islande, Italie, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède, Suisse. Après élargissement, l'OECE devint, en 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE).

15 Schwartz (1994) p. 220.

16 Bordo (1993) p. 56. L'auteur fournit une excellente analyse de l'ensemble de la problématique.

17 Krugman et Obsfeld (1995) p. 612.

18 Ces points sont décrits de manière plus détaillée dans Pluym et Boehme (2005), troisième partie, chapitre 1 : l'engagement international. Voir aussi Janssens (1976) pp. 373 et suivantes.

19 Les partenaires des États-Unis dans le pool de l'or sont la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la Suisse, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas.

20 Voir les conclusions de Bordo (1993), pp. 80-85.

21 Schwartz (1994) p. 223.

22 Pour un exposé détaillé, voir van der Wee (1990), pp 418-24.

23 Bordo (1993) p. 82.

24 Eichengreen et Kenen (1995) p. 30.

25 Bordo (1994) p. 9.
26 Un faible chiffre dans la colonne « convergence » indique une forte ressemblance dans les situations particulières des pays composant le G7. En effet, la convergence est ici mesurée comme « la moyenne des écarts absolus entre la statistique synthétique de chaque pays et la moyenne générale de l ènsemble ». Bordo (1994) p. 5.
27 Voir graphiques 27 et 28 de l'annexe 2 pour le cas de la Belgique.
28 Parmi les nombreuses études sur la construction européenne, on épinglera celle de Hamon et Keller (1997) dont les chiffres cités ici sont extraits.
29 Eichengreen (1993).
30 Pour plus de détails, voir Eichengreen (1993) p. 24.
31 La transférabilité des monnaies désigne la possibilité d échanger entre elles des monnaies qui étaient inconvertibles en dollars. Pour plus de détails, voir par exemple Ansiaux et Dessart (1975).
32 De 10 milliards de $ en 1950 à 23 milliards de $ en 1959, selon Eichengreen (1993) p. 27.
33 Triffin (1957) p. 204.
34 Hamon et Keller (1997) p. 82.
35 La célèbre déclaration de Robert Schuman (9 mai 1950) montre bien l ìmportance de la dimension de réconciliation dans la construction européenne et lance celle-ci sur des voies très pragmatiques. Voir le texte de cette déclaration dans Hamon et Keller (1997) pp. 119-120.
36 Voir Opperman (2000) p. 11 ainsi que les auteurs cités dans ce texte.
37 Voir à ce sujet Ansiaux et Dessart (1975).

Chapitre 2

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE BELGE

Comment la Belgique s'insère-t-elle dans le mouvement général décrit au chapitre précédent ? Petite économie très ouverte, pionnière de l'industrialisation, berceau de la tradition syndicale, cœur géographique d'une communauté européenne en gestation, la Belgique du milieu du XX^{e} siècle est insérée dans un réseau de contraintes singulièrement dense. De la combinaison de celles-ci peuvent surgir aussi bien des événements favorables, tels le *miracle belge* de l'immédiat après-guerre ou l'extraordinaire expansion économique des années soixante, que des obstacles à la croissance, comme ceux qui se sont présentés dans le courant des années cinquante. L'analyse de la politique monétaire prend une dimension particulièrement intéressante lorsqu'elle est située dans ces jeux de contraintes : de quelle manière celles-ci limitent-elles son exercice ? Peut-elle en retour agir sur les contraintes, les déplacer, les modifier ?

Avant d'analyser en détail la politique monétaire belge, présentée aux trois chapitres suivants, il semble indispensable de franchir deux étapes préliminaires : présenter les principales caractéristiques macroéconomiques de la Belgique durant le quart de siècle étudié (section 2.1) et esquisser ce que peut être, théoriquement et institutionnellement, dans ce contexte historique particulier, l'exercice de la politique monétaire et du taux de change (sections 2.2 et 2.3).

2.1 Les performances macroéconomiques belges (1944-1973)[1]

Revenons un instant au tableau 1.1 du chapitre précédent : l'âge d'or se manifeste bel et bien en Belgique, avec une croissance moyenne du PIB par habitant de 3,6 p.c. par an de 1950 à 1973, en fort contraste avec la croissance lente des périodes antérieures (de 0,7 p.c. à 1,4 p.c.) ou de la période suivante (2,1 p.c.). La performance belge est légèrement inférieure à la moyenne enregistrée en Europe de l'Ouest (4,1 p.c.), mais nettement supérieure à la croissance américaine (2,5 p.c.) ou mondiale (2,9 p.c.). Le graphique 1 de l'annexe 2 complète ce tableau : les séries de longue période montrent que la Seconde Guerre mondiale a eu des incidences très diverses sur la croissance des économies nationales. Au cours des vingt années suivantes, la croissance européenne bénéficie d'un « effet de rattrapage » sur les États-Unis, d'autant

plus prononcé que le niveau d'après-guerre est faible. On sait toutefois que cet effet n'explique pas tous les différentiels de croissance, et surtout qu'il n'est pas mécanique : il requiert la capacité sociale ou institutionnelle d'organiser le rattrapage par rapport au pays dominant[2].

Structures, institutions, croissance : un premier survol

La croissance économique enregistrée en Belgique sous le régime de Bretton Woods est marquée par des caractéristiques structurelles et institutionnelles héritées du passé ou mises en place en début de période.

Une première donnée structurelle est un degré d'ouverture largement supérieur aux standards européens. De 1953 à 1973, la part des exportations dans la demande finale progresse en Belgique de 24,6 p.c. à 36,3 p.c., tandis qu'elle évolue de 19,8 p.c. à 22,4 p.c. en moyenne pour l'Europe des six[3]. On le voit, c'est aussi l'accélération de l'ouverture qui est plus prononcée en Belgique. La majorité des échanges commerciaux s'établissent avec les cinq autres membres du Marché commun à partir de 1958 et avec les États-Unis. La part des cinq partenaires européens augmente au fil des ans, et devient à elle seule largement majoritaire à la fin de la période (cf. annexe 1, tableau A9 et annexe 2, graphiques 27 et 28). Cette ouverture forte et croissante explique que la Belgique se soit toujours engagée avec conviction dans l'élaboration d'accords internationaux ou communautaires (Benelux, CECA, UEP, CEE). Elle explique aussi que la compétitivité soit de manière récurrente un souci de politique économique et un thème central des débats entre les syndicats, les entreprises et le gouvernement. À partir des années soixante, l'économie belge s'internationalise également par l'accueil d'entreprises étrangères, le plus souvent américaines. Le contrôle des unités de production dont l'évolution est largement conditionnée par une stratégie internationale échappe ainsi de plus en plus aux Belges. En fin de période, la mobilité croissante du capital financier réduit considérablement l'autonomie de la politique fiscale et de la politique monétaire.

La Belgique est un pays d'industrialisation précoce, et l'industrie conserve, au cours de ce quart de siècle, un poids important dans l'activité économique : l'emploi industriel y représente 44 p.c. de l'emploi total contre 40 p.c. en moyenne européenne[4]. L'industrie belge est largement transformatrice, au sens où le contenu importé des productions domestiques est très élevé. Faute de ressource primaire importante – le charbon ne l'est plus au-delà des années cinquante – les Belges exportent de la valeur ajoutée, soit principalement du travail. Plus que partout ailleurs, des relations industrielles sereines sont un fondement indispensable à une croissance régulière. L'économie belge se spécialise dans l'exportation de produits standardisés, ce qui la rend d'autant plus sensible à la concurrence internationale. Elle exporte relativement peu de produits progressifs (c'est-à-dire dont la part dans le commerce mondial tend à augmenter) et perd de ce fait une opportunité de croissance. Ces handicaps structurels doivent logiquement être compensés par

des efforts récurrents de compétitivité par les coûts ou par les prix, sur laquelle le débat sociopolitique se concentre en effet. L'importance que la Banque nationale accorde au strict contrôle de l'inflation relève du même souci.

La concertation sociale, dont l'importance semble partiellement issue des caractéristiques structurelles de l'économie belge, est au centre d'un montage complexe d'institutions sociopolitiques. Celles-ci se sont construites sur les clivages économiques, régionaux et idéologiques qui fragmentent la société belge. La structure complexe qui en résulte explique que la Belgique puisse être définie comme une « démocratie consensuelle ». Plusieurs corollaires de ce système doivent être soulignés. Dominé par le réseau des institutions – nous verrons en particulier combien l'architecture des institutions financières est complexe – le pouvoir politique est relativement faible, quoique indispensable. Les rapports de force, soigneusement codifiés, font preuve d'une certaine inertie. Les finances publiques font fréquemment office d'exutoire, en raison d'un jeu subtil d'équilibrages.

Ces divers traits structurels et institutionnels propres à la Belgique dessinent le contexte de la croissance d'après-guerre. Un taux de croissance annuel moyen proche de la norme européenne, au cours de ce quart de siècle, dissimule les rythmes propres de l'économie belge. Le tableau 2.1 laisse apparaître un contraste marqué entre les années cinquante, pendant lesquelles la croissance belge est inférieure à la moyenne, et les années soixante, où la progression du PIB belge par habitant atteint des records. Le relèvement de la tendance se situe bien aux environs de 1960 (cf. annexe 2, graphique 3). L'emploi et le chômage suivent logiquement des profils analogues. Les prix, dont la stabilité est un des objectifs essentiels poursuivis par la Banque nationale, enregistrent une hausse particulièrement faible dans les années cinquante (1,9 p.c. contre 3,3 p.c. en moyenne en Europe) et encore relativement contenue durant la période 1960-73 (3,6 p.c. contre 4,4 p.c.).

TABLEAU 2.1 REPÈRES MACROÉCONOMIQUES POUR LA BELGIQUE ET L'EUROPE DES SIX

	1950-1960		1960-1973	
	Belgique	Europe des Six	Belgique	Europe des Six
PIB par habitant (taux de croissance annuel moyen en p.c.)	2,4	4,2	4,4	3,6
PIB par personne occupée (taux de croissance annuel moyen en p.c.)	2,7	3,9	4,3	4,3
Emploi (taux de croissance annuel moyen en p.c.)	0,3	1,0	0,6	0,2
Prix à la consommation (taux de croissance annuel moyen en p.c.)	1,9	3,3	3,6	4,4
Chômage (pourcentage de la population active, moyennes pour la période)	4,1	3,9	2,1	2,4
Investissements (pourcentage du PIB, moyennes pour la période)*	11,6	14,5	15,9	19,4
Degré d'ouverture (exportations en pourcentage des ressources totales)**	25,4	20,7	31,2	22,0

Source : Kredietbank 1996, sur base de Maddison (1991), OCDE et Commission européenne.
* À prix constants, à l'exclusion de la construction résidentielle ; 1ère période : 1953-1959.
** Moyennes des valeurs en début et fin de période ; 1ère période : 1953-1960.

TABLEAU 2.2 FINANCES PUBLIQUES BELGES ET EUROPEENNES

	Dette publique en pourcentage du PNB			Surplus (+) ou déficit (-) public en pourcentage du PNB		
	1950	1960	1970	1950	1960	1970
Belgique	73,0	69,3	48,0	-	- 3,8	- 1,8
Pays- Bas	-	44,0	28,7	+ 1,6	+ 0,7	- 1,1
Allemagne de l'Ouest	7,4	7,4	7,0	- 0,8	- 0,6	- 0,1
France	-	28,4	12,6	- 5,7	- 1,4	+ 0,5
Italie	-	39,9	36,7	-	- 1,6	- 5,1
Royaume-Uni*	-	1,8	1,3	+ 2,5	- 1,9	+ 1,4
Moyenne des 5 partenaires Européens	-	24,3	17,3	-	- 0,8	- 0,9

Source : FMI.
* Dette intérieure uniquement.

Cette maîtrise rigoureuse de l'inflation, qui rejaillit sur les salaires, permet une très nette amélioration de la compétitivité-coût sur l'ensemble de la période, malgré des gains de productivité relativement lents dans les années cinquante. Le graphique 6 de l'annexe 2 suggère que le coût salarial relatif par unité produite (obtenu en divisant le salaire par la productivité et les données belges par les données des partenaires européens), exprimé en monnaie nationale, se réduit considérablement, et de manière très régulière au cours de ces deux décennies. Pendant cette période, l'appréciation du franc belge par rapport aux autres monnaies européennes limite l'effet des gains de compétitivité-coût. Néanmoins, même exprimée en monnaie commune, la réduction du coût salarial relatif par unité produite (cf. 3e volet du graphique 6) reste impressionnante. Ceci nous renvoie au cœur des débats sur le partage macroéconomique des revenus au sein d'une petite économie ouverte, et aux liens qui peuvent exister entre les compromis sociaux sur la formation des salaires d'une part, et la politique monétaire et de change, ou plus généralement, la politique économique dans son ensemble, d'autre part.

Peut-être parce qu'elles sont l'exutoire de bien des compromis, les finances publiques sont caractérisées, durant toute la période, par des dépenses supérieures aux recettes et par une dette publique élevée (cf. annexe 2, graphiques 21 et 22). Celle-ci représente 73 p.c. du PIB en 1950 et son financement constitue une contrainte majeure qui affecte les banques, l'organisation des marchés financiers, le niveau des taux d'intérêt et l'exercice de la politique monétaire. Cette contrainte est particulièrement forte au début de la période. Bien qu'aucune de ces années n'enregistre un surplus budgétaire, la croissance vigoureuse des années soixante atténue le poids relatif de la dette publique et

ramène celle-ci à 48 p.c. du PIB en 1970. Ce niveau reste toutefois très largement supérieur à la moyenne européenne (tableau 2.2). Les transferts aux ménages constituent un poste important des dépenses publiques : un bon tiers en moyenne[5]. Il semble probable que le développement du salaire indirect, en assurant une stabilisation des revenus, ait été une des conditions de la modération salariale observée dans les années cinquante. « L État providence » qui s épanouit après la guerre participe du compromis social sur lequel s est fondée la croissance de l âge d or. Or à cet égard, la Belgique semble bien avoir joué un rôle précurseur.

Le « miracle belge » de l immédiat après-guerre

Au moment de la signature des accords de Bretton Woods, la Belgique se singularisait par la vigueur avec laquelle elle se relevait de la guerre. Les années d occupation avaient désorganisé l économie, la population avait profondément souffert, mais, comme la Belgique avait capitulé dès mai 1940, les destructions étaient limitées et l infrastructure industrielle était toujours sur pied. En 1944-1945, le grand nombre de troupes alliées sur le territoire belge fournit les dollars nécessaires à la remise en route de l économie. La spécialisation dans la production de produits de base (charbon, métaux semi-finis, ciment) constituait un atout au moment où toute l Europe devait se reconstruire. De plus, les réflexions sur le pilotage institutionnel de la croissance, déjà ébauchées dans les années trente, s étaient poursuivies durant la guerre : milieux dirigeants et interlocuteurs sociaux avaient mené, en exil ou dans la clandestinité, des négociations en vue de réorganiser l'économie dès la libération. Lorsque celle-ci survint, en septembre 1944, un *projet d'accord de solidarité sociale* était déjà rédigé et recevait l'assentiment des principales forces sociopolitiques du pays. Il traitait des salaires, de la sécurité sociale, de la collaboration paritaire, mais aussi, implicitement, de la maîtrise de l'inflation et du choix d'une parité forte. Ce projet d'accord, plus connu sous le nom de « pacte social », permit d'exécuter sans délai une réforme monétaire et une réforme sociale, deux éléments vraisemblablement déterminants d'une reconstruction particulièrement rapide, qualifiée à l'époque de « miracle belge ».

Le redressement économique fut spectaculaire. Parmi les nations directement touchées par la guerre, la Belgique fut une des seules à retrouver dès 1947-1948 un niveau d activité comparable à celui de 1938 (cf. tableau 2.3), tant et si bien que très peu d aide lui fut allouée par le plan Marshall mis en œuvre à partir de 1948.

Nous ne détaillerons pas ici le contenu de la réforme monétaire – qui sera présentée au chapitre suivant – et de la réforme sociale, qui semble à première vue étrangère au thème de la politique monétaire. Cependant, à la suite des thèses sur les composantes de l âge d or retenues au chapitre 1, il importe de s arrêter un instant sur les liens qui unissent implicitement ces deux réformes, après avoir résumé celles-ci. L assainissement monétaire (« opération

TABLEAU 2.3 COMPARAISON DES NIVEAUX DE PIB ET DES TAUX D'INFLATION APRÈS LA GUERRE

	Indice du PIB par habitant en 1947-1948 (1938 = 100)	Taux de croissance annuel moyen (en p.c.) des prix à la consommation (1945-1949)
Belgique	101,6	0,6
Pays-Bas	100,4	5,6
Allemagne	58,0	9,6
Royaume-Uni	106,5	5,0
France	95,5	43,4
Italie	90,2	19,7

Sources : PIB (en dollars Geary-Khanmis de 1990) : Maddison (1995) ; prix : Cassiers et Scholliers (1995).

Gutt » d'octobre 1944) avait pour objectif d'éviter un épisode d'inflation incontrôlée identique à celui qui avait suivit la Première guerre mondiale. Il s'agissait à cette fin d'éponger les liquidités émises par l'occupant, de provoquer une réduction drastique de la masse monétaire, puis de libérer celle-ci très progressivement au fil de la reprise économique. Au même moment, la réforme sociale, dont les principes étaient énoncés dans le projet d'accord de solidarité sociale, était concrétisée par paliers. Les trois étapes majeures en furent un relèvement des salaires nominaux officiels conclu par la Conférence nationale du travail de septembre 1944, la création de l'Office national de sécurité sociale (ONSS) en décembre 1944 et l'octroi d'un statut légal aux commissions paritaires d'industrie en juin 1945.

La réforme monétaire permit effectivement à la Belgique de casser l'inflation et de jouir d'une stabilité des prix inconnue des autres pays européens (cf. tableau 2.3 et annexe 2, graphique 5). Le contraste avec l'Italie et la France est particulièrement frappant. L'interprétation que A. Casella et B. Eichengreen (1993) proposent de ces épisodes d'hyper-inflation jette une lumière particulière sur le pacte social belge. Selon ces auteurs, l'incapacité de ces deux pays à stabiliser leurs prix provient d'un conflit non résolu sur le partage macroéconomique des revenus. Leur étude s'appuie sur le modèle construit par Alesina et Drazen (1991) pour démontrer la logique économique de ce type de phénomène :

> « *In many cases, the process leading to a stabilization can be described as a war of attrition between different socioeconomic groups with conflicting distributional*

objectives. Delays in stabilization arise due to a political stalemate over distribution ; stabilizations occur when a political consolidation leads to a resolution of the distributional conflict[6]. »

En Belgique, la délicate question du partage macroéconomique des revenus fut explicitement abordée dans le pacte social. Le préambule du projet d'accord de solidarité sociale stipulait que : « *les représentants des deux parties se sont mis d'accord pour demander au Gouvernement de prendre* [...] *une série de mesures d'urgence* [...] *propres à ouvrir la voie à un courant renouvelé de progrès social, découlant à la fois de l'essor économique d'un monde pacifié et d'une équitable répartition du revenu d'une production croissante.* » De facto, la répartition restait à négocier. Mais contrairement à la situation prévalant en France ou en Italie, l'État belge était d'emblée chargé par les partenaires sociaux de prendre des « *mesures concordantes en ce qui concerne la circulation monétaire interne, la réadaptation des prix et le réajustement des salaires* », considérant que « *le problème des salaires est étroitement lié à celui des prix et de la monnaie* »[7]. Le pacte social préparait donc le terrain de la réforme monétaire, que G. Dupeux qualifie de « *bel exemple de déflation réussie* »[8].

Reste à savoir si la réforme monétaire et les principes qui la gouvernaient n'ont pas enfermé par la suite l'économie belge dans une logique déflationniste. En 1949, confrontées à la dévaluation de 30,5 p.c. de la livre sterling et de bien d'autres devises dans son sillage, les autorités monétaires firent le choix d'une dévaluation beaucoup moins forte (12,3 p.c.), c'est-à-dire d'une *appréciation* du franc belge de 26,2 p.c. par rapport à la zone sterling. Cette décision, qui fut à l'époque justifiée par la bonne santé de l'économie belge[9], pouvait prendre appui sur le projet d'accord de solidarité sociale. On y lit en effet que « *dans l intérêt même des travailleurs, le souci de donner à la monnaie belge après la guerre une valeur aussi élevée que possible devra donc être prédominant. Dans le cas où une certaine dévaluation serait inévitable, elle devra être réduite au minimum* »[10]. Mais l appréciation relative du franc belge de 1949 semble avoir brusquement détérioré la compétitivité des entreprises belges, au moment même où les autres pays européens entraient de plain-pied dans « l âge d or ».

Une croissance relativement lente dans les années cinquante

Au cours des années cinquante, la croissance belge s établit à un niveau nettement inférieur à celui des pays économiquement les plus proches (2,4 p.c. par an contre 4,2 p.c. en moyenne dans l Europe des six, comme le montre le tableau 2.1). Ce phénomène s explique en partie par les divers éléments déjà évoqués ci-dessus.

D une part, la spécialisation industrielle dans des produits de base, qui représentait un atout au moment de la reconstruction européenne, devint un handicap lorsque celle-ci fut achevée et que la demande se tourna vers des produits plus élaborés. Les entreprises belges avaient trouvé dans l environnement favorable des années 1944-1948 un encouragement à poursuivre à l identique, sans changement majeur dans les techniques, dans les

produits ou dans les secteurs. La compétitivité structurelle se trouva mal en point lorsque les pays concurrents – Allemagne, France, Pays-Bas notamment – utilisèrent l'aide du plan Marshall pour moderniser leur appareil de production.

Au même moment, l'appréciation relative du franc belge altérait la compétitivité prix. Les entreprises exportatrices, confrontées à une baisse des profits, réagirent par des investissements défensifs – selon l'expression d'A. Lamfalussy (1961) – c'est-à-dire consacrés à la rationalisation plus qu'à l'innovation, ce qui renforça le vieillissement relatif de l'industrie belge. La recherche de gains de productivité immédiats freina l'essor de l'emploi (cf. tableau 2.1). Les nouvelles institutions de la concertation sociale furent mobilisées aux fins d'une modération salariale, nécessaire pour compenser les effets de l'appréciation monétaire (cf. tableau 2.4). Cependant la faible croissance de la masse salariale, conjuguée à un niveau relativement bas des investissements (cf. tableau 2.1) affaiblit la demande intérieure, au moment où les exportations s'essoufflaient. En outre, en raison de ses positions créditrices, la Belgique souffrait plus que les autres pays européens d'une trop lente marche vers la convertibilité intégrale des monnaies : nous avons signalé plus haut, et nous verrons plus en détail ci-dessous, que l'UEP ne représentait pour elle qu'un pis-aller et comportait encore quelques effets pervers.

TABLEAU 2.4 COMPARAISON DE L'ÉVOLUTION DES SALAIRES RÉELS, 1950-1960
(taux de croissance annuel moyen en p.c.)

Italie	Belgique	Royaume-Uni	Pays-Bas	Allemagne	France
1,5	2,1	2,3	3,4	4,9	4,9

Source : Cassiers et Scholliers (1993).

L'inertie relative de l'économie belge durant cette période fut renforcée par l'architecture complexe des marchés financiers, par une régulation bancaire contraignante et par une dette publique dont le financement était un souci constant. Malgré les réformes remarquables de l'immédiat après-guerre, la politique économique resta dominée par des courants relativement conservateurs, peu incités à mettre en application les idées keynésiennes qui progressaient ailleurs[11].

Vers la fin des années cinquante, cependant, économistes et hommes politiques belges s'alarmèrent du retard de l'économie belge et mirent sur pied diverses commissions – dont la plus connue est la Commission de Voghel (1959) – pour en chercher les causes et réorienter les efforts. Une série de mesures prises en fin de décennie marquèrent un tournant, comme les lois d'expansion économique instaurant des subsides et des garanties publiques aux investisseurs ou la création du Bureau de programmation économique.

Simultanément, divers changements survenus sur la scène internationale favorisèrent l éclosion tardive de « l âge d òr » en Belgique.

Un changement de régime dans les années soixante

Comme l ìndiquent les chiffres synthétiques du tableau 2.1, confirmés par toutes les données disponibles par ailleurs, la croissance belge s àccéléra dans les années soixante et s établit au-dessus de la moyenne européenne. C èst une conjonction de stimulations externes et internes qui produisit ce résultat favorable.

Sur le plan international, la fin des années cinquante fut marquée, on l à vu, par deux événements importants : le retour à la convertibilité des monnaies, tant attendu par la Belgique, et l èssor du Marché commun européen. La position géographique centrale de la Belgique dans cette nouvelle communauté fut pour elle un avantage, auquel les entreprises américaines en quête d'une implantation européenne ne furent pas indifférentes. Une vague d'investissements étrangers et d'implantation de multinationales, encouragée par les récentes lois d'expansion, vint stimuler de nouveaux secteurs d'activité, plus particulièrement en Flandre. De 1960 à 1972, les investissements étrangers dans le secteur manufacturier ont représenté le tiers de la formation brute de capital et la moitié de la formation nette de capital de ce secteur.

Au même moment, des restructurations internes contribuèrent à redynamiser l économie belge. Le pacte scolaire de 1958 mit un terme à une période de paralysie politique et, simultanément, draina un flux important de dépenses publiques vers l'enseignement, amorçant une longue phase de croissance de la part de la consommation publique dans le PNB. En 1959, la décision de fermer les charbonnages wallons élimina quant à elle un gouffre qui avait déjà englouti pratiquement toute l'aide reçue des États-Unis au titre du plan Marshall. La valeur ajoutée des charbonnages, qui représentait encore 4,2 p.c. du PIB en 1957, chuta à 2,3 p.c. en 1960. Le choc fut important et ouvrit symboliquement l'ère des restructurations internes. Au même moment, l'accession à l'indépendance du Congo modifia le type de relation économique et financière que la Belgique entretenait avec son ancienne colonie. Les flux d'investissement furent réorientés vers les pays du Marché commun alors en pleine expansion.

Le climat social serein des années soixante renforça l'attrait de la Belgique pour les entreprises étrangères. La grande grève de 1960 marqua le terme d'une période encore relativement agitée sur le plan des relations industrielles, malgré le pacte social de 1944. À partir de cette date, et sans interruption jusqu'en 1974, la formation des salaires fut régie par des accords interprofessionnels scellés tous les deux ans, et insérés dans un réseau d'ententes plus vaste appelé programmation sociale. Celle-ci permit l'expansion régulière des salaires directs et indirects et contribua à soutenir la consommation à travers le cycle conjoncturel. La stabilité remarquable du

partage de la valeur ajoutée entre profits et salaires instaura un climat favorable aux affaires.

En complément des mesures prises à la fin des années cinquante, diverses réformes institutionnelles eurent pour effet de simplifier tant les transactions privées que l'exercice de la politique économique : loi unique d'expansion économique, de progrès social et de redressement financier (1961), réforme fiscale (1962), amélioration du fonctionnement du marché boursier, allégement des réglementations bancaires (1961-1962 et 1967).

Mais comme partout ailleurs, la croissance soutenue de l'âge d'or entraîna en Belgique des transformations rapides, sources de nouvelles fragilités. Des taux de croissance exceptionnels et un chômage minime poussèrent progressivement l'inflation à des niveaux inhabituels – quoique toujours modérés par rapport à la moyenne européenne (tableau 2.1). L'ouverture croissante de l'économie belge la rendit de plus en plus vulnérable aux turbulences associées à l'agonie du régime de Bretton Woods et réduisit progressivement le champ d'action de la politique économique nationale.

En résumé, l'évolution macroéconomique de la Belgique durant le quart de siècle qui suit la Seconde Guerre mondiale laisse clairement apparaître trois périodes contrastées : reconstruction rapide, croissance lente, épanouissement de l'âge d'or. Les dates précises des retournements sont discutables. Entre 1947 et 1950 pour la fin du « miracle belge » ? Entre 1958 et 1960 pour l'éclosion d'une prospérité accrue ? Puisque la suite du texte traite des questions monétaires, la périodisation offerte par l'existence de l'UEP (1950-1958) s'impose naturellement. C'est ainsi que les chapitres 3, 4 et 5 seront consacrés à l'analyse de la politique monétaire avant, pendant et après l'UEP.

Au préalable, il peut être utile d'examiner brièvement les trois questions suivantes : que désigne-t-on au juste par les termes de politique monétaire ? Quels sont les repères théoriques utiles pour comprendre ses principes de fonctionnement sous le régime de Bretton Woods ? Quelles étaient, en Belgique, à cette époque, les institutions responsables de son exercice ?

2.2 La politique monétaire et de taux de change : de la théorie à la pratique

La présente section répond à deux questions préalables à toute analyse de la politique monétaire : celle de ses objectifs et celle de ses instruments. L'économiste averti préférera sans doute sauter les paragraphes suivants, pour passer directement à l'analyse du cas belge. En revanche, le lecteur non familiarisé avec les questions monétaires trouvera ici les éléments nécessaires à la compréhension des chapitres suivants.

Les objectifs de la politique monétaire

En théorie, la politique monétaire peut s'attacher à la réalisation de six objectifs : la croissance économique, le plein emploi et la stabilité des prix,

du taux de change, des taux d'intérêt ou des marchés financiers[12]. La définition des choix à opérer entre ces objectifs est fonction d'une série de cadres institutionnels possibles (existence ou non d'accords de change, degré d'indépendance de la banque centrale, etc.). Ces choix dépendent à la fois de préférences et de la conception des rapports entre les variables en cause. Ainsi, pour s'en tenir aux objectifs de croissance et de stabilité des prix, une politique monétaire d'inspiration keynésienne mettra l'accent sur l'arbitrage de court terme entre ces objectifs, une plus grande tolérance à l'égard de l'inflation pouvant stimuler la croissance, tandis qu'une politique d'inspiration plus classique mettra plutôt l'accent sur les risques que l'inflation peut comporter pour la croissance à long terme.

S'il paraît aisé de comprendre que les autorités monétaires (que nous assimilerons dans un premier temps à la banque centrale, BC) puissent assurer la stabilité du taux de change, il n'est pas évident qu'elles puissent agir directement sur toutes les variables énoncées ci-dessus, en particulier sur les deux premières qui appartiennent à la sphère « réelle » de l'économie. Lorsqu'elles ne peuvent agir directement sur celles-ci, les autorités peuvent se fixer un objectif dit intermédiaire, c'est-à-dire « *une variable monétaire, servant de "cible" aux autorités monétaires, qui doit remplir trois conditions : (a) être mesurable et rapidement connue par les autorités monétaires (disponibilités statistiques) ; (b) être reliée avec la ou les variables réelles retenues comme objectif final ; (c) être contrôlée directement ou indirectement par les autorités monétaires au moyen des instruments dont celles-ci disposent* »[13]. L'évolution de la masse monétaire peut, par exemple, jouer le rôle d'objectif intermédiaire. Sa gestion n'est pas une fin en soi, mais plutôt un moyen pour atteindre le(s) objectif(s) final(s).

Certains objectifs, tels que l'emploi ou la stabilité des prix, sont directement liés à la situation macroéconomique intérieure du pays. La politique monétaire participe donc à l'équilibre interne de l'économie. D'autres, tels que la stabilité du taux de change, ont trait aux relations de l'économie avec « le reste du monde », c'est-à-dire à l'équilibre externe.

Équilibre externe et balance des paiements

La balance des paiements enregistre, selon la technique de la comptabilité en partie double, l'ensemble des transactions réelles et financières d'une économie avec le reste du monde. Elle comporte principalement un compte courant, traitant des opérations réelles (exportations et importations de biens et de services), et un compte de capital, traitant des opérations financières. Le cumul des soldes de ces deux comptes correspond au mouvement des avoirs extérieurs nets (AEN) des institutions monétaires, avoirs principalement localisés à la BC[14]. Notons que l'équilibre externe ne se traduit pas par l'équilibre de la balance des paiements, qui est, par définition, toujours réalisé. Il est lié aux mécanismes d'ajustement de celle-ci, qui varient selon le régime de taux de change :

– *En régime de taux de change fixes*, la BC s'engage à défendre la parité de la monnaie nationale et la politique du taux de change devient une composante essentielle de la politique monétaire. Pour maintenir une parité fixe, elle doit constamment intervenir en complément des mécanismes spontanés d'offre et de demande en achetant ou en vendant des devises[15]. Ces interventions modifient, par définition, les AEN. De grandes variations de ceux-ci traduisent alors l'existence de pressions importantes sur le taux de change, et donc une situation de déséquilibre externe. Imaginons que des spéculateurs misent sur une réévaluation de la monnaie nationale : ils acquièrent massivement de celle-ci contre des devises étrangères, et cette opération financière augmente le compte en capital de la balance des paiements. Si l'offre de monnaie nationale n'est pas suffisante sur les marchés des changes, la BC doit fournir la quantité manquante en achetant des devises, de manière à défendre le cours officiel de sa monnaie (dans ce cas, elle doit éviter que la monnaie nationale ne s'apprécie). L'afflux de capitaux spéculatifs provoque donc, toutes autres choses restant égales par ailleurs, un surplus important du compte en capital accompagné d'une augmentation substantielle des AEN détenus par la BC.
– *En régime de changes flottants*, la situation est *a priori* plus simple, le cours de la monnaie étant laissé au jeu de l'offre et de la demande. Un afflux de capitaux renchérit la monnaie nationale, ce qui détériore la compétitivité du pays, freine les exportations tout en encourageant les importations, et crée finalement un déficit du compte courant[16]. Par ce mécanisme, la balance des paiements s'équilibre automatiquement, sans que des modifications des AEN ne soient nécessaires. Pourtant, compte tenu des effets macroéconomiques que peuvent entraîner des modifications substantielles du taux de change, la BC n'exclut pas la possibilité d'une politique de change : en vendant ou achetant des devises, elle peut atténuer les fluctuations du cours de la monnaie nationale. Un déséquilibre externe peut donc se traduire soit par de fortes fluctuations du taux de change de la monnaie nationale, soit par des interventions de la BC, donc par une modification des AEN[17].

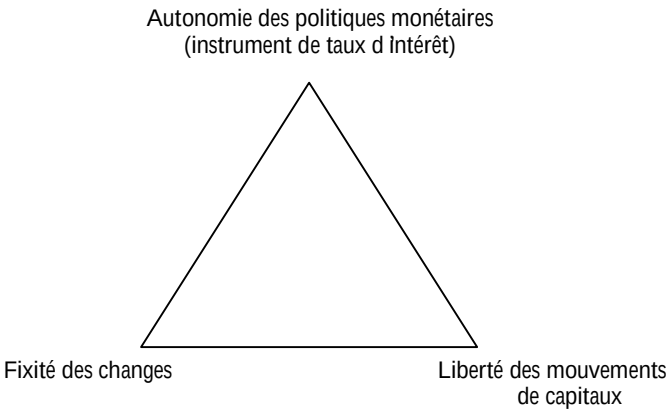
Les limites de la politique monétaire en régime de changes fixes

Dans les faits, les autorités monétaires sont souvent amenées à limiter le nombre d'objectifs qu'elles assignent à leur politique, dans la mesure notamment où ceux-ci peuvent s'avérer contradictoires[18]. Dans le cadre de Bretton Woods, un objectif s'avère primordial puisque les accords en ont consacré le principe : la stabilité du taux de change. Les chapitres suivants montreront qu'effectivement, au cours de la période sous revue, l'équilibre externe a fait l'objet d'une attention toute particulière. La poursuite de cet objectif permet-il de s'en fixer d'autres, ou au contraire requiert-il de s'y consacrer exclusivement ? La réponse à cette question se trouve dans ce que

les économistes désignent sous le nom de « triangle d'incompatibilité » (schéma 1)[19].

Seuls deux des trois objectifs mentionnés peuvent être atteints simultanément. En s'apparentant à un régime de changes fixes, le système monétaire international instauré à Bretton Woods en 1944 impose à chaque pays membre de restreindre les mouvements de capitaux ou de renoncer à l'instrument des taux d'intérêt, qui est pourtant particulièrement utile pour le maintien de l'équilibre interne. Voyons ceci de manière plus précise.

SCHÉMA 1 LE TRIANGLE D'INCOMPATIBILITÉ DE MUNDELL



L'incompatibilité fait référence aux interventions de la BC sur les marchés des changes en vue de compenser les déséquilibres des comptes courants et de capital. En principe, si les taux de change sont fixes et la mobilité des capitaux parfaite, tout écart de taux d'intérêt entre la Belgique et l'étranger provoquerait un mouvement sur le compte de capital. La BC devrait alors intervenir sur le marché des changes pour compenser ce mouvement et défendre la parité. Ces interventions modifieraient les AEN de la BC et, en l'absence de politique de stérilisation, les liquidités en circulation. Pareille situation se poursuivrait jusqu'à l'obtention de la parité des taux d'intérêt. Ce mécanisme a deux conséquences : d'une part, le taux d'intérêt ne peut être utilisé de manière autonome pour réaliser un objectif intérieur ; d'autre part, les liquidités en circulation sont endogènes, car déterminées par les mouvements des AEN.

Au contraire, toute restriction sur les mouvements de capitaux atténue la sensibilité du solde de la balance des capitaux aux variations du taux d'intérêt. Elle réduit de ce fait la nécessité d'interventions compensatoires permanentes et permet d'utiliser l'instrument des taux d'intérêt pour assurer l'équilibre

interne, et ce d'autant mieux que la restriction est forte. En d'autres termes, si les mouvements de capitaux sont limités, la BC garde en partie le contrôle des liquidités dans l'économie.

Les premières années du système monétaire international fondé à Bretton Woods ont été caractérisées par des restrictions très importantes dans les mouvements de capitaux, héritées du temps de guerre. Les accords prévoyaient la possibilité de maintenir de manière durable un certain contrôle des capitaux, dans le souci de préserver l'autonomie des politiques monétaires nationales. Cependant, au fil des années la mobilité des capitaux s'accrut : l'extraordinaire expansion des échanges commerciaux rendait de plus en plus difficile la restriction des mouvements de capitaux, eux-mêmes étroitement associés aux transactions courantes ; le développement du marché des eurodollars s'accompagnait d'une sophistication des pratiques financières, ce qui en rendait le contrôle de plus en plus difficile ; l'Europe s'engageait dans la voie d'une libre circulation des biens, des services et des capitaux, encourageant les pays membres à une ouverture de plus en plus grande. Les autorités monétaires belges ont réagi en instituant le double marché des changes, institution originale combinant astucieusement changes fixes et flottants et permettant de relâcher partiellement la contrainte du triangle d'incompatibilité.

Il serait donc injuste de considérer que sous le régime de Bretton Woods, la politique monétaire se limitait à une politique de change. Elle disposait d'une certaine latitude dans la gestion des liquidités afin de poursuivre certains objectifs nationaux.

La gestion des liquidités

Les autorités monétaires ne contrôlent jamais entièrement la quantité de liquidité dont dispose l'économie, car cette variable dépend de l'ensemble du système bancaire, qui comprend la BC et les institutions de crédit (principalement les banques commerciales). La BC peut cependant exercer une influence sur les liquidités à deux niveaux : d'une part, sachant qu'en dernier recours, les banques commerciales doivent se refinancer auprès d'elle, il lui est possible de favoriser ou de freiner ce refinancement, qui est à la source du processus de création monétaire[20]. Elle peut soit limiter quantitativement le refinancement, soit en modifier le prix, c'est-à-dire le taux d'intérêt exigé sur de telles opérations. D'autre part, à refinancement donné, la BC peut influencer le processus de création monétaire, en limitant la quantité de crédit que les banques peuvent accorder.

Les instruments par lesquels la BC exerce sa politique monétaire ont évolué au cours du temps, à mesure que les marchés monétaires et financiers se développaient. Nous les présentons ici dans leur généralité. Les trois chapitres suivants détailleront leur mise en œuvre en Belgique.

Les instruments de la politique monétaire[21]

Bien qu'il soit vain d'essayer d'énumérer toutes les techniques de politique monétaire utilisées en tous temps et en tous lieux, il est important de comprendre que la BC dispose de deux types d'interventions : elle peut prendre des mesures contraignantes ou agir en temps qu'acteur sur les marchés pour les influencer.

Les *contrôles administratifs et quantitatifs* influencent directement et de manière contraignante les agents économiques. Sur les marchés des changes, ils peuvent se traduire notamment par une limitation de la mobilité des capitaux. La gestion des liquidités peut aussi s'opérer au moyen de contrôles: par exemple, la BC peut obliger les banques à limiter la quantité de crédit qu'elles octroient au secteur privé en leur imposant un quota. De la sorte, la création de monnaie par le jeu des dépôts et des crédits est limitée. De même, la BC peut imposer des *coefficients de réserve* aux banques commerciales. Ceux-ci obligent les banques à détenir en permanence une part des dépôts de leurs clients à titre de réserves, en billet ou en dépôt auprès de la BC. Ceci modifie leur capacité à générer de la monnaie. À l'origine, ces coefficients n'étaient utilisés qu'à des fins prudentielles, notamment pour garantir la solvabilité des banques face à des retraits massifs. Néanmoins, cette technique s'est très vite avérée être un instrument efficace de politique monétaire. Aujourd'hui, les réserves obligatoires sont encore utilisées mais leur rôle est davantage structurel et les coefficients ne sont pas activement modifiés à des fins de politique monétaire.

Les autorités monétaires font par ailleurs appel à des *techniques de marché*. « *Avec cette seconde catégorie d'instruments, la banque centrale cherche à agir sur la liquidité bancaire de manière à influencer les taux d'intérêts à court terme ainsi que le pouvoir de création monétaire des banques*[22]. » Ces techniques visent à influencer leurs opérations sur les marchés (monétaires, des changes ou des capitaux) dans le but de créer plus ou moins de liquidités. Elles permettent donc de concilier l'exercice de la politique monétaire et le respect des forces du marché. On trouve ici des techniques influençant tant les quantités que les prix :

– Le *taux d'escompte* était originellement l'instrument privilégié de la BC : les banques commerciales se refinancent auprès de la BC en escomptant des effets commerciaux; ce financement accroît la liquidité des banques; la BC peut donc influencer la masse monétaire en modifiant les taux pratiqués sur de telles opérations. Une augmentation du taux doit normalement diminuer le refinancement auprès de la BC. Cela se traduira par une liquidité moindre, une augmentation générale des taux d'intérêt (les banques commerciales répercutant la hausse du taux d'escompte sur leurs propres taux) et *in fine* par une diminution de la demande de crédits bancaires. La BC pratique ainsi une politique monétaire restrictive[23]. Notons que l'escompte a perdu de l'importance au fil du temps. Il est actuellement remplacé par les autres techniques de refinancement du secteur bancaire présentées ci-dessous.

– L'escompte était généralement une *facilité permanente*, c'est-à-dire un guichet accessible aux banques à leur initiative, à un taux annoncé au préalable (le taux d'escompte), mais la BC pouvait imposer des restrictions quantitatives à son utilisation (plafonds de réescompte). Une facilité permanente accessible sans restriction sert à fixer un plafond (facilité de prêt) ou un plancher (facilité de dépôt) pour les taux du marché, comme c'est actuellement le cas dans la zone euro (prêts et dépôts au jour le jour).
– *L'open market* : cet instrument de politique monétaire trouve son origine dans les pays anglo-saxons. Il consiste historiquement en des achats et des ventes fermes de produits financiers – le plus souvent des titres d'État – par la BC. Celle-ci peut, grâce à de telles interventions, modifier la quantité de liquidités en circulation. Les opérations d'*open market* se sont étendues à d'autres techniques de marché, qui revêtent actuellement une importance capitale dans la conduite de la politique monétaire, telles que les opérations de cessions temporaires[24]. Des opérations fermes, l'émission de certificats de dettes, des opérations d'échange de devises et des reprises de liquidités en blanc sont également prévues.

Les développements qui précèdent montrent à quel point il est difficile d'assimiler le système monétaire belge des années 1944-1971 à un « cas » théorique spécifique, combien il serait réducteur de le définir de but en blanc comme un « régime de changes fixes avec mobilité imparfaite des capitaux » et de le traiter selon des modèles préconçus. Le cas belge, en particulier, comporte des singularités institutionnelles, telles que le double marché des changes, qui éloignent la réalité des marchés monétaires des modèles de base proposés dans les manuels théoriques. Ceux-ci ne peuvent être que des repères, des balises pour le raisonnement qui doit tailler son propre chemin dans le réseau dense des institutions et des pratiques de l'époque.

2.3 Les institutions monétaires belges[25]

Nous avons considéré jusqu'à présent que les autorités monétaires s'identifient à la BC. De nombreux pays disposent effectivement d'un organe unique en matière de politique monétaire, agissant pour certaines matières dont la politique de change, sous l'autorité du ministre des Finances. La situation belge pendant la période sous revue est plus complexe. Autour de la Banque nationale de Belgique gravitent en effet une série d'institutions ayant chacune un rôle bien défini. Ensemble, elles forment les autorités monétaires belges. Nous les présentons ici, en expliquant le statut, l'organisation dirigeante et l'essentiel des fonctions de chacune d'entre elles. Pour plus de clarté vis-à-vis des chapitres suivants, nous dénommons et présentons ces institutions par l'appellation et les modalités en vigueur au cours de la période couverte par cet ouvrage[26]. Les organigrammes figurant à la fin de la section permettent de visualiser la complexité institutionnelle de la sphère monétaire belge.

La Banque nationale de Belgique[27]

La Banque nationale de Belgique (fréquemment nommée ici « la Banque ») fut fondée en 1850. À l'instar des autres banques centrales de l'époque, elle exerçait à la fois des activités commerciales et des missions d'intérêt public. Elle était constituée sous la forme d'une société anonyme dont le capital était privé et cherchait à rendre ses activités commerciales profitables, mais agissait sous la surveillance étroite des pouvoirs publics. Ainsi, le gouverneur était nommé par le roi et le gouvernement déléguait un commissaire, ce qui distinguait l'institution de ses homologues des pays voisins. Par ailleurs, en contrepartie du privilège d'émission, la loi disposa que les pouvoirs publics recevraient une partie des revenus.

Au fil du temps, le caractère public de la Banque se renforça. Les activités commerciales furent supprimées et l'institution, autrefois rivale des banques commerciales devint la banque des banques. En 1948, sous l'influence de nouvelles conceptions du rôle des pouvoirs publics dans l'économie, l'État entra dans le capital de la Banque à concurrence de 50 p.c.

Pendant la période sous revue, la Banque est dirigée par un gouverneur et administrée par un comité de direction assisté d'un Conseil de régence. Le gouverneur et les directeurs sont nommés par le roi, sur proposition du Conseil de régence. Enfin, un commissaire du gouvernement, nommé par le ministre des Finances, assiste aux réunions du Conseil de régence. Il peut suspendre et dénoncer au ministre des Finances toute décision qui serait contraire aux intérêts de l'État.

Les fonctions de la Banque sont délimitées par ses statuts et par la loi organique. Cependant, ces textes ne fournissent qu'un aperçu de son activité. La politique de change est conduite dans le cadre des accords de change conclus par le gouvernement. La politique monétaire est conduite par la Banque, sous la contrainte des objectifs de cours de change et sous la supervision du ministre des Finances. Elle utilise à cette fin les instruments décrits dans la section précédente. Elle assure également la fonction de caissier de l'État et de « banque des banques ». Dans le cadre d'accords monétaires internationaux, elle assure la représentation de la Belgique, notamment au sein du Fonds monétaire international. Enfin, elle joue un rôle déterminant de conseiller des autorités.

L'Institut de réescompte et de garantie

L'Institut de réescompte et de garantie (IRG) a été créé lors de la réforme bancaire de 1935 (arrêté royal n° 175) pour atténuer les effets de la grande crise des années trente sur le secteur bancaire. La création de cet institut répondait alors à un souci commun des banques commerciales et du gouvernement. Il ne fut pas établi sous forme de société anonyme, mais reçut le statut d'institution d'utilité publique dont les opérations étaient garanties par l'État. Son capital fut souscrit par les banques commerciales. Son

administration fut confiée à un comité de direction, dont le président et les membres étaient nommés par le roi. Quatre d'entre eux étaient présentés par les banques commerciales. Un commissaire au gouvernement, qui disposait d'un droit de veto, assurait la surveillance de ses opérations. L'activité de l'IRG étant fortement liée à la politique de crédit de la Banque, celle-ci jouait un rôle prépondérant dans sa gestion.

En effet, le rôle de l'IRG consiste principalement à seconder la Banque dans le refinancement des banques commerciales. Dans le contexte de la fin des années trente, il s'agissait de permettre le réescompte de crédits bancaires à des conditions plus favorables que celles offertes par la Banque. Les banques purent ouvrir des lignes de crédit auprès de l'IRG qui mobilise des effets commerciaux. L'IRG a donc un rôle de soutien des banques. Il facilite l'escompte des effets commerciaux et organise même un marché « hors banque », c'est-à-dire d'effets de commerce n'entrant pas dans les conditions de réescompte de la Banque. Il s'agit donc d'un organisme régulateur, d'un intermédiaire entre les banques commerciales et la Banque nationale. Il se finance en faisant appel au marché du *call money*, en empruntant sur le marché secondaire ou, en dernier recours, en réescomptant des effets de commerce auprès de la Banque.

La Commission bancaire

La Commission bancaire est un établissement public institué par l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935, au moment de la scission des banques mixtes en banques de dépôts d'une part et sociétés à portefeuille d'autre part. Elle est alors composée d'un président et de six membres. Deux d'entre eux sont présentés par l'Association belge des banques et l'Association des caisses d'épargne privées. Deux autres sont proposés par la Banque et l'Institut de réescompte et de garantie. Les deux derniers et le président sont nommés par le roi. La Commission bancaire agit normalement de manière autonome. Ses décisions sont cependant soumises à l'approbation ministérielle. Les liens entre la Commission bancaire et la Banque sont plus flous. Contrairement à ce qui avait été annoncé par le gouvernement en 1935, la Commission bancaire n'est pas un organisme géré par la Banque. Par ailleurs, celle-ci n'a jamais assuré qu'une petite partie de ses frais de fonctionnement[28]. Pourtant, ces deux institutions sont amenées à travailler de concert.

Née de la réforme bancaire de 1935, la Commission bancaire a pour mission de veiller à l'application du statut des banques. C'est elle qui définit les coefficients de réserve qui, rappelons-le, constituent un des principaux instruments de la politique monétaire. Nous verrons cependant au chapitre 5 que cette définition se fait sur la base d'une décision de la Banque nationale.

Le Fonds des rentes

Le Fonds des rentes est un organisme autonome, dont les engagements sont garantis par l'État, créé en vertu de l'arrêté-loi du 18 mai 1945. Précédemment, ses fonctions étaient assurées par le Fonds d'amortissement de la dette publique et surtout par le Fonds de régularisation du marché des rentes. Sa direction est composée de six membres dont trois sont proposés par la Banque au ministre des Finances.

Initialement, le Fonds des rentes avait pour mission de régulariser, par des achats et des ventes, le marché des titres à moyen et long terme émis par l'État. Cette fonction n'est pas anodine, et prend même de l'importance à partir de la fin des années trente, sous l'impulsion des pays anglo-saxons. La régularisation des titres de la dette publique devient en effet alors un véritable instrument de politique monétaire *(open market)*. Jusqu'en 1957, le Fonds des rentes se finance par des emprunts d'argent à court terme, ou l'escompte des bons de caisse à la Banque. Ses moyens sont donc restreints[29]. Des réformes successives entrées en vigueur en 1957 et 1959 lui permettent d'accroître ceux-ci et de mener, en théorie du moins, de véritables politiques d'*open market*, tout en régularisant les marchés de court terme[30].

L'Institut belgo-luxembourgeois du change

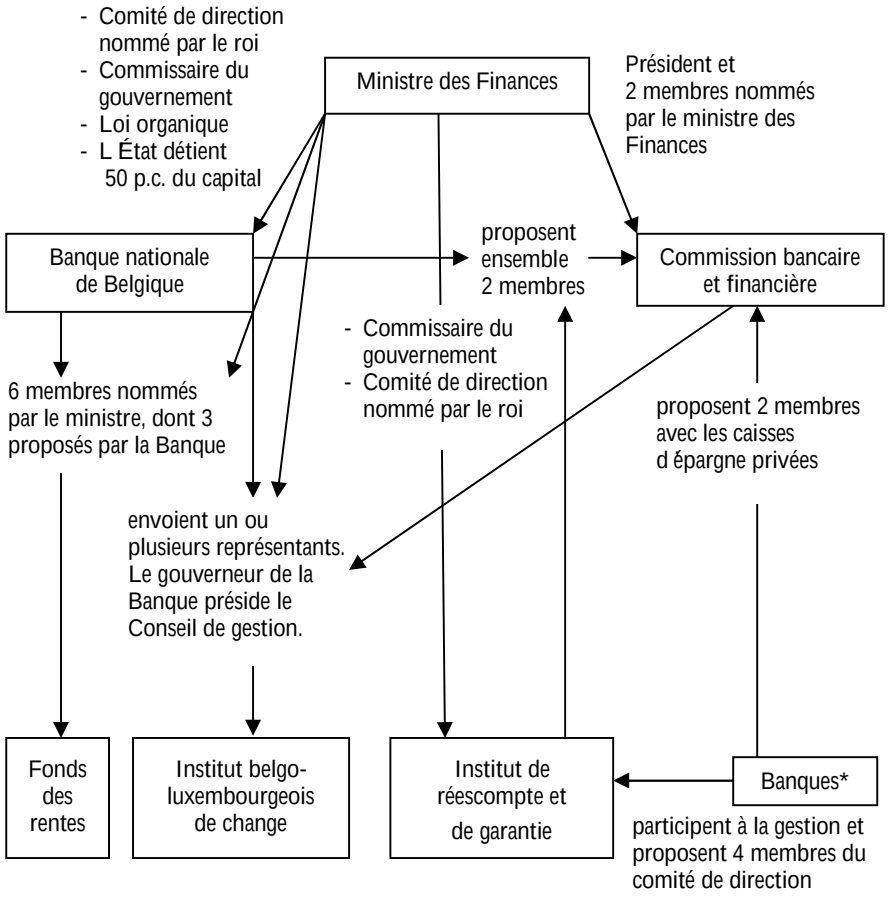
L'Institut belgo-luxembourgeois du change (IBLC) est un établissement public créé par un arrêté-loi du 6 octobre 1944. Sa gestion est confiée à un Conseil de dix membres, composé de représentants de la Banque nationale, de la Commission bancaire, des gouvernements belge et grand-ducal ainsi que du commissaire-contrôleur des banques luxembourgeoises. Le gouverneur de la Banque préside ce Conseil. Les liens entre l'IBLC et la Banque sont donc très étroits. Bien qu'autonome, l'IBLC applique les décisions en matière de change prises par la Banque et le ministre des Finances.

L'IBLC est chargé principalement d'élaborer et de contrôler la réglementation en matière de change. La Seconde Guerre mondiale a en effet rendu le commerce international particulièrement difficile en raison de la faiblesse des réserves de devises des banques centrales. Pour éviter que des problèmes de change n'apparaissent, toute importation et toute exportation de devise est d'abord soumise à l'autorisation de l'IBLC. Par la suite, cet institut poursuit sa mission d'organisation des mouvements de change. C'est notamment lui qui organise en 1955 le double marché des changes dont il sera question dans le chapitre 4.

Les deux schémas suivants permettent de synthétiser l'organisation des autorités monétaires en Belgique. Le schéma 2 montre comment s'articulent les institutions. L'enchevêtrement des relations de pouvoir attire tout de suite l'attention. Il s'agit bien d'un réseau d'autorités monétaires, et non pas d'une simple décentralisation pyramidale. À l'examen, l'influence du gouvernement, par l'intermédiaire de son ministre des Finances, apparaît prépondérante dans

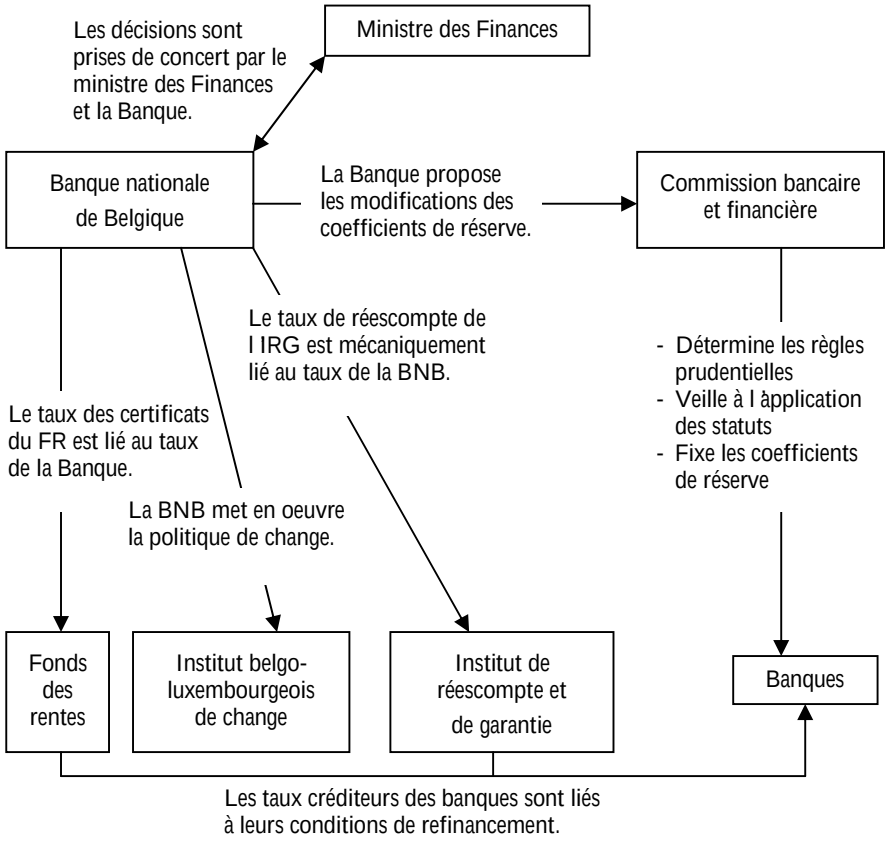
ce réseau. Chacune des autorités monétaires est en relation directe ou indirecte avec celui-ci. La Banque nationale y joue aussi un rôle-clé. Mais son pouvoir se révèle davantage dans le schéma 3 faisant le lien entre les instruments de politique monétaire exposés à la section 2.2 et les autorités monétaires présentées ici. Il ressort en effet de ce schéma que la Banque dirige la politique monétaire. La mise en œuvre de cette politique fait l'objet des trois chapitres suivants.

SCHÉMA 2 ORGANIGRAMME DES PRINCIPALES AUTORITÉS MONÉTAIRES EN BELGIQUE



* Les organismes bancaires ne font pas partie des autorités monétaires.

SCHÉMA 3 ORGANIGRAMME SYNTHÉTIQUE DE LA POLITIQUE DE CRÉDIT*



* La politique de change est, quant à elle, décidée par le gouvernement et mise en œuvre par la Banque.

Notes du chapitre 2

1 Cette section est largement basée sur des publications antérieures dont elle reprend des extraits : Cassiers (1994), (1995), (1997) et (dir. 2000) ; Cassiers, De Villé, Solar (1996), Cassiers et Scholliers (1995).
2 Pour une étude de cet « effet de rattrapage » en Belgique, voir Cassiers (1994).
3 Kredietbank (1996), p. 25.
4 OECD (1999), p.42. Moyenne des années 1960-1973. Europe : 11 pays de la zone euro.
5 Savage, « Les finances publiques » dans Cassiers (dir.) (2000).
6 P. 1171.
7 Projet d'accord de solidarité sociale belge, repris dans Fuss,. Goldschmidt-Clermont et Watillon (1958), p. 828.
8 Dupeux : « Guerres et crises, 1914-1947 » dans P. Léon (1977) p. 517.
9 Voir notamment Dupriez (1978) qui rappelle les calculs des parités d'équilibre auxquels se livrait alors l'Institut de Recherches économiques et sociales de l'Université catholique de Louvain.
10 Projet d'accord de solidarité sociale belge, article 5, dans Fuss, Goldschmidt-Clermont, et Watillon, (1958) p. 827.
11 Ainsi l Institut de Recherches économiques et sociales de l'Université catholique de Louvain, dirigé par L.H. Dupriez, resta longtemps hermétique à la révolution keynésienne. Voir Maes, Buyst et Bouchet (2000) et Bismans (1992).
12 Mishkin (2001) p. 454.
13 Plihon (2000), p. 87.
14 Cette définition permet de comprendre la structure de la balance des paiements telle qu èlle est présentée dans le tableau A6 et le graphique 23. Néanmoins, la structure actuelle des balances des paiements est quelque peu différente : elle fait apparaître un compte courant, un compte capital (limité aux remises de dettes et aux achats et ventes de brevets) et un compte financier regroupant les mouvements de capitaux et les mouvements des AEN. Pour plus de détails, voir Begg et al. (2000), pp. 268-272.
15 Concrètement, la BC n ìntervient pas toujours directement sur le marché des changes. Elle peut le faire via les banques commerciales.
16 En prenant l hypothèse que l èffet volume l èmporte sur l èffet prix.
17 Une remarque très importante s ìmpose ici : A long terme, l équilibre externe est plus restrictif encore. En effet, si à court terme un déséquilibre courant *ponctuel* peut être compensé par une variation des AEN ou par un surplus du compte en capital, un déficit courant *récurrent* n èst pas soutenable à long terme, et ce quel que soit le système de change en vigueur. Il entraînerait une diminution continue des AEN et/ou un endettement croissant envers le reste du monde.
18 Nous n èntrons pas ici dans le détail de ces choix. Le lecteur intéressé peut à ce sujet se reporter à l èxposé très complet de Papademos (2003).
19 Il existe différentes versions plus ou moins élaborées du triangle d ìncompatibilité. Pour un examen plus détaillé de celui-ci dans le cadre de Bretton Woods, voir par exemple Aglietta (1994), pp. 94-95.
20 Pour un descriptif complet du processus de création monétaire, voir notamment Jacquemin, Tulkens, et Mercier. (2001), pp 317-326.
21 Nous reprenons ici le cadre d ànalyse de Plihon, (2000), que le lecteur retrouvera dans de nombreuses publications récentes traitant de la politique monétaire. Ce cadre se distingue néanmoins de la typologie standard des manuels de macroéconomie.
22 Plihon (2000), p. 91.
23 Pour un exposé complet, voir Mishkin (2000), pp. 442-444.

[24] Concrètement, une banque va mettre des titres « en pension » auprès de la BC, contre remise de liquidités, et ce pour une période déterminée. La banque en question paiera un taux d'intérêt pour cette opération. Le taux des opérations principales de refinancement du secteur bancaire qui s'effectuent par ce moyen représente d'ailleurs le taux directeur de la banque centrale européenne (BCE).

[25] Les éléments descriptifs de cette section sont basés sur Vandeputte & al. (1981). Le lecteur intéressé par un détail complet des institutions présentes sur le marché monétaire belge au cours de la période 1944-1971 peut également se référer à Banque nationale de Belgique (1960). Dans cette section, nous ne décrivons, pour chaque institution, que les fonctions ayant trait à la politique monétaire et de change durant la période qui nous concerne. Le ministre des Finances n'est pas repris dans le descriptif. L'aperçu des autres institutions révèle par contre son influence comme autorité monétaire.

[26] Certains éléments présentés dans cette section ne sont donc plus d'application actuellement.

[27] Ces quelques lignes visent uniquement à situer la Banque dans le contexte des institutions monétaires et financières belges. Elles ne prétendent nullement fournir une description détaillée ou exhaustive des missions et de la gouvernance de la Banque. Le lecteur intéressé par une telle description se réfèrera aux volumes de Brion et Moreau (2005) - dont la première partie est consacrée à la Société Anonyme « Banque nationale de Belgique » - et de Pluym et Boehme (2005), chapitre 4.

[28] Voir à ce sujet l'A.R. n° 185 du 9 juillet 1935 et l'A.R. du 17 mai 1979.

[29] En effet, les crédits octroyés par la Banque au Fonds des Rentes étaient comptabilisés dans la ligne de crédit limitée à 10 milliards de francs accordée par la Banque à l'État. Pour davantage de détails, voir chapitre 4.

[30] Voir chapitre 5.

Chapitre 3

LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DE 1944 À 1949

Dans ce troisième chapitre, nous poursuivons deux objectifs : en premier lieu, nous essayons d'identifier les contraintes auxquelles la politique monétaire est confrontée et nous examinons les réformes institutionnelles qui sont apportées par les autorités nationales ou internationales. Ces réformes visent à modifier les institutions en place, ou à en créer de nouvelles, mieux adaptées aux contraintes du moment. Nous analysons ensuite la mise en œuvre de la politique monétaire par la Banque nationale et cherchons à en identifier les succès et les échecs.

Nous développons ces différents points en quatre sections : les deux premières présentent successivement les contraintes internes et externes ainsi que les réformes institutionnelles propres aux années quarante. Sur le plan national, la situation monétaire du pays dans l'immédiat après-guerre requiert des réformes importantes. Celles-ci sont entreprises très tôt, notamment grâce à l'opération Gutt. Le financement de l'industrie en reconstruction et des déficits publics nécessite néanmoins l'attention des autorités monétaires tout au long de la période. Sur le plan international, l'inconvertibilité des monnaies qui prévaut dans la première phase d'exécution des accords de Bretton Woods complique la tâche de la Banque.

La troisième section, consacrée à la mise en œuvre de la politique monétaire, acte les succès enregistrés par la Banque, malgré un contexte difficile : il apparaît que la contribution de la politique monétaire au « miracle belge » des années quarante n'est pas négligeable. Dans la quatrième section toutefois, quelques nuances sont apportées à ce bilan.

3.1 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte macroéconomique belge

Avatars classiques d'une situation d'après-guerre

Les cinq années de guerre laissent des blessures profondes, tant physiques qu'économiques. En Belgique, trois contraintes majeures vont naître du contexte macroéconomique de l'immédiat après-guerre, nécessitant des réformes rapides et d'envergure, en particulier sur le plan monétaire et financier.

Premièrement, durant la guerre, la monnaie a perdu son statut d'instrument de circulation, pour devenir un instrument de prélèvement définitif pour l'ennemi[1]. De ce fait, les moyens de paiement ont considérablement augmenté, comme l'indique le tableau 3.1. Le montant des billets en circulation est multiplié par 4,5 de 1938 à 1944. À titre de comparaison, durant la même période, la circulation monétaire de pièces et de billets est multipliée par 2,2 au Royaume-Uni et par 3,5 aux États-Unis[2].

D'autres indices révèlent l'ampleur du déséquilibre monétaire de l'immédiat après-guerre : par rapport à la moyenne de la période 1936-1938, les salaires nominaux ont augmenté de 33 p.c., les prix ont été multipliés par 2,1 sur le marché officiel et par 16,4 sur le marché noir[3]. Enfin, et c'est peut-être là le plus important, cette surabondance de moyens de paiement est accompagnée d'une pénurie temporaire mais importante de biens, en raison de la désorganisation de l'appareil productif. Une première tâche s'impose donc de fait aux dirigeants. Il est indispensable de « *corriger sans retard le déséquilibre profond qui* [s'est] *créé entre le volume des biens et services disponibles et celui des moyens de paiement afin d'empêcher qu'une diffusion généralisée de ceux-ci entraînât tout le système des prix dans une hausse désordonnée* »[4]. La poursuite de l'(hyper)inflation apparaît donc comme la principale menace qui pèse sur l'économie belge en ces premiers mois suivant la libération. Cette situation n'est d'ailleurs pas particulière à la Belgique. L'inflation touche tous les pays européens et atteint des sommets en France et en Italie[5]. Chaque pays est contraint de prendre des mesures, parfois fort différentes, face à ce déséquilibre majeur.

Deuxièmement, la dette de l'État a explosé en Belgique au cours des hostilités, passant de 66 milliards de francs au 30 avril 1940 à 156 milliards en septembre 1944[6]. D'importants déficits sont encore enregistrés au cours des années suivantes, comme le montre le tableau 3.2.

Les recettes ordinaires, issues principalement de l'impôt, ne permettent à aucun moment de subvenir aux besoins de plus en plus importants de l'État. L'équilibre budgétaire ne peut donc être atteint qu'au prix d'un financement monétaire (c'est-à-dire un découvert ou tout autre type de crédit accordé par la Banque) ou d'un emprunt massif. Ceci constitue une contrainte supplémentaire pour la gestion monétaire du pays : il faut supporter le poids de la dette passée, mais également éviter un recours trop important de l'État au financement monétaire direct ou au crédit du système bancaire[7]. De tels recours auraient en effet pour conséquence d'accroître davantage les moyens de paiement en circulation. Toute mesure visant la limitation de ceux-ci doit par conséquent être accompagnée d'un encadrement de la dette publique.

TABLEAU 3.1 STOCK DE MONNAIE AVANT ET APRÈS LA GUERRE

	Circulation des pièces et billets du Trésor		Circulation des billets de la BNB		Solde des comptes courants de la BNB*		Avoirs des titulaires de comptes chèques postaux		Avoirs nets en comptes à vue dans les banques		Total	
	Milliards de francs	Indice 1938 = 100	Milliards de francs	Indice 1938 = 100	Milliards de francs	Indice 1938 = 100	Milliards de francs	Indice 1938 = 100	Milliards de francs	Indice 1938 = 100	Milliards de francs	Indice 1938 = 100
1938 : moyenne	1,5	100	21,9	100	2,4	100	3,5	100	15,1	100	44,3	100
1940 : début mars	1,6	109	28,8	132	0,9	37	4,4	127	12,8	85	48,6	110
1944 : début août***	4,9	337	98,7	450	6,1	259	10,5	300	36,9	245	157,1	355
1944 : début novembre***	6,4	427	100,9	461	3,6	150	10,9	311	41,7	276	164,4 **	371

Sources : 1938-1944 (début août) : Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale (1944), p. 70.
1944 (début novembre) : voir tableau 3.3.

* Particuliers et Trésor, non compris le compte courant de l'Office national des chèques postaux.

** Y compris les comptes interbancaires libellés en francs belges (1 milliard de francs).

*** Soit avant et après l'assainissement monétaire d'octobre 1944.

TABLEAU 3.2 RECETTES ET DÉPENSES DE L ÉTAT
(milliards de francs)

	Total des recettes*	dont : recettes ordinaires	Total des dépenses	Excédents des recettes (+) ou des dépenses (-)
1945	32,8	21,2	50,6	- 17,8
1946	130,8	46,4	89,2	+ 41,6
1947	55,6	47,3	75,8	- 20,1
1948	122,9	62,9	141,3	- 18,3
1949	76,5	67,1	90,3	- 13,8
1950	73,9	63,3	80,7	- 6,9

Source : Banque nationale, Statistiques économiques belges 1941-1950, Tome 2, tableau 2 p. 131.
* Y compris les produits d èmprunts et autres recettes extraordinaires.

Troisièmement, le financement de la reconstruction des capacités de production constitue aussi une source potentielle de déséquilibre. Le crédit bancaire au secteur privé s èst en effet presque réduit à néant durant la guerre[8]. Dès la libération, il faut prévoir le rétablissement du fonctionnement des marchés financiers. Les banques commerciales doivent retrouver une de leurs principales fonctions : l òctroi de crédits au secteur privé. Il faut néanmoins que cette opération se réalise de manière ordonnée et que l àccroissement des crédits corresponde aux besoins réels de l économie, sous peine d àugmenter encore l écart entre les moyens de paiement mis à la disposition de l économie et l òffre effective de biens. La Banque est donc confrontée au choix suivant : un financement facile du secteur privé libérerait les forces productrices du pays, mais augmenterait d àutant la masse monétaire, alors qu ùn accès limité au crédit garantirait le strict contrôle des moyens de paiements, mais handicaperait l ìndustrie.

Dans l ìmmédiat après-guerre, de nombreux défis attendent donc les dirigeants politiques et monétaires en Belgique. L èxplosion de la masse monétaire nécessite une réforme rapide, sous peine de ne pouvoir endiguer une inflation latente. Cependant, l èxplosion de la dette de l État, ainsi que les déficits supplémentaires risquent de compromettre toute réforme. Il faut par ailleurs assurer un financement adéquat du secteur privé, en concordance avec la reprise de la production, tout en évitant les dérapages, source de création monétaire. Les réformes institutionnelles menées au cours des années quarante sont dictées par ces défis, mais ne parviennent que partiellement à surmonter les contraintes qui caractérisent cette période.

La réforme Gutt, une étape capitale

Depuis 1941 déjà, des réflexions visant à préparer le retour à l économie de paix s étaient tenues tant à Londres qu à New York[9]. Elles avaient vu s òpposer deux courants d òpinions. Le premier était conduit par Paul Van

Zeeland, premier ministre belge de 1935 à 1937. Celui-ci s était opposé à la politique déflationniste du début des années trente et avait sorti l économie belge de la dépression par l àssociation d ùne dévaluation substantielle du franc belge en 1935[10] et d ùne politique d ìnspiration keynésienne[11]. Van Zeeland proposait de mettre résolument la politique monétaire de l àprès-guerre au service de la reprise économique. Il condamnait l ùtilisation de mesures déflationnistes et prônait au contraire le choix d ùne parité monétaire relativement basse (de l òrdre de 250 francs pour une livre) et le maintien de liquidités abondantes pour que la demande civile puisse rapidement prendre le relais des dépenses de guerre[12]. Pour Van Zeeland, lutter contre l ìnflation était inutile[13].

Le deuxième courant d òpinion, soutenu par la Banque et conduit par le ministre des finances, Camille Gutt, entendait au contraire réduire drastiquement la quantité de monnaie en circulation dès la fin des conflits. Selon cette optique, qui se ralliait à l òrthodoxie pratiquée au début des années trente, la manipulation du taux de change ne devait en aucun cas être utilisée comme outil de relance. Seule une monnaie forte pouvait renforcer la confiance dans le franc belge et, *in fine*, développer le commerce international.

Ces deux courants de politique économique s òpposaient en fait depuis les années trente. La démission de Paul Van Zeeland en 1937 avait été l òccasion de reléguer celui-ci à l àrrière plan de la scène politique belge. La vision « orthodoxe » de Camille Gutt l èmporta donc de manière naturelle avant même la fin des hostilités, conduisant à la réforme monétaire qui porte son nom. L òpération Gutt revêt une importance considérable pour l ènsemble de la politique économique belge de l àprès-guerre, comme nous le montrerons plus loin.

La réforme monétaire mise en œuvre le 7 octobre 1944 poursuit trois objectifs[14] :

- À titre principal, il s àgit de réduire la masse monétaire en circulation dans le but d éliminer toute inflation latente. L àssainissement monétaire doit faire correspondre le volume de la masse monétaire à la quantité de biens effectivement disponible. De la sorte, les initiateurs de la réforme entendent contrôler les prix mais également éradiquer le marché noir.
- La lutte contre l ìnflation latente est doublée d ùn objectif externe : l òpération d àssainissement doit permettre de maintenir le taux de change à la parité établie le 5 octobre 1944, à la suite de la conférence de Bretton Woods. Cette parité est conforme à l àccord tripartite de Poitiers de juin 1940 qui avait défini l égalité entre le franc belge et le franc français, et un taux de change entre ces deux monnaies et la livre sterling de 176,625 francs pour une livre. De ce fait, le cours de référence du dollar s établit à 43,8 francs belges pour un dollar, ou encore 49.318,1 francs belges pour un kilogramme d òr. L òbjectif est d àutant plus difficile à atteindre que la parité choisie correspond à une relative surestimation du franc belge compte tenu des cinq années de guerre[15] : la Banque nationale observe que le taux de change vis-à-vis de la livre « *ne peut être maintenu à*

176,625 fr. pour une livre sterling que si l'expansion du pouvoir d'achat national ne dépasse pas le montant qui résulte de la parité de pouvoir d'achat avec les grandes monnaies internationales à ce nouveau taux de change »[16]. En d'autres termes, seul un contrôle drastique de la masse monétaire peut garantir le maintien de cette valeur. Il faut donc ramener la masse monétaire en circulation « *au niveau des grandes nations alliées, en particulier de la circulation anglaise, décisive pour nos relations économiques* »[17].

– La réforme comporte enfin un objectif fiscal, en prélevant des impôts, parfois au taux de 100 p.c., sur les enrichissements survenus durant la guerre.

Concrètement, la réforme monétaire se déroule rapidement : à l'exception des billets de cinquante francs et moins, tous les moyens de paiement cessent dans un premier temps d'avoir cours légal. Lors de l'échange de billets, une somme de 2.000 francs est laissée à chaque personne. Le surplus est inscrit sur un compte ouvert auprès d'une banque, d'une institution de crédit ou de l'Office national des chèques postaux. Par ailleurs, la monnaie déjà en compte est également immobilisée. Une nouvelle somme de 3.000 francs est débloquée à la suite d'un arrêté ministériel le 28 octobre 1944. Le surplus de monnaie fiduciaire, ainsi que les dépôts bancaires sont bloqués, soit définitivement (60 p.c. des montants), soit à titre provisoire (40 p.c. des montants). Dans le premier cas, les avoirs sont convertis un an plus tard en titres de « l'emprunt d'assainissement monétaire ». Les avoirs temporairement bloqués sont quant à eux remboursés très progressivement, de 1944 à 1949, au fil de la reprise économique, de manière à contrôler rigoureusement la croissance du stock monétaire et assurer la parité de change fixe avec le Royaume-Uni. Le tableau 3.3 ci-dessous synthétise l'opération Gutt. En quelques semaines, la masse monétaire globale effectivement libre est divisée par trois, passant de 164,4 milliards de francs à seulement 57,3 milliards en fin d'année[18].

Enfin, l'assainissement monétaire serait compromis si les banques utilisaient leurs titres d'emprunt public à des fins de refinancement pour accorder des crédits importants au secteur privé. Or, le volume de la dette publique détenu par les banques est considérable et représente plus des trois quarts du total de leurs créances en 1945, contre à peine un tiers cinq années plus tôt[19]. Il leur serait facile d'obtenir des liquidités par la vente d'une partie de ces certificats. C'est pourquoi la réforme prévoit d'emblée une prorogation des emprunts en cours. Cette situation provisoire est complétée en 1946 par une législation tout aussi contraignante, introduisant de nouveaux coefficients bancaires.

TABLEAU 3.3 RÉSULTATS DE L'ASSAINISSEMENT MONÉTAIRE
(milliards de francs, suivant les écritures de fin 1944)

	Montant total	Libre ou libéré	Non libre
Trésor : total	*6,4*	6,4	
Pièces de monnaie	1,8	1,8	
Billets du Trésor	4,6	4,6	
Billets de la Banque : total	*100,9*	25,3	66,3
Échange immédiat	14,6	14,6	
Total général des billets déclarés	77,0		
dont :			
- Billets appartenant aux « institutions spéciales »		2,5	
- Billets libérés comme correspondant à des comptes de dépôt au 9 mai 1940		1,6	
- Libération de 3.000 francs par l'arrêté du 28/10/1944		6,6	
- Billets non libres :			
a) 40 % temporairement indisponibles			26,5
b) 60 % bloqués			39,8
Billets non déclarés fin 1944	9,3		
Comptes bancaires en francs belges	*41,7*	14,4	27,3
Dépôts fin septembre 1944	41,7		
dont :			
- Montants libérés :			
a) Première libération		13,5	
b) Seconde libération (3.000 francs)		0,9	
- Solde non libéré :			
a) 40 % temporairement indisponible			10,9
b) 60 % bloqués			16,4
Office national des chèques postaux :	*10,9*	6,6	4,3
Avoirs des comptables de l'État	2,5	2,5	
Avoirs des particuliers	8,4		
dont :			
- Montants libérés :			
a) Première libération		3,5	
b) Seconde libération (3.000 francs)		0,4	
c) Institutions spéciales		0,2	
- Solde non libre :			
a) 40 % temporairement indisponibles			1,7
b) 60 % bloqués			2,6
Comptes interbancaires libellés en francs belges	1	1	
Solde des comptes courants de la Banque	*3,6*	3,6	
Total général	*164,4*	57,3	97,8

Source : BNB (1945), p. 65, complétés par Janssens (1976), p. 317-318, Frère (1960), p. 88 et calculs propres.
Les chiffres en gras correspondent aux totaux.
Les chiffres en italique permettent d'établir un lien avec ceux du tableau 3.1.

Les coefficients bancaires de 1946

En théorie, l'imposition de coefficients de structure peut être considérée comme une décision courante de politique monétaire. De tels coefficients contraignent les banques commerciales à couvrir une fraction de leurs dépôts par des réserves (liquidités ou titres spécifiés), soit pour assurer la gestion prudentielle de leur bilan, soit pour limiter leur capacité de création de monnaie scripturale. Les mesures prises en Belgique en 1946 s'apparentent toutefois davantage à une réforme institutionnelle qu'à l'exercice courant de la politique monétaire.

En effet, le règlement de la Commission bancaire du 29 janvier 1946, introduit sous l'impulsion de la Banque, constitue la première mise en œuvre en Belgique de coefficients de structure, dont l'usage avait été rendu possible par la réforme bancaire de 1935[20]. Mais tandis que celle-ci visait essentiellement à sauvegarder la solvabilité et la liquidité des banques dans un esprit de protection de l'épargne, le règlement de 1946 utilise également les coefficients pour faire face au problème dominant du moment : celui du financement de la dette publique.

Outre des coefficients de liquidité et de solvabilité qui visent la gestion prudentielle des banques[21], un coefficient de couverture impose à celles-ci une détention d'effets publics à concurrence de 50 à 65 p.c. du total des dépôts. Ce pourcentage très élevé correspond *de facto* à la situation du système bancaire à l'issue de la guerre, et ne semble donc pas immédiatement contraignant. L'objectif initial est de prolonger les effets de la réforme Gutt en gelant la structure de l'actif bancaire : il s'agit d'empêcher les banques de revendre sur le marché les titres publics qu'elles ont en stock afin de se procurer des liquidités et accorder ainsi des crédits au secteur privé, car ceux-ci accroîtraient la monnaie en circulation. La contrainte imposée par le coefficient de couverture se resserre au fil de la croissance des dépôts et se fait plus nettement sentir à partir de 1949[22]. L'objectif de la mesure est alors d'assurer à l'État une source de financement stable en canalisant une partie constante de la création de monnaie bancaire en direction des pouvoirs publics.

Face au risque d'explosion des moyens de paiement constaté à l'issue de la guerre, les autorités politiques et monétaires belges choisissent donc des réponses institutionnelles fortes. La masse monétaire en circulation est brutalement réduite, puis les coefficients bancaires freinent le développement ultérieur des crédits au secteur privé. Ces réformes traduisent déjà une ligne de conduite ferme et différente des courants dominants de la pensée économique de l'époque[23]. Ceux-ci, largement influencés par J.M. Keynes, prônent une politique monétaire plus expansionniste.

L'opération Gutt révèle en fait les choix initiaux de la Belgique dans l'immédiat après-guerre : franc fort, inflation modérée et confiance dans l'économie de marché deviennent les maîtres mots de la politique économique. À ce titre, la politique monétaire trouve une place centrale au sein de celle-ci.

Sa mise en œuvre, qui sera analysée plus loin, est cependant contrainte par l'environnement international.

3.2 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte monétaire international

Débuts difficiles pour des accords ambitieux

Après la guerre, les autorités monétaires doivent faire face aux contraintes des accords de Bretton Woods signés en juillet 1944. Ceux-ci prévoient en effet, rappelons-le, que chaque pays communique dans les plus brefs délais la parité de sa monnaie par rapport au dollar ou à l'or. Le prix de l'or est quant à lui irrévocablement fixé à 35 dollars l'once. Le choix du taux de change par rapport au dollar, et de là par rapport aux autres monnaies est déterminant : il s'agit de retenir une parité susceptible d'équilibrer le commerce extérieur et donc d'éviter de trop grandes interventions des autorités monétaires.

Concrètement, les nouvelles contraintes auxquelles la Banque doit faire face, à l'instar des autorités monétaires de tous les pays signataires, sont au nombre de trois :

Premièrement, quelle que soit la sur-évaluation ou la sous-évaluation de chaque monnaie, les autorités monétaires sont obligées, en vertu des accords, de maintenir la parité définie. Si le commerce extérieur d'un pays se solde par un déficit important, la demande élevée de devises et l'offre excédentaire de monnaie nationale se traduisent, toutes autres choses restant égales par ailleurs, par une diminution des réserves en devises de la banque centrale et dès lors par une pression à la baisse sur la masse monétaire en circulation[24].

Deuxièmement, pour se protéger précisément de fortes interventions nécessitées par la défense de leur parité, de nombreux pays, dont la Belgique, pratiquent encore d'importantes restrictions de change sur les mouvements de marchandises. Toute conversion de devises par un exportateur ou un importateur est soumise à l'approbation des autorités monétaires, qui peuvent de la sorte en canaliser les flux. Une contrainte supplémentaire se crée ainsi *de facto* : bien qu'il s'agisse d'une mesure de protection, les restrictions de change engendrent l'inconvertibilité des monnaies européennes et freinent la reprise du commerce international. En définitive, cette inconvertibilité prolonge le manque de devises qui inhibe les banques centrales européennes.

Troisièmement, alors que les accords de Bretton Woods ont consacré le dollar comme monnaie internationale et qu'il est universellement convertible en or, la devise américaine est presque absente des marchés européens. En effet, la quantité de dollars (ou d'or) détenue en réserve dans les banques centrales s'est amoindrie durant la guerre. De plus, les réserves restantes sont requises pour l'importation de matériel en provenance des États-Unis, dont l'appareil productif est encore intact. Le déficit commercial vis-à-vis des États-Unis diminue donc encore les réserves en dollars. En conséquence, à moins

d'un déficit commercial américain important, ce qui n'est pas alors envisageable, ou d'une intervention unilatérale des autorités américaines, le dollar ne peut jouer son rôle de monnaie internationale. Notons cependant que, profitant de circonstances particulières, la Belgique fait exception. Ses réserves d'or ne sont que très peu entamées à la fin de la guerre.

Rappelons par ailleurs que les restrictions sur les mouvements de capitaux sont acceptées, et même encouragées, par les accords de Bretton Woods. Le but de telles transactions est d'obtenir une devise en l'échangeant contre une autre, soit en vue d'investir dans le pays concerné, soit dans un but de spéculation[25]. Les restrictions des mouvements de capitaux se justifient par conséquent à deux égards :

- Les mouvements de capitaux dans un régime de changes fixes enlèvent une part de l'autonomie des politiques monétaires nationales, en égalisant les taux d'intérêt. Or, comme nous l'avons exposé plus haut, un des objectifs des accords de Bretton Woods est de favoriser la concertation économique entre les nations tout en promouvant l'autonomie des politiques économiques nationales. En taux de change fixe, cette autonomie n'est accessible qu'au prix de restrictions sur les mouvements de capitaux, en vertu du triangle d'incompatibilité[26].
- Les mouvements de capitaux perturbent également les marchés des changes, ce qui impose, dans la majorité des cas, des interventions plus fréquentes et plus importantes des autorités monétaires. Or ces interventions ne peuvent en cette période qu'être limitées, compte tenu des faibles réserves de devises dont dispose la majorité des banques centrales des pays européens.

L'application des restrictions sur les mouvements de capitaux permet donc aux banques centrales de se protéger de toute spéculation sur leur monnaie. De ce fait, les mouvements de capitaux ne constituent à l'époque pas un réel problème. Les principaux aspects de la contrainte externe à laquelle les autorités monétaires sont confrontées se résument en définitive en deux points :

- D'une part, l'inconvertibilité des monnaies empêche la relance du commerce international qui, faute d'accord de paiement, stagne depuis la fin de la guerre. L'absence de réserves de dollars suffisantes complique la situation et ne permet pas à cette devise de jouer son rôle de monnaie internationale. La conséquence directe des restrictions de change et du manque de dollars est un arrêt presque complet du commerce européen. Ceci nécessite des réformes importantes et des changements institutionnels sous forme d'accords de paiement bilatéraux dans un premier temps, multilatéraux ensuite. Ces questions sont examinées dans les paragraphes suivants.
- D'autre part, dès la reprise des échanges commerciaux dans le cadre de nouveaux accords de paiement, les autorités monétaires de chaque pays doivent défendre la parité de leur monnaie. Dans la troisième section, nous

précisons quelle stratégie est adoptée en Belgique en vue de réaliser cet objectif.

Les premiers pas vers la multilatéralisation des paiements

Seul un accord multilatéral de paiement, d'ailleurs encouragé par le Fonds monétaire international, permettrait la relance des échanges de marchandises. De telles négociations s'avèrent néanmoins difficiles et prématurées. Le redémarrage du commerce international – et intra-européen en particulier – à partir de 1944 se base d'abord sur des accords bilatéraux de paiement. Rappelons que par ce genre d'accords, deux pays s'engagent à équilibrer régulièrement leurs comptes courants par un système de crédits mutuels[27]. Durant les premières années de l'après-guerre, en l'absence d'autre solution, quelque deux cents accords bilatéraux sont signés[28]. S'ils présentent l'avantage d'assurer la reprise du commerce international, ils ne résolvent en rien les trois contraintes extérieures énoncées ci-dessus :

- Loin de se compenser, les déficits et les surplus courants s'accumulent entre les pays. Certains, fortement touchés par les destructions de la guerre, ne sont pas à même d'exporter suffisamment et accumulent les déficits courants, de sorte que les limites des crédits accordés sont atteintes très rapidement. L'obligation de défense de la parité en vigueur conduit par conséquent les pays créditeurs ou débiteurs nets à limiter leur commerce extérieur. La France doit par exemple suspendre ses importations en provenance de la Belgique en 1947, faute de moyens pour rembourser les crédits.
- Les accords bilatéraux ne permettent pas d'utiliser le surplus courant vis-à-vis d'un pays pour compenser le déficit par rapport à un autre. De ce fait, l'inconvertibilité des monnaies persiste partiellement et ralentit le commerce international.
- Les accords bilatéraux n'atténuent pas la pénurie de dollars en Europe. Bien au contraire, les crédits octroyés par les accords se substituent aux livraisons d'or grâce auxquelles certaines banques centrales européennes pourraient acquérir des dollars.

Les accords bilatéraux montrent donc très vite leurs limites et la négociation d'accords multilatéraux s'engage. Le premier accord est conclu le 27 février 1947 à l'occasion de l'élargissement d'une convention signée le 5 octobre 1944 entre les États-Unis et le Royaume-Uni. Il stipule que la Banque peut utiliser ses avoirs en livres sterling pour financer ses déficits vis-à-vis de la zone dollar. Les paiements entre les pays concernés sont ainsi rendus multilatéraux. En outre, la convertibilité externe de la livre sterling est rétablie à partir du 15 juillet 1947[29]. Cet accord ne permet pourtant pas de pallier le manque de dollars en Europe, ni même de rééquilibrer le commerce international. De plus, n'ayant pas retrouvé sa puissance d'avant-guerre, la Banque d'Angleterre ne peut longtemps faire face aux ventes massives de livres sterling contre des dollars auxquelles procède notamment la Belgique. On a

souvent reproché à la Belgique d'avoir mis à mal, par ses ventes de livres sterling, l'accord de 1947, qui prend fin quelques mois à peine après son entrée en vigueur[30]. Plus fondamentalement, cet échec montre la grande fragilité des monnaies de l'époque. Les banques centrales, en ce compris la Banque d'Angleterre, ne sont pas encore en mesure de faire face à des mouvements importants de devises.

L'échec de l'accord de 1947 révèle les deux conditions requises pour que les accords de paiement progressent : il s'agit avant tout d'associer la majorité des pays européens afin de multiplier les compensations entre comptes courants. Il faut par ailleurs trouver une solution à la pénurie de dollars, devise recherchée par tous les pays.

Un nouvel accord est signé le 18 novembre 1947, impliquant la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas et l'Allemagne. L'arrivée du plan Marshall, source abondante de dollars en Europe, accélère les négociations. Celles-ci aboutissent à la signature, le 16 octobre 1948, d'un nouvel accord, rassemblant cette fois dix-neuf pays. Il prévoit des transactions triangulaires classiques, mais introduit un nouveau concept, le droit de tirage, qui permet aux pays débiteurs (en déficit de balance courante) d'obtenir à crédit les dollars tant convoités. Dans le même temps, l'Organisation européenne de coopération économique est créée pour gérer les fonds issus du plan Marshall. La voie menant à la convertibilité des monnaies est donc aplanie.

Les dévaluations de 1949

L'accord multilatéral de paiement expire en juin 1949. Toutes les conditions sont-elles remplies pour entamer une coordination monétaire sur des bases solides ? Peut-on directement se lancer dans la convertibilité intégrale des monnaies ? Celle-ci, rappelons-le, implique des interventions inconditionnelles des banques centrales sur les marchés des changes, en vue de défendre la parité de leurs monnaies. À l'évidence, un système transitoire est encore indispensable, car tous les problèmes de l'après-guerre ne sont pas résolus : les banques centrales sont toujours trop fragiles, le commerce international est encore déséquilibré et le ralentissement économique en Europe durant l'année 1949 exacerbe les inquiétudes quant aux parités établies en 1944.

Ces craintes aboutissent, en septembre 1949, à une révision générale des parités, sous l'impulsion du Royaume-Uni. La majorité des monnaies européennes dévaluent de 30 p.c. par rapport au dollar et à l'or ; la Belgique se contente d'une dévaluation de 12,3 p.c. Selon la Banque, le taux de dévaluation est choisi de manière à ce que l'augmentation des prix des produits importés en provenance de pays ne dévaluant pas soit compensée par la diminution des prix des importations en provenance des autres[31]. Le taux choisi constitue néanmoins une réévaluation de fait du franc belge par rapport à la majorité des monnaies européennes. Les autorités monétaires belges peuvent donc se targuer d'avoir une monnaie forte et stable. Dans ce contexte monétaire

mouvementé, les accords instaurant l'Union européenne des paiements, dont il a déjà été question précédemment, et sur lesquels nous reviendrons plus longuement au chapitre suivant, sont signés afin d'assurer au mieux la transition vers la convertibilité des monnaies.

Malgré les réformes institutionnelles importantes entreprises au niveau international, les banques centrales doivent donc faire face à de nombreuses difficultés : il s'agit, dans l'exercice quotidien de la politique monétaire, de défendre la parité des monnaies et d'éviter que le manque de convertibilité de celles-ci n'influence négativement la situation économique. De surcroît, les banques centrales ne peuvent se contenter de gérer les contraintes externes, car le contexte macroéconomique intérieur génère des problèmes supplémentaires. Ceux-ci sont particulièrement aigus en Belgique, comme nous l'avons montré. L'exercice de la politique monétaire n'en est que plus difficile.

3.3 Mise en œuvre de la politique monétaire

Les autorités belges entendent résoudre au plus vite le problème de la transition d'une économie de guerre à une économie de paix. C'est pourquoi, à la fin de l'année 1944, alors même que s'engage une des plus importantes batailles militaires de la Seconde Guerre mondiale, la Belgique a déjà connu les effets d'importantes réformes sociales et monétaires.

Les autorités monétaires doivent néanmoins encore assurer la pérennité des effets de l'opération Gutt. Les contraintes sont nombreuses et les risques d'une expansion rapide de la masse monétaire restent importants. La politique monétaire et de change doit maintenir un objectif cohérent par rapport aux choix initiaux du pays et se doter d'instruments performants.

Objectifs et instruments de la politique monétaire dans l'immédiat après-guerre

Pour les autorités monétaires, la réforme Gutt n'est qu'une étape permettant de reconstruire une politique monétaire sur de nouvelles bases saines. Aux yeux des dirigeants de la Banque, la meilleure manière de répondre efficacement aux contraintes consiste à assurer la stabilité monétaire. Les Rapports annuels de la Banque sont émaillés de commentaires en ce sens. Citons-en deux parmi d'autres[32] :

- Le Rapport de 1948 spécifie formellement la stabilité monétaire comme étant l'objectif de ses interventions : « *La véritable contribution que la Banque peut apporter au problème du rééquipement du pays est la stabilité monétaire qui entretient le crédit de l'État et la confiance de l'épargne dans la monnaie nationale*[33]. »
- Le Rapport de 1950 reprend les mêmes termes : « [La Banque] *n'a jamais oublié que, dans le régime de liberté auquel le pays demeure si attaché, son devoir primordial est de maintenir la stabilité monétaire en adaptant le volume de la circulation et du crédit aux besoins légitimes de la collectivité*[34]. »

La stabilité monétaire vise plusieurs objectifs complémentaires. Selon le raisonnement des autorités, elle comporte un aspect interne. Il s'agit de

maintenir au mieux le pouvoir d'achat du franc, ce qui requiert un taux d'inflation modéré. La maîtrise de l'inflation doit assurer la confiance des épargnants en limitant les risques de perte de pouvoir d'achat de leur épargne. Pour la Banque, l'exécution de cet objectif passe par une maîtrise de la masse monétaire[35]. Loin de l'idée qu'il faudrait maintenir la circulation monétaire au niveau de 1944, la Banque entend faire correspondre les moyens de paiement à la disposition de l'économie au redressement économique du pays. Par ailleurs, le contrôle indirect des dépenses totales dans l'économie par une limitation des liquidités disponibles pour leur financement doit permettre d'abolir au plus vite les contrôles directs et de rétablir les mécanismes de l'économie de marché, autre objectif déclaré des autorités de l'époque. De cette manière, la stabilité monétaire permet de prolonger au mieux les effets de la réforme Gutt. Éviter tout dérapage monétaire devient le maître-mot de l'action intérieure de la Banque. Comme nous l'avons précédemment souligné, il s'agit bien d'une réponse ferme aux contraintes liées au contexte macroéconomique belge.

La stabilité monétaire correspond aussi à une stabilité du taux de change. En effet, le nouveau cadre fixé lors de la conférence de Bretton Woods n'a pas éliminé tout risque de dévaluation. La Banque veut cependant éviter que l'on doive s'y résoudre. La manière d'atteindre cette « stabilité externe » est identique : seule une maîtrise de l'expansion des moyens de paiement, et donc de l'inflation, peut fournir les signaux nécessaires à la confiance des agents étrangers dans le franc belge. À son tour cette confiance stimule le commerce international en pleine expansion. Or celui-ci ne peut être négligé compte tenu de la structure très ouverte de l'économie belge.

Pour atteindre ces objectifs, la Banque ne dispose pas encore d'une large palette d'instruments. Elle ne peut en effet recourir pleinement aux trois instruments « traditionnels » de la politique monétaire qui ne sont que peu développés à cette époque :

- De manière générale, les banques centrales européennes utilisent encore peu le taux d'escompte comme instrument de politique monétaire. La gestion des taux devient pourtant un enjeu important de la politique monétaire, dans la mesure où le crédit bancaire connaît un développement rapide[36]. Il s'agit en effet de maîtriser l'ensemble du circuit monétaire. Le taux d'escompte devrait jouer un rôle crucial dans la détermination du « prix » de l'argent en « dirigeant » le marché monétaire. L'argent bon marché entraîne en effet, par le coefficient multiplicateur, une expansion monétaire rapide, dont les répercussions internes – sur l'inflation – et externes – sur la balance des paiements notamment – ne peuvent être négligées. Les autorités monétaires belges comprennent rapidement cette évolution et utilisent bien avant d'autres pays l'instrument du taux d'escompte[37]. Malheureusement, nous verrons par la suite que le cloisonnement et l'inefficacité du marché monétaire en Belgique ne permet pas au « taux directeur » de la Banque de jouer pleinement son rôle[38].
- Il n'est pas encore question de mener de véritables politiques d'*open market* en Belgique, comme cela se fait déjà aux États-Unis. Ces politiques

présentent l'avantage de modifier rapidement la masse monétaire en circulation, tout en ayant un effet sur les taux d'intérêt. Certes, le Fonds des rentes, nouvellement créé, doit animer le marché des titres de l'État par des achats ou des ventes, tout en prolongeant l'action de la Banque. Il n'est cependant pas en mesure de modifier substantiellement les moyens de paiement en circulation.

– Des coefficients bancaires stricts, établis par la réforme de 1946, seront maintenus trop longtemps sous une forme rigide[39]. Ils ne permettent donc pas d'être utilisés comme instruments de politique monétaire par la Banque.

La Banque peut par contre modifier facilement ses propres conditions d'octroi de crédits ou les modalités par lesquelles elle accorde son visa[40]. Elle adresse également quelques injonctions directes aux établissements bancaires, bien qu'aucun lien d'autorité explicite ne lie ceux-ci à la Banque. Elle s'efforce par exemple d'orienter les crédits à la consommation et à l'investissement des banques tout en spécifiant que : « *L'application de ces directives, conformes d'ailleurs aux règles élémentaires de bonne gestion, incombe aux banques elles-mêmes. Il n'appartient pas à la Banque nationale ni de les préciser, ni d'en surveiller l'application. Mais elle se réserve évidemment de tenir compte des dispositions prises par les banques à cet égard, si son intervention était sollicitée pour des crédits de réescompte ou d'avances*[41]. »

Durant les premières années de l'après-guerre, la Banque se trouve en définitive devant un défi majeur : son objectif est de tenir le cap de la stabilité monétaire. Mais le contexte national et international reste chaotique, comme nous l'avons montré dans les sections précédentes. De surcroît, elle ne dispose pas encore de tous les instruments requis. C'est à la lumière de ce défi qu'il faut apprécier son action en examinant quelques données quantitatives et en retraçant les décisions de politique monétaire.

Appréciation quantitative

Le tableau 3.4 indique le taux de croissance des différentes composantes de la masse monétaire durant la période sous revue[42]. Il montre dans quelle mesure les moyens de paiement ont augmenté en Belgique dans l'immédiat après-guerre. Quelques faits marquants méritent une attention particulière :

– On observe d'abord le quasi doublement de la masse monétaire totale durant la première année qui suit l'opération Gutt. L'augmentation de 106 p.c. de la monnaie scripturale sur cette période est naturelle dans la mesure où les crédits bancaires avaient presque été réduits à néant durant la guerre[43]. Par contre, l'explosion simultanée de la monnaie fiduciaire paraît plus surprenante. Elle neutralise une part importante de la réduction opérée lors de l'opération Gutt quelques mois auparavant.
– L'augmentation de la monnaie fiduciaire est contenue dès le début de l'année 1946. En revanche, le système bancaire continue simultanément à générer une création de monnaie scripturale plus importante. Les mesures prises la même année et la préférence élevée du public pour les billets limitent par la suite le développement de cette forme de monnaie.

– Par conséquent, une modification sensible du rapport entre la monnaie fiduciaire et le total de la masse monétaire est observée en début de période. Partant d'une valeur particulièrement élevée et proche de 60 p.c., ce rapport diminue sensiblement durant l'année 1946. Par la suite, les taux de croissance relativement bas observés pour la monnaie scripturale rééquilibrent les proportions entre les deux composantes de la masse monétaire, si bien qu'en 1950, la monnaie fiduciaire constitue à nouveau près de 60 p.c. de la circulation monétaire.

TABLEAU 3.4 ÉVOLUTION ET COMPOSITION DE LA MASSE MONÉTAIRE

	Variation annuelle en p.c.			Pourcentage de la monnaie fiduciaire dans le total
	Monnaie fiduciaire	Monnaie scripturale	Total	
1945	84,6	106,0	92,8	59
1946	4,3	35,0	17,0	52
1947	6,9	1,3	3,9	59
1948	5,6	5,2	5,4	59
1949	2,9	5,4	3,9	58
1950	1,4	- 3,0	- 0,4	59
1944-1950	123,6	218,1	160,2	59

Sources : Calculs propres sur base de BNB, Statistiques économiques belges 1941-1950, Tome 2 :
- 1945 et 1947 : Tableau 15 pp. 56-57 (ancienne série statistique)
- 1948 à 1950 : Tableau 14 p. 55 (nouvelle série statistique).

Les taux de croissance sont calculés de décembre à décembre. Le taux de croissance de l'ensemble de la période est calculé sur la base de l'ancienne série, non reproduite entièrement dans le tableau.

Le tableau 3.5 présente l'évolution du bilan de la Banque et permet de comprendre partiellement quelles sont les contreparties de l'augmentation de la monnaie fiduciaire. Le quasi doublement des billets en circulation au cours de l'année 1945 s'explique essentiellement comme suit :

– La libération d'avoirs indisponibles à la suite de l'opération Gutt remet en circulation plus de 18 milliards de francs.
– Le portefeuille de certificats de trésorerie détenus par la Banque augmente de près de 12 milliards de francs. Cette augmentation correspond au financement monétaire du déficit public en raison de l'effort de guerre. L'augmentation du financement monétaire semble se poursuivre au cours de l'année suivante, mais elle ne se traduit plus par une croissance importante des billets en circulation. En effet, l'augmentation du portefeuille de certificats ne résulte que d'opérations de régularisation[44], et se trouve compensée par des transactions en sens contraire.

TABLEAU 3.5 A VARIATION ANNUELLE DES PRINCIPAUX POSTES DE L'ACTIF DU BILAN DE LA BANQUE
(milliards de francs)

	Total encaisse en or	Avoirs en devises étrangères		Accords de compensation multilatéral	Créances diverses sur l'étranger		Effets sur la Belgique		Créance consolidée sur l'Etat	Avances au trésor		Autres	Total actif
		vue	terme										
		Devises étrangères (à partir de sept. 1948)	Débiteur pour change et or, à terme (à partir de sept. 1948)		en devises étrangères	en francs belges	Effets commerciaux	Avances sur fonds publics		Effets émis par des organismes dont les engagements sont garantis par l'Etat	Certificats		
1945	- 0,7	+ 1,7	+ 1,4	-	-	-	+ 0,2	- 1,5	-	+ 0,7	+ 11,8	- 0,7	+ 13,0
1946	+ 0,8	+ 1,3	+ 0,7	-	-	-	+ 2,4	0,0	-	+ 1,0	+ 8,0	+ 0,2	+ 14,3
1947	- 6,1	- 0,4	+ 6,8	-	-	-	+ 1,1	+ 0,8	-	+ 0,8	+ 1,8	+ 3,2	+ 8,2
déc. 47 - août 48	+ 2,0	- 0,3	- 0,5	-	-	-	+ 2,3	- 0,7	-	- 0,5	+ 0,1	+ 0,4	+ 2,8
sept. 48 - déc. 49	+ 2,4	+ 1,3	- 0,1	+ 2,9	- 4,8	+ 1,7	- 0,1	+ 0,1	-	- 1,2	+ 1,7	- 0,5	+ 3,4
1950	- 1,2	- 0,5	+ 0,2	- 0,7	- 0,3	- 1,2	+ 6,3	..	- 0,1	+ 1,8	- 1,2	- 1,0	+ 2,0

Sources : Rapports annuels de la Banque (situations hebdomadaires) - Calculs propres.
Remarque : Étant donné la différence de sources, il est possible que de légères différences apparaissent par rapport au tableau A1 repris dans l ànnexe 1.

TABLEAU 3.5 B VARIATION ANNUELLE DES PRINCIPAUX POSTES DU PASSIF DU BILAN DE LA BANQUE
(milliards de francs)

	Engagement à vue de la Banque			Masse monétaire bloquée et comptes indisponibles de pouvoirs publics	Or et devises à livrer	Autres	Total passif
	Billets	Comptes courants et accords de paiements	Total des engagements à vue				
1945	+ 31,5	- 0,4	+ 31,2	- 18,3	..	+ 0,1	+ 13,0
1946	+ 1,8	+ 2,8	+ 4,6	+ 8,5	+ 0,2	+ 1,1	+ 14,3
1947	+ 7,6	- 0,4	+ 7,2	0,0	+ 1,4	- 0,3	+ 8,2
déc. 47 - août 48	+ 1,3	+ 0,8	+ 2,1	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,2	+ 2,8
sept. 48 - déc. 49	+ 4,8	- 1,8	+ 2,9	-	..	+ 0,5	+ 3,4
1950	+ 0,1	+ 1,5	+ 1,6	-	+ 0,1	+ 0,3	+ 2,0

Sources : Rapports annuels de la Banque (situations hebdomadaires) - Calculs propres.
Remarque : Étant donné la différence de sources, il est possible que de légères différences apparaissent par rapport au tableau A1 repris dans l ànnexe 1.

Par la suite, d'autres mouvements momentanés mais importants, notamment liés au commerce international, augmentent encore la création monétaire.

Le financement du secteur privé constitue l'un des enjeux majeurs de la reconstruction. Le tableau 3.6 illustre l'évolution des crédits octroyés par les organismes monétaires, en distinguant l'origine des crédits. Ceux-ci proviennent principalement des banques privées. Cependant, compte tenu des mesures prises en 1946, le tableau montre sans surprise une augmentation très contenue des crédits accordés —à peine 2,3 p.c. en moyenne annuelle entre 1947 et 1949 -. D'autres raisons expliquent cette évolution. Elles seront développées plus loin. Notons par ailleurs que ce tableau ne reprend pas la totalité des crédits, puisque une partie de ceux-ci est accordée par des organismes non monétaires.

TABLEAU 3.6 ÉVOLUTION DU CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR PRIVÉ
(milliards de francs)

	Banques privées	Banque nationale	Institut de réescompte et de garantie	Total*
1944	7,0	3,0	..	9,9
1945	10,2	1,1	1,4	12,3
1946	17,1	3,7	1,3	20,6
1947	21,0	5,5	2,7	25,9
1948	23,3	5,9	2,2	27,3
1949	23,8	4,4	3,9	27,1
1950	30,1	11,7	3,8	36,0

Source : BNB, Statistiques économiques belges 1941-1950, tome 2, tableau 17 p. 59.
* La variation du total ne correspond pas à la variation des composantes, compte tenu de l'élimination des doubles emplois.

Enfin, nous savons que la Banque vise à faire correspondre la croissance des moyens de paiements au développement sain de l'économie, sans risque d'augmentation démesurée des prix. C'est pourquoi nous complétons cet aperçu par l'évolution de la production et des prix[45]. Le tableau 3.7 présente plusieurs indices de production industrielle. Ceux-ci montrent que, dès l'année 1947, la production a retrouvé son niveau moyen d'avant-guerre, puis continue d'augmenter. Le taux de croissance de la production industrielle en 1948 est proche de 10 p.c., mais on observe un tassement de l'activité en 1949. Ces chiffres peuvent être partiellement complétés par le graphique 3 de l'annexe 2.

Ces développements se sont-ils traduits par des dérapages de l'inflation ? Bien qu'il soit la principale préoccupation de la réforme Gutt, le niveau des prix reste en effet un problème majeur, du moins dans les premières années de l'après-guerre. Outre l'existence d'un marché noir échappant à tout contrôle des prix, la faiblesse de l'offre par rapport à la demande grandissante pousse l'ensemble des indices de prix à la hausse.

TABLEAU 3.7 PRINCIPAUX INDICES DE PRODUCTION INDUSTRIELLE
(moyenne annuelle)

	Selon le ministère des Affaires économiques et des classes moyennes	Selon l'Institut de recherches économiques et sociales	Selon la Fédération des industries belges
	Base : 1938 = 100	Base : 1936-1938 = 100	
1946	-	80 **	-
1947	104 *	102	100
1948	111	109	110
1949	110	110	108
1950	115	112	112

Source : BNB, Statistiques économiques belges 1941-1950, Tome 2, tableau 2 p. 231.
* Moyenne des huit derniers mois.
** La pondération utilisée pour cette année est différente de celle des années ultérieures.

Le tableau 3.8 reprend les principaux indices de prix de l époque, hormis le marché noir[46]. Le triplement de ceux-ci par rapport à leur valeur moyenne de la fin des années trente s èxplique par la guerre. Les tensions sur les prix se prolongent au moins jusqu èn 1948. Elles doivent pourtant être relativisées en regard d'une situation plus préoccupante dans d'autres pays européens.

TABLEAU 3.8 PRINCIPAUX INDICES DE PRIX
(moyenne annuelle)

	Indice général des prix de gros		Indice général des prix de détail	Indice du coût de la vie
	Selon le ministère des Affaires économiques et des classes moyennes	Selon l'Institut de recherches économiques et sociales*	Ministère des Affaires économiques et des classes moyennes**	Institut de recherches économiques et sociales
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Base : 1936-1938 = 100			
1946	-	294	337	284
1947	355	358	343	305
1948	389	429	393	366
1949	370	385	381	355
1950	387	394	377	352

Source : BNB, statistiques économiques belges 1941-1950, Tome 2 :
(1) Tableau 1 p. 215
(2) 1946-1947 : tableau 15 p. 220, années suivantes : tableau 16 p. 221
(3) Tableau 20 p. 223
(4) Tableau 23 p. 224.
* Ancienne série pour les années 1946-1947 reprenant uniquement les industries et le commerce alimentaire, ainsi que les industries minérales, textiles et diverses.
** Indice général pondéré à partir de 1948.

Cet examen quantitatif, quoique bref, suffit à montrer que les autorités monétaires ont dû faire face à une création monétaire importante. Celle-ci n'est par ailleurs pas entièrement imputable à l'accroissement de l'activité du pays, mais aussi à des événements qui échappent au contrôle de la Banque. Pour bien les comprendre, un examen plus complet des sources de création monétaire est nécessaire. Dans un but de clarté, nous consacrons une section particulière à la première année de reconstruction – pendant laquelle la masse monétaire a presque doublé – avant d'étudier l'évolution durant les années suivantes.

Les sources de la création monétaire (1) : la poursuite de l'effort de guerre

Comme les données quantitatives l'indiquent, les premières tensions sur la masse monétaire surgissent très rapidement, c'est-à-dire avant la fin des combats. Le prolongement des hostilités en Belgique durant l'hiver 44-45 nécessite en effet de poursuivre l'effort de guerre. Le gouvernement fait face à ses propres dépenses, déjà importantes et doit supporter les frais des armées alliées, en vertu d'accords mutuels[47]. Les prélèvements fiscaux ne peuvent pas être augmentés. Le gouvernement procède donc, par l'intermédiaire de la Banque, au financement monétaire de ses déficits. Cette mesure explique l'augmentation substantielle des certificats de trésorerie à l'actif de la Banque, illustrée dans le tableau 3.5.

Cette situation n'avait été que partiellement anticipée par la Banque qui voit une partie des effets de la réforme Gutt disparaître. Elle ne se solde pourtant pas par un échec[48]. Les mesures prises ont sans aucun doute rendu confiance dans la monnaie, évitant notamment des anticipations d'inflation ou de dévaluation[49]. L'absence de réforme aurait certainement entraîné une croissance beaucoup plus élevée de la circulation monétaire. Rappelons également que l'objectif de la politique monétaire n'est pas de maintenir la masse monétaire au niveau de 1944. Une croissance de celle-ci compatible avec la modération de l'inflation et la stabilité du taux de change est même souhaitée. Le redressement rapide de l'économie belge justifie donc une partie de l'augmentation des moyens de paiements. La Banque encourage même ce redressement en décidant de diminuer son taux d'escompte de 0,5 p.c. (le fixant à 1,5 p.c.) le 16 janvier 1945. Elle introduit aussi un nouveau taux spécifique aux acceptations représentatives d'importations (1 p.c.). Par ces mesures, la Banque entend pratiquer « *une politique de taux d'escompte et d'avances en harmonie avec l'évolution de la situation monétaire générale, de manière à conserver toute son efficacité au programme d'assainissement mis en œuvre, tout en veillant à satisfaire, à des conditions modérées, les besoins justifiés de l'industrie et du commerce* »[50].

Convaincue que les premiers dérapages ne sont que temporaires, la Banque n'est pas alarmée par la situation monétaire. Elle cherche donc à soutenir le redressement économique du pays, dans les limites d'une croissance monétaire saine.

L'histoire lui donne dans un premier temps raison, car les dépenses militaires ne perdurent pas. Au contraire, dès la fin de l'année 1945, les gouvernements alliés commencent à rembourser les moyens avancés précédemment, ce qui constitue une source importante de devises pour la Banque[51] et un moyen nouveau de financement pour le gouvernement. La Banque se réjouit de cette situation et en tire la conclusion que « *la Belgique aborde la seconde année de sa reconstruction avec une monnaie assainie et des réserves importantes d'or et de monnaies étrangères* »[52].

Les contraintes identifiées précédemment n'en restent pas moins présentes, et risquent de troubler la stabilité monétaire. Nous l'avons montré, les solutions institutionnelles mises en œuvre tant au niveau national qu'international n'apportent que des réponses partielles. La reconstruction, même limitée, des capacités de production, l'importance prise par l'État durant la période de guerre, le commerce international entaché de l'inconvertibilité des monnaies sont autant de sources possibles d'expansion monétaire qu'il n'est pas toujours possible d'éviter.

Les sources de la création monétaire (2) : le commerce international en régime de convertibilité imparfaite des monnaies

Le remboursement de l'effort de guerre de l'année 1945 et le rapatriement rapide des fonds étrangers détenus par les Belges contribuent à gonfler les réserves d'or et de devises de la Banque en 1946. Le payement des importations en provenance des États-Unis, nécessaires au développement de l'activité en Belgique, n'entame donc pas fortement l'encaisse initiale en or[53]. De plus, la position particulière de l'industrie belge en Europe est un atout indéniable pour le commerce extérieur. Mais l'inconvertibilité des monnaies n'en est que plus gênante. Deux problèmes interdépendants surviennent en effet rapidement :

D'une part, une asymétrie se crée dans le commerce extérieur de l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL). Puisque les accords bilatéraux prévoient la possibilité d'octroyer des crédits aux pays débiteurs, seuls les montants « hors crédits » sont théoriquement susceptibles de faire l'objet d'une transaction en or ou devises convertibles. Or, les chapitres précédents ont montré que, par sa reconstruction rapide, la Belgique se retrouve très vite créditrice vis-à-vis de nombreux pays avec lesquels de tels accords ont été signés. De ce fait, à mesure que le commerce se développe, les réserves d'or et de dollars sont mises à contribution pour financer l'important déficit vis-à-vis de l'Amérique du nord. Le tableau A9 de l'annexe 1 illustre bien la situation. Le total général du commerce extérieur n'a que peu d'importance dans une situation caractérisée par l'inconvertibilité des monnaies. La situation bilatérale vis-à-vis de chaque pays ou zone doit être étudiée. Alors que dès l'année 1947, la Belgique enregistre d'importants surplus commerciaux, notamment sur les pays d'Europe du Nord et de l'Est, le déficit commercial vis-à-vis de l'Amérique du nord reste, et c'est normal, très important. Dans une situation

de convertibilité des monnaies, les surplus auraient pu financer en partie les déficits, mais dans les conditions d'inconvertibilité des années quarante, cette situation a deux conséquences néfastes : la segmentation des paiements condamne la Banque à accumuler des devises dont elle ne sait que faire. Par ailleurs, les accords bilatéraux prévoyant des lignes de crédit entre pays, les autorités belges livrent les devises nécessaires au paiement des exportateurs belges sans véritable contrepartie. Les déficits commerciaux des pays européens vis-à-vis de la Belgique sont donc temporairement supportés par... les autorités belges elles-mêmes[54]. Ceci explique pourquoi elles sont en première ligne des négociations en vue de l'adoption d'un premier accord multilatéral.

D'autre part, la confiance dans le franc belge renforce l'asymétrie en termes de paiements. Par ses réformes institutionnelles importantes et grâce à ses mesures strictes de politique monétaire, la Banque est parvenue à créer un climat de confiance dans le franc belge : « *une confiance dans le franc belge qui, en cette période d'incertitude monétaire, encourageait les détenteurs de créances sur des pays dont la situation apparaissait moins bonne que celle de la Belgique, à rapatrier celles-ci sans délai. Pour la même raison, ceux d'entre eux qui étaient débiteurs envers ces mêmes pays, s'efforçaient de retarder le paiement de leur dettes, avec l'espoir de bénéficier d'une possible dévaluation... Il en résultait que la Belgique se trouvait beaucoup plus créditrice vis-à-vis de l'étranger qu'elle l'aurait été si ses dettes et ses créances avaient été réglées normalement*[55]. »

Ceci signifie que la situation illustrée par le tableau A9 est encore renforcée en termes de paiements[56]. Les surplus commerciaux vis-à-vis des pays européens sont plus importants que ne le laissent penser les statistiques douanières, et ce en raison des délais volontaires existant entre le moment de la transaction commerciale et la conversion effective des devises. Ces délais sont plus communément appelés *leads and lags*[57]. Les conséquences de cette situation sont importantes. Dans son rapport de 1947, la Banque tempère déjà son enthousiasme antérieur lié à la situation particulière de la Belgique : « *S'il n'est pas douteux que cet accroissement des avoirs en devises de la Banque, dans le cadre des accords de paiement conclus au lendemain de la libération, a permis, dans une grande mesure, le développement de nos exportations, il ne faut pas se dissimuler que l'amplification d'une telle tendance ne peut manquer d'avoir une incidence sur le volume de la circulation et, par voie de conséquence, sur le système des prix et, en fin de compte, la capacité de concurrence du pays*[58]. »

Toutes autres choses étant égales par ailleurs, un accroissement des crédits accordés par la Banque et enregistrés à l'actif de son bilan est compensé par l'accroissement du stock de monnaie enregistré au passif. La Banque n'a donc que peu de prise sur la création monétaire issue du commerce international. En dehors des efforts entrepris pour obtenir un accord multilatéral de paiement et la convertibilité des monnaies, deux types de mesures sont entreprises :

– Les premières consistent à limiter les crédits accordés aux pays européens, et de ce fait réduire les exportations belges : « *La Banque ne cessa jamais de résister à ces demandes de crédits qui, par leur importance, contribuaient à rendre*

inefficaces toutes les mesures qu'elle prenait pour s'assurer le contrôle du marché monétaire… La pression exercée à cette époque sur la Belgique et, indirectement, sur la Banque nationale, pour obtenir des crédits, se traduisant par des émissions injustifiées de billets, fut énorme. Elle s'exerça dans la presse où la Belgique fut accusée de "siphonner" les dollars de ses voisins pour importer des produits de luxe de la zone dollar. Elle s'exerça au sein des organisations internationales où l'on ne cessait d'accuser la Belgique d'être un mauvais créancier refusant de comprendre les difficultés de ses débiteurs[59]. »

La Banque ne cesse de réitérer ses craintes de dérapage monétaire importé. En 1948, elle indique clairement que pareille situation ne peut durer : « *La Belgique a fourni sur le plan de la coopération internationale une contribution décisive par les crédits qu'elle a consentis à de nombreux pays étrangers. Une extension de ces crédits dans les circonstances actuelles n'aurait pour résultat ni d'augmenter sensiblement notre exportation, ni même de l'entretenir au niveau actuel. Elle aurait sûrement pour conséquence d'accumuler à la Banque nationale des soldes débiteurs plus importants, représentant une couverture de plus en plus discutable d'une circulation accrue. Elle irait directement à l'encontre des deux buts poursuivis jusqu'ici : d'une part, la stabilité monétaire dans le cadre de la politique des prix, d'autre part, le maintien de la confiance dans le franc, dont la couverture reste un élément nécessaire et qui est à la base du crédit de l'État*[60]. »

– Les autres mesures consistent à contrôler plus drastiquement encore les sources intérieures de création monétaire que sont les crédits au secteur privé et le crédit à l'État.

Les sources de la création monétaire (3) : le développement des crédits bancaires

Le tableau 3.4 a révélé les risques de dérapage monétaire que comprend l'expansion des crédits bancaires à la sortie de la guerre. Alors que tout est mis en œuvre pour éviter la poursuite de l'inflation, les crédits à la consommation et certains crédits d'investissement ne peuvent, selon la Banque, que stimuler la demande et *in fine* la hausse des prix. La reconstruction et le développement de la production nécessitent pourtant des fonds importants qui risquent de compromettre la stabilité monétaire malgré les mesures prises[61]. La Banque va développer alors une stratégie axée à la fois sur le frein et l'orientation du crédit bancaire[62] :

– Elle procède à des relèvements successifs de ses taux entre novembre 1946 et décembre 1950[63]. Le principal taux de l'escompte passe en quatre ans de 1,5 à 3,75 p.c. Le détail des mouvements est fourni par le tableau A5 de l'annexe 1 et le graphique 22 de l'annexe 2.
– Parallèlement, elle considère que « *si, dans les conditions existantes, il convenait d'éviter toute expansion disproportionnée du volume du crédit, il était cependant indispensable de ne pas entraver l'action des forces de production. À cet égard la politique de la Banque nationale a visé à développer le crédit à la production, à limiter le crédit à la consommation et à entraver le crédit à la spéculation* »[64]. Sans pouvoir intervenir dans la gestion interne des banques commerciales, la Banque veut orienter

le crédit bancaire en direction des secteurs de l économie qui en ont le plus besoin.

Ceci permet de compléter l èxamen du tableau 3.6. Les mesures restrictives prises par la Banque et la Commission bancaire ont permis de limiter l èxpansion du crédit bancaire. Le portefeuille d èffets commerciaux détenu par la Banque n à quant à lui jamais dépassé les 10 milliards de francs avant 1950. L Institut de réescompte et de garantie n à pour sa part pas joué un rôle majeur dans le développement du crédit au secteur privé. Il intervient plutôt comme intermédiaire entre les banques commerciales et la Banque. Il relaye donc la politique de cette dernière.

Malgré les difficultés inhérentes à cette période particulière et le manque d ìnstruments performants, la Banque réussit donc à contenir le crédit bancaire dans les limites qu èlle s était fixées, et ce par deux moyens principalement :

– Lorsqu ùn risque de dérapage monétaire survient, elle réagit par des mesures de politique monétaire restrictive, tout en essayant d òrienter le crédit vers les branches de l économie qu èlle souhaite stimuler.
– L ìntroduction de coefficients bancaires en 1946 réduit considérablement les moyens d àction des banques commerciales dédiés au secteur privé, et facilite la tâche de la Banque.

Les sources de la création monétaire (4) : les déficits publics

Durant les années de guerre, l État a pris de l ìmportance. La naissance de l État providence rend ses missions plus nombreuses et donc plus coûteuses. Son implication grandissante dans la gestion économique et sociale du pays nécessite donc des changements importants.

Dans un premier temps, l àugmentation des moyens de financement de l État est nécessaire. Le financement monétaire des premiers déficits doit néanmoins rester une mesure exceptionnelle. Pour la Banque, il n èst pas question que cette pratique se poursuive à moyen terme. Elle exige donc, dès l ìmmédiat après-guerre, que ses avances au Trésor ne dépassent en aucun cas 50 milliards de francs[65]. D ìmportants efforts sont donc consentis en vue, d ùne part, d àssainir les finances publiques et, d àutre part, de trouver de nouveaux modes de financement des déficits résiduels. Le premier emprunt public est ainsi contracté en novembre 1945[66]. La mesure exceptionnelle prise par la Commission bancaire en 1946 complète le financement et transfère le poids de l àchat de certificats de trésorerie de la Banque aux banques commerciales. Grâce à ces mesures, les avances de la Banque au Trésor sont rapidement freinées, si bien que la limite fixée n èst pas dépassée.

Deux années plus tard, une réévaluation des relations entre le gouvernement et la Banque semble indispensable. Le rôle de banquier de l État exercé par celle-ci prend en effet de l ìmportance. Par ailleurs « [...] *la politique du crédit à court terme, dont les relations avec la politique économique générale et celle des prix et des salaires sont évidentes, ne peut s éxercer qu èn parfaite unité de vues avec le Gouvernement* »[67]. Pour ces raisons[68], les statuts de la Banque sont modifiés au

cours de l'année 1948[69]. Par la même occasion, le capital de la Banque est augmenté et la part de l'État est portée à la moitié de celui-ci. Malgré cette nationalisation partielle, la Banque estime que son indépendance est intacte[70]. Elle fait d'ailleurs valoir son indépendance à l'occasion de l'assainissement de son bilan. Dorénavant, son portefeuille de certificats de trésorerie ne pourra dépasser la valeur non indexable de 10 milliards de francs. Le solde des certificats détenus est transformé en une créance consolidée sur l'État. Plus que jamais, le financement de l'État par l'emprunt devient l'affaire des banques commerciales et du Fonds des rentes, la Banque ne jouant plus qu'un rôle indirect.

La Banque réussit donc en quelques années à faire en sorte que les finances publiques ne constituent plus une source de dérapage monétaire par un financement direct de la Banque. Après avoir endigué le crédit bancaire, elle enregistre ainsi un deuxième succès indéniable, qui contribue assurément à compenser les déséquilibres dus aux relations monétaires internationales.

En conclusion, toute la difficulté de gérer la politique monétaire d'une petite économie ouverte telle que la Belgique apparaît dès les premières années de l'après-guerre. Le contrôle strict de la masse monétaire est en partie réalisé en vue de maintenir la confiance des agents extérieurs dans le franc belge. Or le commerce extérieur constitue précisément la source la moins contrôlable de création monétaire. Dans cette logique, tout dérapage monétaire issu du commerce extérieur doit être compensé par des mesures restrictives sur les sources intérieures de création monétaire. Si le problème ne se pose pas encore de façon dramatique durant les années quarante, il annonce de graves difficultés.

3.4 Synthèse : le « miracle belge » des années quarante

Nous avons montré que la Belgique s'est distinguée au cours des années quarante par une monnaie forte et stable, particulièrement au cours du réalignement des parités de 1949 et par des performances macroéconomiques plus élevées que la moyenne européenne. Le bilan économique de l'immédiat après-guerre en Belgique semble donc très positif.

D'un point de vue strictement monétaire, malgré les problèmes engendrés par le manque de convertibilité des monnaies, la Banque est parvenue en quelques années à retrouver la stabilité interne et externe du franc belge. L'inflation est maîtrisée et le franc belge jouit d'une confiance renforcée. Les conséquences monétaires des dérapages budgétaires de l'État sont sous contrôle depuis la réforme de 1948. Par ailleurs, le portefeuille d'effets commerciaux de la Banque reste limité, et la création de monnaie scripturale par l'intermédiaire du crédit au secteur privé est encadrée depuis 1946. Le contrôle de la Banque semble donc suffisant pour qu'elle puisse exercer sa politique monétaire conformément à son objectif de stabilité.

Faut-il pour autant imputer le « miracle belge » des années de reconstruction aux réformes entreprises ? Le recul des années nous oblige à

jeter un regard critique sur la politique menée à cette époque et à relativiser les succès engrangés. Nous le faisons autour de deux questions centrales.

L'objectif de stabilité du franc n'est-il pas prématuré ?

La politique monétaire de l'immédiat après-guerre n'enregistre pas que des succès. Nous avons montré que son principal échec est lié au commerce extérieur : compte tenu de l'objectif de stabilité, les crédits accordés par les autorités belges à leurs principaux débiteurs, en vertu des premiers accords de paiement, obligent la Banque à prendre des mesures d'encadrement des exportations et à contrôler de manière plus stricte les sources internes de création monétaire.

L'objectif de stabilité monétaire peut donc paraître prématuré dans un contexte où :

- la situation économique des partenaires européens est plus difficile, car ils font face à une reconstruction plus lourde ;
- l'inflation reste un problème majeur pour certains pays partenaires, ce qui tend à importer de l'inflation en Belgique par le canal du commerce international ;
- la majorité des partenaires européens ne suit pas les choix économiques rigoureux de la Belgique[71].

La dévaluation de 12,3 p.c. par rapport au dollar est-elle opportune ?

La réponse à cette question ne peut être que mitigée. D'un côté, il est indéniable que l'économie belge profite de la stabilité monétaire tout au long de la période. L'industrie exportatrice jouit en particulier de la confiance qu'inspire le franc belge. À priori, un faible taux de dévaluation par rapport au dollar, comparativement aux autres monnaies européennes, ne peut que renforcer cette confiance. N'y a-t-il en effet pas de meilleure preuve de la stabilité d'une monnaie que la stabilité de son taux de change ?

D'un autre côté, cette réévaluation par rapport aux autres monnaies européennes n'est pas sans conséquence sur l'industrie exportatrice de la Belgique. Toutes autres choses restant égales par ailleurs, une réévaluation entraîne en effet une perte de compétitivité du secteur exposé. Nous développerons ce point au chapitre suivant.

Le « miracle belge » n'est donc pas un mythe. Les réformes institutionnelles et la politique monétaire y ont fortement contribué. Cependant, l'orthodoxie monétaire pratiquée à cette époque risque de compromettre la croissance économique. Ce thème dominera le débat économique belge des années cinquante et crée déjà des tensions entre le gouvernement et la Banque ainsi qu'entre les différents courants politiques de l'époque.

L'épisode des réalignements de parité de 1949 est révélateur des tensions entre différents courants de politique économique. Le gouverneur de

la Banque pense qu'il n'est pas nécessaire de dévaluer[72]. Il plaide au contraire pour un glissement temporaire du franc belge, le temps de « laisser passer l'orage » alors que presque toutes les autres monnaies européennes font l'objet d'une dévaluation par rapport au dollar. Son objectif est de revenir ensuite à une parité très proche de celle qui a été définie à la suite de la conférence de Bretton Woods. Le gouvernement en décide pourtant autrement. L'attrait de la réévaluation de l'encaisse en or n'est peut-être pas étranger à sa décision de dévaluer de 12,3 p.c.[73]. Cet épisode marque à notre sens la première controverse entre la Banque et le gouvernement. Elle durera jusqu'en 1957.

Par ailleurs, l'objectif de stabilité monétaire suscite des critiques en Belgique et à l'étranger. Des voix de plus en plus nombreuses s'élèvent pour dénoncer la politique d'argent cher et de franc fort menée par la Banque[74] :

- Certains milieux économiques et politiques se montrent plus favorables à des mesures d'inspiration keynésienne, dans la ligne de P. van Zeeland. J. M. Keynes critiquait en effet depuis les années trente les politiques d'argent cher et de monnaie forte, notamment au Royaume-Uni : « *Améliorer la valeur marchande internationale de la livre et la porter à sa parité-or d'avant-guerre alors qu'elle devrait lui être inférieure de 10 % signifie que, chaque fois que nous ferons une vente quelconque à l'extérieur, ou bien l'acheteur étranger aura à payer 10 % de plus dans sa monnaie ou bien nous, nous devrons accepter 10 % de moins dans notre monnaie. Ce qui veut dire que nous devrons réduire nos prix en sterling du charbon, du fer, du fret maritime ou de tout autre produit de 10 % pour être en position concurrentielle* [...] *Ainsi la politique d'amélioration de la monnaie de M. Churchill devait tôt ou tard, devenir une politique de réduction des salaires de deux shillings par livre* [...] *La déflation ne réduit pas les salaires "automatiquement". Elle les réduit par l'intermédiaire du chômage* [...] *Honte à ceux que leur foi conduit à utiliser* [la cherté de l'argent] *pour aggraver la dépression[75] !* »
- Plus pragmatiquement, les milieux industriels belges critiquent les hausses du taux d'escompte et la réglementation de 1946 qui augmentent les coûts des investissements, alors que le pays est encore dans une période de rééquipement.

Notes du chapitre 3

1 Banque nationale (1944), p. 70.
2 Banque nationale (1944), p. 70.
3 Dupriez (1950), p. 280.
4 Frère (1960), p. 84.
5 On peut trouver un aperçu de l'évolution des prix dans l'immédiat après-guerre dans le graphique 5.
6 Frère (1960), p. 83.
7 Dupriez (1950), p. 283.
8 Rapport de la BNB 1941-1944.
9 Dujardin et Dumoulin (1997).
10 Dévaluation de 28 p.c. « *Le but était de mettre fin à la crise de déflation dont souffrait la Belgique et de rétablir l'équilibre des parités de pouvoir d'achat. Ce taux fut fixé au terme d'une minutieuse étude menée par l'IRES [ndlr : Institut de recherches économiques et sociales]. L'opération fut considérée comme un succès. En juillet 1935, Keynes lui-même ne craignait pas de dire que l'exemple belge, marqué par le calme, la modération et l'habilité qui avaient présidé à la manœuvre, avait fait une forte impression sur le monde.* » Dujardin et Dumoulin (1997), p. 50.
11 Cassiers (1989), chapitre 5.
12 Janssens (1976) p. 304.
13 Van Praag (1996).
14 BNB (1944), pp. 72-73. Voir aussi Frère (1960) et Janssens (1976), pp. 302-311.
15 Baudhuin (1958), p. 10.
16 BNB (1944), p. 73.
17 BNB (1944), p. 72.
18 L'impact monétaire de la réforme sera discuté dans la partie suivante. Le tableau 3.3 fournit les détails chiffrés de la réforme. Le lecteur intéressé sur les discussions politiques menées avant la réforme peut se référer aux chapitre 1 de MM. Brion et Moreau. Concernant les détails législatifs de la réforme, voir Janssens (1976), Frère (1960) ainsi que BNB (1944-1945).
19 Frère (1960) p. 93.
20 Pour plus de détails, voir Cassiers (1997), Timmermans (1969).
21 Le coefficient de trésorerie est calculé par le rapport entre la trésorerie de la Banque et son passif exigible à court terme. Le coefficient de solvabilité est défini comme le rapport entre les fonds propres et les fonds de tiers. Pour plus de détails, voir Cassiers (1997), p. 615.
22 Voir Cassiers (1997), graphique 12, page 667.
23 Dupriez (1950) p. 278.
24 Cfr. Chapitre 2, section 2.2. La pression sur la masse monétaire en circulation n'est en réalité pas automatique. En effet, la Banque centrale peut stériliser l'effet des mouvements de devises sur la masse monétaire, par exemple en escomptant du papier commercial ou même par des politiques d'*open market*.
25 Bien que les parités soient fixes, la spéculation a une raison d'être, par exemple si on s'attend à une modification des parités, ce qui était explicitement prévu dans les accords de Bretton Woods.
26 Pour les détails du triangle d'incompatibilité, voir chapitre 2, p. 59 ou notamment Aglietta (1994).
27 Le lecteur intéressé trouvera plus de détails concernant les accords de paiement dans Brionet Moreau (2005), pp. 127 et suivantes.
28 Janssens (1976), p. 338.
29 La convertibilité externe de la livre signifie que seuls les non-résidents britanniques peuvent obtenir cette devise en échange de leur monnaie.

30 Janssens (1976), p. 338.
31 BNB, rapport annuel 1949, p. 13.
32 Voir notamment le rapport de l'année 1948, p. 11 et le rapport de l'année 1949, p. 5.
33 BNB, rapport annuel 1948, p. 12.
34 BNB, rapport annuel 1950, p. 6.
35 Op. cit., p. 11.
36 Voir section suivante.
37 Frère (1960), p. 94.
38 Ce point sera développé au chapitre 4.
39 Nous reviendrons sur la modification des coefficients bancaires dans le chapitre 5.
40 Le visa de la Banque garantit que l'effet est réescomptable à la Banque. Une créance « visée » est donc plus facilement mobilisable.
41 BNB, rapport annuel 1947, pp. 11-12.
42 Les données du tableau 3.4 sont calculées sur base des chiffres mensuels.
43 Voir rapport de la BNB (1940-1944), pp. 9-18.
44 Le lecteur intéressé par les détails de cette augmentation peut se reporter à la page 9 du rapport annuel de la Banque nationale de 1945.
45 En complément de ces tableaux, une estimation de la croissance du PNB est donnée dans le graphique 3 de l'annexe 2.
46 Voir aussi le graphique 4 de l'annexe 2.
47 Frère (1960) p. 90.
48 Au niveau de la Banque nationale, l'opération Gutt est qualifiée de succès. Le rapport annuel de la Banque nationale stipule par exemple que « La situation de la Belgique, au terme de l'année 1945, montre donc que le programme d'assainissement monétaire adopté à la libération a pu, malgré les difficultés rencontrées, être accompli sans trouble pour notre économie » (rapport annuel de la BNB, p. 12).
49 Le gouverneur Frère parlera d'un « choc psychologique », voir BNB, rapport annuel 1946, p. 5, repris dans Frère (1960) p. 90.
50 BNB, rapport annuel 1945, p. 15.
51 Frère (1960) p. 91.
52 BNB, rapport annuel 1945, p. 16.
53 BNB, rapport annuel 1946, pp. 18-19.
54 Voir encadré 2 du chapitre 1.
55 Frère (1960) p. 95.
56 Le graphique 23 de l'annexe 2 représente l'évolution de la balance des paiements. Cependant, il ne permet pas de bien révéler la situation, puisqu'il s'agit d'une agrégation des balances des paiements envers l'ensemble des pays.
57 La balance des paiements donnerait sans aucun doute une meilleure appréciation des surplus commerciaux de la Belgique à l'époque. Le tableau annexe A6 ne fournit cependant qu'une information agrégée, tenant compte des déficits vis-à-vis des États-Unis.
58 BNB, rapport annuel 1947, p. 13.
59 Frère (1960) pp. 96-97.
60 BNB, rapport annuel 1948, p. 14.
61 À savoir la législation des coefficients bancaires, voir section 3.1.
62 L'argumentation de la Banque nationale est bien résumée dans le commentaire suivant : « *Dans les contingences économiques actuelles où toutes les forces de la production sont occupées et où celle-ci ne peut plus s'accroître que par les procédés nécessairement lents du perfectionnement technique, une création excessive de pouvoir d'achat par le moyen du crédit ne peut que gonfler la demande globale sans accroître simultanément les possibilités de l'offre. Dès lors, il importe d'éviter, tant dans l'investissement que dans la consommation, les excès et les imprudences auxquels les conjonctures d'après-guerre incitent généralement. D'autre part, bien que la Banque nationale ne désire pas s'immiscer dans la gestion des banques dont la responsabilité incombe exclusivement aux dirigeants de celles-ci, elle a été amenée à se préoccuper de la situation bancaire dans son ensemble et à signaler aux banques que les contingences actuelles leur recommandent de dispenser le crédit avec prudence.* », BNB, rapport annuel 1947, p. 10.

63 Mise à part une diminution passagère de 0,25 p.c. en octobre 1949 compte tenu de la situation économique particulière. Pour plus de détails, le lecteur se référera à la section consacrée au commerce international.

64 BNB, rapport annuel 1946, p. 14, confirmé dans le rapport annuel 1947 (p. 11) : « *Dans les limites du crédit global accordé par les banques, la Banque nationale a émis le vœu qu'elles réservent la préférence aux entreprises qui présentent un intérêt évident du point de vue économique. Dans ce sens, il est clair que les crédits aux particuliers destinés à l'achat de biens de consommation doivent être exclus* [...] ».

65 Frère (1960) p. 92.

66 Frère (1960) p. 91.

67 BNB, rapport annuel, p. 6.

68 À vrai dire, deux autres raisons justifient la modification des statuts : nous avons déjà signalé la nécessité d'englober dans la circulation monétaire les nouvelles formes de monnaie, dont la monnaie scripturale prend une part de plus en plus importante. L'esprit de la modification des statuts tient compte de cette évolution. De même, les nouvelles règles instaurées à Bretton Woods nécessitent un renforcement des actions dans le domaine des changes. Pour plus de précision, voir BNB, rapport annuel 1948, pp. 5-6.

69 Voir aussi Brion et Moreau (2005), première partie, La S.A. « Banque nationale de Belgique ».

70 BNB, rapport annuel 1950.

71 Voir aussi Brion et Moreau (2005), pp. 360-361.

72 Frère (1960) p. 100.

73 Id. pp. 100-101. La question est également abordée dans Brion, R. et Moreau, J.-L. (2005), pp. 404 et suivantes.

74 Voir notamment Brion et Moreau (2005), pp. 380 et 420-421.

75 Keynes (1925) cité par Beaud (2000), p. 251.

Chapitre 4

LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DE 1950 À 1958

Le présent chapitre examine pourquoi l élan économique apparu après la guerre s èst brisé au cours des années cinquante, la Belgique connaissant des taux de croissance inférieurs à la moyenne européenne[1]. Sans étudier l ènsemble des facteurs ayant contribué à cette performance médiocre, nous nous intéressons ici à la sphère monétaire. En particulier, nous montrons que l économie belge est entrée dans un cercle vicieux que les mesures institutionnelles prises au cours de la période sous revue ne parviennent à enrayer que trop tardivement.

La structure de base de ce chapitre est identique à celle du précédent : la première section est consacrée aux contraintes liées au contexte macroéconomique belge. Nous montrons notamment que les déficits persistants des finances publiques pèsent sur les marchés des capitaux et donc sur la politique de taux d ìntérêt de la Banque. Par ailleurs, l òrganisation institutionnelle de la sphère monétaire et le taux d épargne élevé en Belgique constituent d àutres contraintes importantes.

Dans la deuxième section, nous examinons l évolution du contexte monétaire international. Deux faits marquants sont soulignés : d ùne part, les contraintes évoquées au chapitre précédent se maintiennent et se durcissent même, malgré les efforts entrepris pour favoriser la multilatéralisation des payements. D àutre part, la mobilité croissante des capitaux implique de nouvelles contraintes pour la Banque.

Enfin, nous poursuivons l èxamen de la politique monétaire de la Banque, sous les angles de l èfficacité et de l òpportunité :

- Nous montrons dans la troisième section que la multiplication des contraintes externes et internes réduit l èfficacité de la politique monétaire. Sa mise en œuvre apparaît particulièrement difficile au cours de la période sous revue.
- Stabilité et orthodoxie monétaire restent par ailleurs les maîtres-mots de la politique monétaire, si bien que la Banque ne cesse, tout au long de cette période, de poursuivre la ligne de conduite fixée en 1944, après la réforme Gutt, alors que l économie belge connaît une période de croissance plus lente. Dans la dernière section, nous nous interrogeons sur l òpportunité des décisions de politique monétaire en mettant en regard ces dernières et les performances macroéconomiques du pays.

4.1 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte macroéconomique belge

L endettement public : une contrainte intérieure majeure pour la politique monétaire

Les nouvelles missions de l État nécessitent des moyens importants dont il ne peut disposer par l impôt. Dans ce contexte, durant les années quarante, la Banque craignait que les déficits publics observés au cours de la guerre et après celle-ci ne se poursuivent pour une longue période. Ces craintes se confirment dans les années cinquante, si bien que, désirant limiter ses interventions directes ainsi que tout appel massif aux marchés domestiques ou extérieurs des capitaux, la Banque plaide pour une plus grande rigueur budgétaire.

TABLEAU 4.1 DÉPENSES ET RECETTES BUDGÉTAIRES DE L ÉTAT
(milliards de francs)

	Dépenses totales	Recettes totales		Résultat de l'exercice	Solde budgétaire de l État
			dont : produit d emprunts consolidés		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (2) - (1)	(5) = (4) – (3)
1950	80,9	73,8	..	- 7,1	- 7,1
1951	89,8	92,2	6,0	2,4	- 3,6
1952	100,8	99,7	17,1	- 1,1	- 18,2
1953	94,5	95,1	15,7	0,6	- 15,1
1954	96,4	106,4	28,4	10,0	- 18,4
1955	95,2	90,4	8,0	- 4,8	- 12,8
1956	96,6	105,6	14,8	9,0	- 5,8
1957	111,8	110,4	9,6	- 1,4	- 11,0
1958	118,5	106,5	10,9	- 12,0	- 22,9

Source : BNB, Statistiques économiques belges 1950-1960, tome 2, tableau 1, p. 239.
Le résultat de l exercice représente la différence entre le total des recettes, en ce compris l emprunt, et des dépenses de l État.
Le solde budgétaire de l État correspond au total des recettes hors emprunt diminué du total des dépenses.

Comme le montre le tableau 4.1 ci-dessus, l équilibre budgétaire n est souvent atteint qu au prix d un emprunt important, ce qui n est pas sans conséquence du point de vue monétaire. Pourtant, rappelons que la Banque a exclu la possibilité d un financement monétaire direct de l État depuis la convention de 1948. Seule une marge de crédit de 10 milliards de francs est accordée[2]. Selon la Banque, cette marge correspond à un financement

temporaire en cas de difficulté. Mais le gouvernement en a fait un tout autre usage, utilisant cette marge comme un moyen de financement permanent :

> « *Dans l'esprit des signataires de cette convention, le crédit de 10 milliards devait donner à l'État, à une époque où le marché belge des capitaux était loin d'avoir retrouvé son ampleur et où les marchés étrangers ne nous étaient pas encore ouverts, la possibilité de trouver à la Banque, à défaut de les obtenir dans le marché, les ressources destinées à compenser à certains moments dans le cours d'un exercice, l'insuffisance des recettes normales de l'État par rapport à ses dépenses. Les avances susceptibles d'être consenties par la Banque dans les limites du crédit ouvert devaient en conséquence être remboursées dans le cours du même exercice de manière à maintenir disponible pour ainsi dire en permanence une réserve de crédit destinée avant tout à parer à des tensions temporaires. Depuis la mise en vigueur de la convention, l'utilisation du crédit est demeurée élevée et l'État n'a jamais disposé en fait d'une telle réserve*[3]. »

La limite de financement est donc atteinte très rapidement. Le gouvernement ne peut en conséquence se financer que via les marchés classiques des capitaux ou en s'endettant à l'étranger. Bien que ces deux moyens de financement ne soient pas encore très performants en début de période, ils se développent rapidement. Le tableau 4.2 précise la position de trésorerie de l'État, ainsi que ses modes de financement. Il peut être complété par les graphiques 19, 21 et 22 (annexe 2), présentant l'évolution des recettes et des dépenses de l'État et de la dette publique. Il ressort de ce tableau que sur la période pour laquelle des données sont disponibles, l'État recourt massivement au marché intérieur des capitaux, tant de long terme que de court terme. Il faut se rappeler que l'appel de moyens financiers par cette voie est facilité par la législation sur les coefficients bancaires de 1946, aménagée partiellement en 1949. Les marchés internationaux ne sont donc utilisés qu'en complément, lorsque les liquidités intérieures sont insuffisantes par rapport aux besoins de l'État[4].

Les deux modes de financement comportent des risques importants qui sont autant de contraintes supplémentaires pour la politique monétaire belge :

- En ayant recours au marché des capitaux belge, l'État crée une demande excédentaire qui pousse les taux d'intérêt sur ces marchés à la hausse. Cet effet est bien connu sous le nom d'« effet d'éviction ».
- De même, l'importance du crédit accordé à l'État amenuise les conséquences sur l'économie des modifications de taux d'intérêt pratiqués par la Banque, car celles-ci ont peu d'effet sur la demande de crédit émanant de l'État.
- Des taux d'intérêt relativement élevés peuvent provoquer un afflux de capitaux en cas de libéralisation des mouvements de capitaux. Or, comme nous le verrons dans la section suivante, la libéralisation progressive de ces mouvements est inévitable en raison du développement des mouvements de marchandises, et correspond à la volonté de la Banque[5].

– Le financement de l'État rend également la tâche du Fonds des rentes plus difficile. Rappelons que celui-ci est chargé d'animer le marché des titres de l'État et d'y poursuivre l'action de la Banque. Dans la mesure où les éventuelles avances que celle-ci pourrait lui consentir sont comprises dans la limite de 10 milliards de francs accordée au financement de l'État, ses moyens sont très restreints. Ils ne lui permettent pas de mener efficacement sa politique.
– L'appel aux marchés étrangers comporte un risque majeur : l'endettement de l'État à l'étranger provoque une entrée de capitaux, et donc une expansion monétaire, étant donné que la Banque se voit obligée d'échanger les devises prêtées contre des francs belges. *In fine*, l'endettement à l'étranger peut se révéler une plus mauvaise solution qu'un financement monétaire direct, car non seulement la conversion des devises reçues par l'État a les mêmes conséquences qu'un financement direct, mais en plus l'État se voit contraint de payer une charge d'intérêt à l'étranger[6]. Malgré cette constatation, la Banque persiste dans le maintien de la marge de crédit à 10 milliards de francs. Elle menace même l'État de ne plus effectuer de paiements pour son compte lorsque la limite est temporairement dépassée[7].

TABLEAU 4.2 POSITION DE TRÉSORERIE DE L'ÉTAT ET MODES DE FINANCEMENT
(milliards de francs)

	Position de trésorerie de l'État résultant des opérations budgétaires	Financement en francs belges		Financements en monnaies étrangères (emprunts consolidés et dette flottante)	Autres
		Emission d'emprunts consolidés en francs belges	Variation de la dette flottante en francs belges		
1954	- 16,8	26,0	- 8,1	0,9	2,0
1955	- 12,5	6,2	5,0	2,5	1,2
1956	- 7,6	14,3	- 5,4	1,2	2,5
1957	- 7,2	7,9	- 0,2	2,5	3,0
1958	- 24,7	10,7	12,8	3,9	2,7

Source : BNB, statistiques économiques belges 1950-1960, tome 2, tableau 2, p. 240.

Remarques : La position de trésorerie n'est pas comparable aux données présentées au tableau 4.1. La position de trésorerie tient en effet uniquement compte des opérations réellement effectuées au cours de l'année civile, quel que soit le moment où elles ont été budgétisées.

Les données antérieures à 1954 ne sont pas disponibles.

Les déficits constants de l'État et leurs moyens de financement au cours de cette période constituent donc la contrainte intérieure principale à laquelle la politique monétaire doit faire face. Alors que la Banque avait limité le financement monétaire direct de l'État par la convention de 1948, le problème des déficits publics lui revient sous deux formes nouvelles : des pressions sur les taux d'intérêt sur les marchés belges, et le risque d'un accroissement monétaire non maîtrisable par l'importation de devises.

Si la Belgique se distingue à cette époque par un endettement public élevé et des déficits récurrents, l'importance du coefficient d'épargne des ménages constitue une autre singularité macroéconomique.

Un taux d'épargne important en Belgique

L'économie belge doit composer avec une propension moyenne à épargner des ménages très élevée : 9,4 p.c. du revenu disponible en moyenne sur la période 1950-1957. À titre de comparaison, elle s'élève à la même époque à 5,6 p.c. en Allemagne et à 8,7 p.c. en France (1949-1957). Par ailleurs, la propension moyenne à épargner augmente de manière constante sur toute la période en Belgique[8]. Corrélativement, la propension moyenne à consommer est relativement basse et en diminution. Les conséquences macroéconomiques d'une pareille situation sont importantes : la faiblesse de la consommation pèse sur la demande intérieure, ce qui limite les importations du pays et crée un surplus courant. À contrario, une telle situation peut paraître bénéfique pour la stabilité monétaire, en excluant les pressions inflationnistes émanant de la demande intérieure.

Cette épargne n'est pourtant pas massivement redirigée vers les banques commerciales. En effet, la préférence pour les billets reste très importante comparativement aux autres pays européens[9]. Par ailleurs, il apparaît que cette préférence se traduit notamment par une thésaurisation importante de la part des ménages belges[10]. Or le multiplicateur monétaire est d'autant plus faible que la préférence pour les billets est élevée. Cette contrainte peut entraver le développement de monnaie scripturale, et donc le financement du secteur privé par les banques.

La difficile mise en œuvre de réformes institutionnelles

Peu de réformes sont entreprises au cours des années cinquante pour contrecarrer les effets néfastes des contraintes exposées ci-dessus. Depuis la fin des années quarante, la Banque et le gouvernement ne semblent plus à l'unisson : malgré la convention de 1948 et les appels de la Banque, les déficits publics se creusent et aucun plan d'envergure d'assainissement des finances publiques ne vient améliorer la situation. Par ailleurs, rappelons qu'une controverse liée au financement des déficits publics est née à la fin des années quarante entre l'État et la Banque à l'occasion des dévaluations en cascade de 1949. La stratégie de défense du franc de la Banque n'a pas été suivie par le gouvernement qui a préféré dévaluer contre son avis. De plus, la plus-value réalisée sur l'or et les devises convertibles à l'occasion de cette dévaluation n'a pas été affectée à la réduction de l'endettement de l'État, mais à couvrir de nouvelles dépenses.

En raison de la lenteur des réformes, la Banque ne reçoit pas les moyens de piloter le marché monétaire, qui prend de l'importance mais fonctionne de manière inefficace :

– Ce marché est fortement perturbé par la demande massive de fonds de la part de l État, au point que sa structure est partiellement organisée de manière à satisfaire les besoins de ce dernier.
– L organisation multicéphale des autorités monétaires et de ce fait des acteurs du marché monétaire n améliore en rien le fonctionnement de celui-ci[11].
– Le marché monétaire reste cloisonné, ce qui réduit la transmission des impulsions de la Banque sur le marché[12]. Le graphique 29 (annexe 2) montre que dans la première moitié des années cinquante, ni le taux des certificats de trésorerie, ni même le taux de l argent au jour le jour (*call money*) ne sont influencés par les modifications du taux d escompte officiel. Les banques se plaignent par conséquent de n obtenir que des taux symboliques sur les certificats de trésorerie, dont le taux est fixé à $1^{15/16}$ p.c., ce qui réduit l attractivité des dépôts bancaires et augmente la préférence pour les billets des ménages. D autres transactions se font à des conditions hors marché.

Bien que la Banque ne cesse de demander une réforme profonde du marché monétaire et une augmentation de ses pouvoirs, notamment en matière de politique d *open market*, les réformes tardent donc et ne se concrétisent finalement qu en 1957 et 1959.

La réforme du marché monétaire de 1957

Nous ne détaillons pas ici l ensemble de la réforme, poursuivie en 1959, mais nous en rappelons les éléments essentiels qui peuvent être utilement complétés par l encadré ci-joint[13].

L objectif premier est de donner au marché monétaire une structure performante permettant la mise en œuvre de politiques d *open market* et tendant à adapter les disponibilités monétaires aux besoins de l'économie nationale, sans apporter de changements fondamentaux à l'organisation de la monnaie, du crédit et du Fonds des rentes[14]. Les résultats principaux sont de deux ordres :

– Le financement des pouvoirs publics n est plus entièrement tributaire de l évolution des dépôts bancaires. Le Fonds des rentes joue en effet le rôle d écluse entre l État et les banques commerciales, finançant notamment le remboursement de certificats en cas de diminution des dépôts.
– Le marché monétaire répond davantage aux forces de l offre et de la demande. En particulier, les conditions de financement du Trésor sont rendues flexibles.

Cette réforme intervient à un moment bien particulier : le resserrement du marché monétaire en octobre 1957 a créé un dépassement de la marge de 10 milliards accordés par la Banque aux pouvoirs publics. Ce dépassement fait suite à d importants remboursements de fonds publics, ce qui met les finances publiques dans une situation délicate et révèle toute la perversité du financement automatique lié à la réglementation de 1946. Il devient alors

évident qu'un changement du mode de financement de l'État et du marché monétaire s'impose. Celui-ci n'est donc entrepris qu'au moment où le problème du financement de l'État le rend indispensable. D'autres exemples ultérieurs montrent qu'il en est souvent ainsi des réformes monétaires en Belgique[15].

ENCADRÉ 3 LA RÉFORME DE 1957 : UN MARCHÉ MONÉTAIRE PLUS LIQUIDE

La réforme de 1957 vise à rendre le marché monétaire plus efficace tout en améliorant le financement de l'État.

Les premières dispositions visent à transformer la dette à court terme de l'État logée dans les banques en un emprunt spécial pouvant figurer au titre de couverture partielle des banques. Les anciens emprunts au taux unique de $1^{15/16}$ p.c. sont échangés contre des certificats répartis en une tranche « A », de 20 milliards de francs, d'une échéance de douze mois, renouvelable, et une tranche « B », d'une valeur totale de 8,9 milliards de francs, émise à quatre mois d'échéance et portant un intérêt variable et inférieur de 0,75 p.c. au taux directeur de la Banque nationale[16]. De la sorte, le taux rémunérateur des emprunts de court terme de l'État suit la politique monétaire de la Banque. Une partie de la tranche « B » est cédée au Fonds des rentes.

La couverture des banques commerciales peut désormais être constituée de cet emprunt spécial, de certificats émis par le Fonds des Rentes ou des excédents de trésorerie déposés à la Banque. Ainsi, le marché monétaire réagit aux lois de l'offre et de la demande, tandis que le financement de l'État n'est plus lié à la couverture bancaire, mais aux conditions du marché.

Si les dépôts augmentent, les banques commerciales, souhaitant augmenter leur couverture, se tourneront vers les certificats du Fonds des rentes ou vers la Banque qui de la sorte renforce son emprise sur le marché monétaire.

Dans l'hypothèse contraire d'une diminution des dépôts, les banques commerciales demanderont prioritairement le remboursement des certificats du Fonds des rentes, sans pour autant créer une situation ingérable pour l'État.

Enfin, si l'État désire récolter des fonds sur le marché monétaire, il peut le faire en émettant de nouveaux certificats, dont le taux d'intérêt varierait selon l'offre et la demande.

Le marché est donc rendu beaucoup plus souple, le Fonds des rentes joue pleinement son rôle d'animateur du marché monétaire, tout en ayant théoriquement la possibilité de seconder par des politiques d'*open market* la politique de la Banque. L'État n'est plus tributaire du volume des dépôts et la Banque reprend le contrôle du marché monétaire.

Les bases légales sont jetées par trois arrêtés ministériels datés du 9 novembre 1957 : le premier est relatif à l'émission de certificats de trésorerie à très court terme, le deuxième à l'émission de certificats de trésorerie destinés à la couverture des passifs bancaires et le troisième porte approbation de l'arrêté de la Commission bancaire sur les coefficients bancaires.

Notons enfin que la réforme sera utilement complétée en 1959 par une adaptation du statut du Fonds des rentes, lui permettant d'agir plus efficacement sur les taux d'intérêt. Ses ressources ont par ailleurs été augmentées. Cette avancée institutionnelle semble donc un succès pour tous les acteurs présents sur le marché monétaire. En particulier, la Banque améliore l'efficacité de la politique monétaire et crée la possibilité de conduire via la Fonds des rentes une politique d'*open market* plus performante. Néanmoins, elle intervient tardivement, la contrainte des déficits publics ayant pesé sur la politique monétaire tout au long de la période. Par ailleurs, elle reste incomplète car la législation des coefficients bancaires, loin d'être abolie, est à peine modifiée.

La loi monétaire de 1957 : un statut retrouvé

Depuis le début de la controverse de 1949 entre le gouvernement et la Banque, cette dernière souhaite que le statut du franc soit redéfini au plus vite, de manière à éviter que le gouvernement ne décide unilatéralement de nouvelles dévaluations. Les négociations tardent cependant et le premier projet de loi ne voit le jour qu'en 1956. Il se concrétise dans la loi du 12 avril 1957 qui fixe la valeur du franc belge à 19,74824173 milligrammes d'or au titre de 900 millièmes de fin[17]. Une telle définition est loin d'être anodine. Il s'agit même d'une loi capitale en termes d'orthodoxie de politique monétaire. En effet :

- La valeur du franc étant définie par rapport à l'or, celui-ci est considéré comme l'unique étalon. On sait pourtant que depuis la conférence de Bretton Woods, un régime d'étalon *dollar*-or est instauré. La redéfinition du franc comme une quantité d'or signifie qu'en cas de dévaluation du dollar par rapport à son seul étalon, à savoir l'or, le franc belge serait automatiquement réévalué par rapport au dollar et à toutes les autres monnaies. Cette loi représente en quelque sorte un retour unilatéral à l'étalon-or.
- Seul le parlement est habilité à changer la parité du franc belge. Ceci tranche avec la situation prévalant depuis la fin de la guerre où le gouvernement pouvait décider seul d'une adaptation de la parité. La loi de 1957 constitue donc une victoire pour la Banque et en particulier pour son ancien gouverneur M. Frère qui avait mal accepté la dévaluation « unilatérale » de 1949. La loi empêche qu'un tel « incident » ne se reproduise.
- Enfin, et c'est peut-être la conséquence la plus importante, le fait que le franc soit défini par rapport à l'or impose à la Banque de maintenir une couverture-or, dans un contexte où le reste de l'Europe commence à

remplacer ses réserves en or par des réserves en dollars[18]. Il est finalement décidé que la Banque devra conserver une couverture-or supérieure ou égale au tiers du total de ses engagements.

En d'autres termes, la loi de 1957 constitue un véritable retour à l'orthodoxie monétaire et à l'étalon-or. Sans doute les nombreux déficits publics ont-ils incité la Banque à un maximum de prudence, la garantie de la valeur du franc étant désormais exclusivement la tâche du parlement. Plus fondamentalement, cette loi traduit la divergence de vue entre la Banque et le gouvernement : la Banque souhaite maintenir la stabilité monétaire à tout prix et lutte contre les déficits publics, source de création monétaire injustifiée à ses yeux, tandis que le gouvernement s'engage de plus en plus dans les nouvelles missions qui lui ont été assignées depuis la guerre, sans véritablement se soucier de leur financement.

Les contraintes intérieures pesant sur la politique monétaire en Belgique ont donc principalement pour origine l'endettement public, c'est-à-dire un des problèmes qui avait déjà été mis en lumière dès l'immédiat après-guerre. Les réformes institutionnelles nécessaires sont menées. Elles interviennent néanmoins trop tardivement, ce qui pèse sur la politique monétaire tout au long de cette période, compte tenu de l'objectif fixé. La section suivante montre qu'il en est de même au niveau international.

4.2 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte monétaire international

Tout comme les contraintes intérieures, les problèmes extérieurs examinés dans le chapitre précédent ne sont que très partiellement ou trop tardivement résolus. En outre, leur gestion devient plus malaisée à mesure que les échanges intra-européens se développent sous l'impulsion d'événements tels que la guerre de Corée, et compte tenu de la volonté politique de créer une Europe unie.

Les accords de Bretton Woods sont bien entendu toujours en vigueur au cours des années cinquante. Cependant, la convertibilité complète des monnaies européennes n'est toujours pas d'application[19]. Nous avons également vu que les taux de change ne sont pas à l'abri d'un réalignement global, tel qu'il s'est réalisé en 1949. Lors de ce réalignement, la position de la Belgique fut tout à fait particulière.

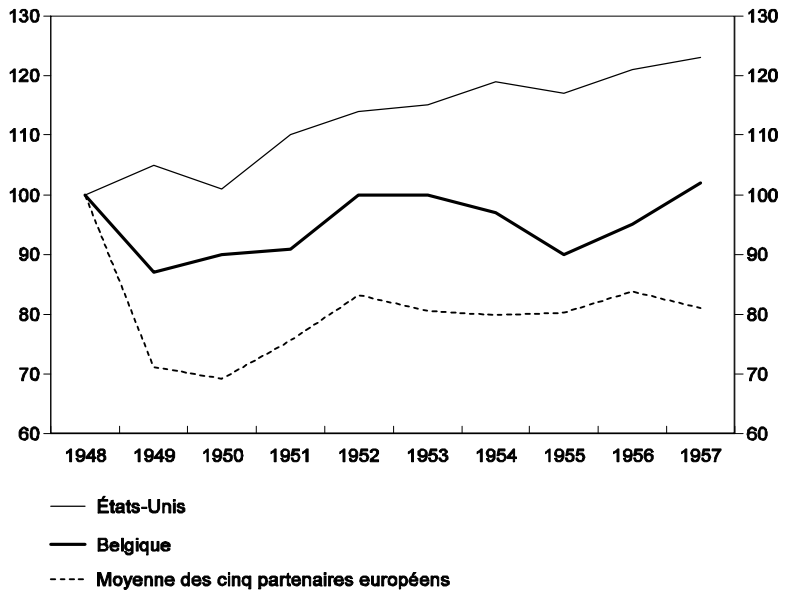
Les suites de la dévaluation de 1949 : perte de compétitivité de la Belgique

Une réévaluation de la monnaie nationale entraîne *de facto* une perte de compétitivité de l'industrie exportatrice du pays concerné. Cette perte peut cependant être compensée par une moindre croissance des salaires nominaux ou par des gains de productivité.

Le graphique 4.1 indique l'évolution du coût salarial par unité produite en dollars dans l'industrie manufacturière en Belgique et dans ses principaux

pays partenaires[20]. Ce coût prend en compte le salaire nominal, le taux de change de chaque monnaie par rapport au dollar et la productivité. On y retrouve très clairement l'effet de la dévaluation générale de 1949 et de la réévaluation relative du franc belge par rapport aux autres monnaies européennes. Le graphique montre également que tout au long de la période, la moindre augmentation des salaires nominaux et les gains de productivité en Belgique ne compensent pas le retard pris à la suite du réalignement des parités en 1949. Le coût salarial par unité produite en dollars reste donc supérieur à la moyenne des pays partenaires. Ceci s'explique aussi par des gains de productivité plus importants enregistrés par ceux-ci.

GRAPHIQUE 4.1 COÛT SALARIAL PAR UNITÉ PRODUITE EN DOLLAR
(1948 = 100)



Source : Calculs propres basés sur les données de Lamfalussy (1959).
Partenaires européens : Pays-Bas, France, Allemagne, Italie et Royaume-Uni. La moyenne est obtenue en pondérant la valeur de chaque pays par le PIB réel fourni par Maddison (1995).

Selon A. Lamfalussy (1959), les choix posés en 1949 et la perte de compétitivité qui en résulte pourraient expliquer le caractère défensif des

investissements de l'industrie exportatrice, durement touchée par la faible dévaluation[21].

En revanche, en limitant les surplus commerciaux qui, rappelons-le, ont été une source de création monétaire durant les années quarante, la perte de compétitivité peut théoriquement contribuer à l'équilibre de la balance courante de la Belgique et faciliter la tâche de la Banque. Rappelons que celle-ci aurait d'ailleurs préféré une stabilité du taux de change par rapport au dollar, ce qui aurait entraîné une perte de compétitivité encore plus importante. Cet avantage théorique ne se vérifie pourtant pas dans les faits : la réévaluation relative par rapport aux monnaies européennes ne modifie pas fondamentalement le caractère excédentaire de la balance courante vis-à-vis des pays européens. En effet, la faiblesse de la demande intérieure ne stimule pas les importations. À l'inverse, grâce au plan Marshall et à l'Union européenne des paiements, les exportations ne faiblissent pas malgré la perte de compétitivité.

L'UEP et les imperfections de la convertibilité : problèmes et solutions institutionnelles

Il n'est toujours pas question d'une convertibilité complète des monnaies européennes au cours de cette période. Cependant, l'UEP régit les transactions commerciales des pays européens. Nous avons montré dans le premier chapitre l'utilité de cette institution, qui complète les accords de Bretton Woods. Nous terminons ici l'analyse en montrant les avantages liés à cet accord, les contraintes qu'il a engendrées en Belgique et les adaptations qui y ont été apportées.

Contrairement aux accords bilatéraux, les dollars du plan Marshall et l'UEP suppriment deux des trois contraintes extérieures évoquées à la section 3.2. Ils stimulent ainsi les échanges intra-européens :

- Le plan Marshall fournit à l'Europe une réserve de monnaie internationale qui est indispensable à la relance du commerce multilatéral. Cette réserve permet en effet d'acquérir des biens en provenance des États-Unis et de rembourser en devises convertibles une partie des déficits courants.
- L'UEP introduit la transférabilité des paiements, ce qui permet la multilatéralisation des transactions. Un pays peut enfin utiliser son surplus courant vis-à-vis d'un autre pays pour compenser le déficit accumulé vis-à-vis d'un tiers.

L'intérêt de la participation de l'UEBL à l'UEP est donc *a priori* certain. À la fin de la guerre en effet, la signature de simples accords bilatéraux avait fait surgir le problème de la position créditrice de la Belgique. Très vite, la Banque s'est rendu compte de l'effet néfaste des crédits accordés :

> « *L'expansion des crédits à l'étranger, financés par la Banque nationale pour compte du Trésor, présentait un danger réel pour la stabilité monétaire et retardait la reconstruction du pays, sans pour cela stimuler d'une façon décisive les exportations. Il fallait donc sortir de cette impasse ; l'UEBL ne pouvait continuer à exporter à*

> *crédit, devant régler elle-même une part considérable de ses importations en or ou en devises convertibles*[22]. »

Il était indispensable d'instaurer un système de paiement multilatéral, afin de réduire les soldes de paiements, mais également un système basé sur le règlement en or ou devises convertibles d'une partie des déficits, afin de ne pas défavoriser les pays créditeurs nets comme la Belgique.

Cependant, l'UEP ne rend pas les monnaies européennes pleinement convertibles. Malgré le règlement partiel en or ou en dollars des déficits, l'UEP prolonge le système des crédits accordés entre pays signataires, instauré depuis les premiers accords de paiements. Comme l'a dénoncé R. Triffin, elle dessert donc les pays créditeurs et ne constitue donc qu'une solution limitée aux problèmes spécifiques de l'UEBL[23]. En développant le commerce international, l'accord renforce même les risques d'une expansion monétaire liée aux crédits accordés par les autorités belges. En effet, poussé par les tensions de la guerre de Corée au début des années cinquante, le montant des crédits accordés par l'UEBL à l'ensemble des pays de l'UEP augmente rapidement, comme le montre le tableau 4.3 ci-dessous, et le quota fixé lors de la signature des accords est atteint dès 1952. Bien que l'UEP soit une étape vers la convertibilité des monnaies européennes, la Banque observe que :

> « *son fonctionnement se heurte à de graves difficultés suscitées par l'évolution des comptes de certains de ses membres ; c'est le cas plus particulièrement des déficits excessifs que plusieurs pays de l'Union accumulent vis-à-vis de l'UEBL. Cette dernière se trouve de ce fait placée devant un choix difficile. Si elle consent une aide supplémentaire à l'Union européenne des paiements, elle risque de compromettre les fruits de la politique monétaire orthodoxe qu'elle s'est imposée jusqu'ici et qui a assuré la solidité du franc belge. Si les mesures qu'elle adopte aboutissent, d'une façon ou d'une autre, à resserrer les courants d'exportation, elle s'engage dans une voie dangereuse pour le maintien du niveau de son activité économique et du standard de vie de sa population*[24]. »

En conséquence, durant la période de fonctionnement de l'UEP, la contrainte majeure à laquelle font face les autorités de l'UEBL n'est plus la non-convertibilité des monnaies, mais la part trop faible des déficits courants effectivement payés en or, et donc la masse de crédits qui a *dû* être accordée[25]. La non-convertibilité joue un rôle indirect. Alors qu'elle manque de dollars, la Belgique se voit contrainte d'accumuler des créances sur les pays de la zone UEP. Le tableau 4.3 ci-dessous fournit l'évolution de la position cumulée de l'UEBL sur l'UEP. Dans les premières années de fonctionnement de l'UEP, moins de 60 p.c. des excédents sont remboursés en or ou en devises convertibles. Le complément correspond aux crédits accordés aux membres de l'UEP.

L'État s'est engagé dans un premier temps à financer ces crédits. Mais en raison de ses déficits chroniques, il n'a pas été en mesure de s'engager

fortement dans leur couverture. La Banque est donc très vite obligée de remplacer l'État, avec le risque d'une augmentation de la masse monétaire. Cette tendance complique le contrôle de l'expansion monétaire mis en place depuis 1944.

TABLEAU 4.3 ÉVOLUTION DE LA POSITION CUMULÉE DE L'UEBL SUR L'UEP
(milliards de francs)

	Excédent cumulé de l'UEBL sur l'UEP :			Pourcentage de l'excédent remboursé en or ou en dollars
		Règlements en or ou en dollars	Crédits sur l'UEP et autres**	
	(1) = (2)+(3)	(2)	(3)	(2) / (1)
1951*	28,1	11,5	16,6	41
1952	41,4	24,0	17,4	58
1953	38,9	23,0	15,9	59
1954	37,6	26,5	11,1	70
1955	45,3	33,7	11,6	74
1956	56,2	44,0	12,2	78
1957	52,9	43,6	9,3	82
1958	63,8	53,5	10,3	84

Source : BNB, Rapport annuel 1953, p. 25 ; 1954, p. 25 ; 1957, p. 36 ; 1958, p. 26.
* Juillet 1950 - décembre 1951.
** En ce compris les créances bilatéralisées.

En raison des problèmes évoqués ci-dessus, plusieurs pays, dont la Belgique, préconisent dès 1955 le retour rapide à la convertibilité. Après les remous des premières années d'existence de l'UEP, les paiements entre pays européens se déroulent en effet de mieux en mieux. Mais d'autres pays préfèrent voir l'accord se prolonger par un système transitoire, afin d'éviter les problèmes liés aux marchés des changes. La spéculation sur les devises européennes risque en effet de se développer et de nombreuses banques centrales ne disposent pas des moyens nécessaires pour y faire face. Une solution intermédiaire est adoptée en 1955 : l'UEP est reconduite, mais une part plus importante des déficits est dorénavant remboursée en or. C'est la raison pour laquelle le tableau 4.3 montre que la part de l'excédent remboursé en or ou en dollars augmente rapidement dans la seconde moitié de la période.

Par ailleurs, l'accord monétaire européen est institué. Il n'entre pas encore en vigueur, mais prévoit déjà les modalités de fonctionnement qui prévaudront après la dissolution de l'UEP :

> « *L'idée qui a présidé à la signature de cet accord est essentiellement la suivante : le rétablissement de la convertibilité dans un certain nombre de pays européens risque, en cas de détérioration de la situation économique de l'Europe, d'amener les pays à monnaie non convertible à prendre des mesures qui entraîneraient un retour général au bilatéralisme. Pour éviter ce risque, l'Accord Monétaire Européen prévoit principalement deux séries de mesures : la création d'un Fonds Européen, et*

> *l établissement d un système multilatéral de règlement des transactions effectuées dans les monnaies ou entre les zones monétaires des pays membres*[26]. »

Alors que la situation monétaire en Europe semble s améliorer, la seconde moitié de l année 1955 marque le retour d excédents et de déficits importants suivant les pays, si bien que l entrée en vigueur de l accord monétaire européen doit être retardée. Pire encore, « *il fut décidé, étant donné la réapparition de la tendance à l accumulation des excédents, d adjoindre de nouvelles rallonges aux quotas de l Allemagne, de la Suisse et de l UEBL* »[27]. Finalement, l accord entrera en vigueur le 1er janvier 1959. Les monnaies européennes deviennent alors pleinement convertibles pour les opérations courantes.

L UEP fournit donc une aide précieuse à l Europe, notamment en favorisant les échanges. Le système est néanmoins entaché d imperfections qui touchent particulièrement l économie belge :

– Du point de vue commercial, l UEP n accélère pas fortement les échanges de l UEBL par rapport à la fin des années quarante, du moins au cours des premières années de son fonctionnement :

> « [...] *les échanges commerciaux entre l UEBL et les pays de l UEP se sont effectivement accrus. Cet accroissement étant toutefois presque parallèle – sauf en ce qui concerne les exportations du second semestre 1951 – à l augmentation des échanges extérieurs globaux, il y a lieu de conclure que l adhésion à l UEP n a exercé d influence déterminante ni sur l orientation du commerce extérieur de l UEBL, ni sur son déficit dollar*[28]. »

Le commerce extérieur de la Belgique a redémarré très tôt et s est développé rapidement depuis la fin de la guerre. C est pourquoi le lancement de l UEP n a pas eu un impact aussi fort que dans d autres pays européens.

– Du point de vue monétaire, l octroi de crédits à l UEP entre en contradiction avec l orthodoxie de politique monétaire de la Banque. En effet, ils contribuent à l accroissement du stock monétaire, contrairement aux règlements en or et en dollars qui peuvent être utilisés au financement d importations en provenance des États-Unis.

Parallèlement au développement des échanges de marchandises, les mouvements de capitaux sont également devenus de plus en plus importants au cours de cette période. Bien que les accords de Bretton Woods aient autorisé les signataires à instituer des mécanismes de contrôle de ces mouvements, leur développement constitue une contrainte nouvelle pour la politique monétaire.

Mouvements de capitaux et perte d autonomie de la politique monétaire

Au cours des années cinquante, les mouvements des capitaux se développent essentiellement pour deux raisons:

– L'existence de marchés libres sur des places financières étrangères permet dans une certaine mesure d'effectuer des transactions de capitaux qui sortent de l'emprise des banques centrales. Des mouvements de capitaux existent donc bel et bien, malgré les contrôles et les entraves. Par ailleurs, ils se cachent parfois derrière des mouvements de marchandises. Les phénomènes de *leads and lags* qui existaient déjà dans les années quarante se développent également.
– La Banque désire libérer le marché des changes de toute entrave à son fonctionnement naturel. Dans cette optique, elle a la volonté de libéraliser les mouvements de capitaux. Son objectif est aussi de permettre à ces mouvements d'atténuer les effets des surplus commerciaux de la Belgique sur les autres pays européens : si des surplus courants sont compensés par des sorties de capitaux, ils sont sans effet à court terme et les interventions de la banque centrale sur les marchés des changes peuvent se réduire. Pour cette raison, la Banque entend mener une politique monétaire très rigoureuse. Elle cherche à maintenir la confiance dans le franc pour pouvoir libéraliser les transactions de capitaux sans craindre des mouvements spéculatifs importants qui perturberaient le marché des changes.

Rappelons que les mouvements de capitaux comportent des risques très importants : si des mouvements spéculatifs se développent ou ne circulent pas dans le sens voulu, ils peuvent amplifier les déséquilibres commerciaux et nécessiter des interventions plus importantes de la banque centrale sur les marchés des changes. C'est la principale raison pour laquelle des restrictions sur les mouvements de capitaux avaient été prévues par les accords de Bretton Woods. Par ailleurs, à la recherche d'une rentabilité maximale, les capitaux se dirigent vers les pays où les taux d'intérêt réels sont les plus élevés. La libéralisation progressive des mouvements de capitaux diminue donc l'autonomie de la politique monétaire de la banque centrale. Dans le cas extrême d'une mobilité parfaite des capitaux, celle-ci devrait se contenter de suivre les taux d'intérêt en vigueur à l'étranger et perdrait l'instrument des taux. Les autorités monétaires belges éliminent une partie des risques d'une manière tout à fait originale, en introduisant un double marché des changes.

La création du double marché des changes

Vers le milieu des années cinquante, face à la nécessité d'interventions importantes de la Banque sur le marché des changes en raison de mouvements de capitaux, les autorités monétaires décident de scinder celui-ci en un marché officiel et un marché libre. La Banque intervient sur le marché officiel pour défendre la parité du franc belge par rapport aux autres monnaies. Mais ce marché ne concerne que les transactions courantes. Les transactions de capitaux sont rejetées sur le marché libre où la Banque n'intervient pas. Le cours du franc belge y est donc flottant.

Grâce au double marché des changes, la défense du cours du franc devient plus facile pour les autorités monétaires belges : si des mouvements de

capitaux modifient substantiellement le taux de change du franc belge sur le marché libre, les mécanismes propres aux taux de change flottant rééquilibrent le marché automatiquement. En d'autres termes, les autorités monétaires belges pensent obtenir, grâce au double marché des changes, une solution au triangle d'incompatibilité : tout en s'exerçant dans un régime de changes fixes et de libération des mouvements de capitaux, la politique monétaire conserverait son autonomie en matière de taux d'intérêt[29].

Cependant, une différence récurrente entre les taux de change sur les deux marchés indiquerait une sur-évaluation ou une sous-évaluation structurelle du cours du franc belge, ce qui amplifierait largement les mouvements spéculatifs. La frontière entre les deux marchés n'étant pas totalement hermétique, un tel écart nécessiterait tôt ou tard l'intervention de la Banque. Celle-ci – ou plus exactement l'Institut belgo-luxembourgeois du change qu'elle contrôle – n'est donc pas dispensée de toute intervention en cas de mouvements de capitaux, mais peut la limiter aux tensions durables. En d'autres termes, le double marché des changes ne permet de résoudre le problème du triangle d'incompatibilité qu'à court terme : la Banque est astreinte à maintenir une rigueur monétaire afin d'éviter que des mouvements de capitaux n'écartent, de manière forte et permanente, le taux de change sur le marché libre de la parité officielle.

En somme, les défis auxquels la Banque est confrontée durant les années cinquante sont aussi considérables que pendant l'immédiat après-guerre :

- Sur le plan national, les finances publiques déficitaires vont à l'encontre du souci d'orthodoxie de la politique monétaire, alors que la demande intérieure est freinée par un taux d'épargne très important.
- Sur le plan international, le problème de l'inconvertibilité n'est pas encore entièrement résolu. La solution institutionnelle en place dans le cadre de l'UEP n'est pas satisfaisante pour la Belgique, compte tenu des crédits qu'elle est amenée à consentir aux autres pays européens.

Dans la section suivante, nous détaillons l'exercice de la politique monétaire par la Banque dans ce contexte encore troublé. Nous essayons également d'en dégager les résultats majeurs.

4.3 Mise en œuvre de la politique monétaire

Maintien d'une ligne de conduite ferme

Fidèle à son objectif de stabilité monétaire, la Banque entend rester la garante de la valeur du franc sur les marchés des changes et de la couverture-or de la circulation monétaire. Pour autant que la stabilité monétaire soit assurée, elle tente bien entendu d'encourager l'expansion économique du pays. Les critiques émises depuis la fin des années quarante, notamment par l'ancien premier ministre P. van Zeeland et par les milieux industriels, sont battues en brèche par le gouverneur[30]. Pour ce dernier, les mesures préconisées par les

courants d'opposition ne peuvent qu'apporter des solutions de court terme aux problèmes économiques. C'est le cas de « l'argent bon marché » – fixation de taux d'intérêt relativement bas – mais aussi de la dépréciation voire de la dévaluation du franc belge. L'avis de la Banque est bien résumé dans la citation suivante :

> « *Le but essentiel de la politique monétaire est de garantir dans le présent et dans l'avenir la stabilité de la monnaie tout en maintenant l'activité au niveau le plus élevé possible. Peut-être la dépréciation de la monnaie a-t-elle pu amener parfois une certaine résorption du chômage mais l'expérience a montré que celle-ci n'a jamais été que temporaire et qu'une fois épuisés les effets de l'inflation et de la dévaluation, les problèmes réapparaissent plus aigus qu'auparavant*[31]. »

Le maintien d'une ligne de conduite ferme est donc, pour la Banque, un choix délibéré destiné à assurer la stabilité monétaire. La Banque répète par ailleurs que le maintien de la stabilité monétaire passe par le contrôle de la masse monétaire. Le rapport 1954 est on ne peut plus explicite à ce sujet :

> « *Une des conditions, non pas exclusive mais essentielle, de la stabilité monétaire est le strict contrôle du volume de la circulation* [...] *En tout état de cause, l'évolution propre de la circulation monétaire, fiduciaire et bancaire, doit être suivie avec la préoccupation vigilante d'éviter toute contraction ou toute expansion excessive* [...][32]. »

La stabilité monétaire doit à son tour favoriser le retour rapide aux principes de l'économie de marché. Il faut rapidement abandonner en particulier le contrôle des changes, qui entrave le commerce extérieur du pays. Comme nous l'avons montré, le double marché des changes est une étape importante vers la pleine convertibilité du franc belge, mais il n'est pas dénué d'inconvénients, dans la mesure où le cloisonnement ne peut être parfait. Le marché libre peut exercer une pression sur le marché réglementé.

Appréciation quantitative

Cette ligne de conduite est-elle perceptible dans les faits ? Le tableau 4.4 présente pour la période étudiée l'évolution de la masse monétaire et de ses composantes, ainsi que la part de la monnaie fiduciaire dans la masse monétaire globale[33]. Parallèlement, le tableau 4.4 présente l'évolution du produit national brut à prix constants et du déflateur du PNB.

TABLEAU 4.4 ÉVOLUTION DU PNB, DES PRIX ET DE LA MASSE MONÉTAIRE

	Variation annuelle en p.c.					Pourcentage de la monnaie fiduciaire dans le total
	PNB à prix constants	Prix*	Monnaie fiduciaire	Monnaie scripturale	Total	
1950	4,8	- 1,2	1,4	- 3,3	- 0,5	59
1951	5,8	9,0	7,4	10,2	8,5	59
1952	- 0,6	3,0	2,9	4,5	3,6	58
1953	4,2	- 2,0	3,8	2,6	3,3	59
1954	4,6	- 0,4	0,8	3,4	1,8	58
1955	3,1	3,4	3,8	6,4	4,9	58
1956	3,7	1,4	3,2	2,7	3,0	58
1957	2,5	3,5	1,0	- 1,8	- 0,2	58
1958	- 1,8	2,6	4,2	8,1	5,8	57
1949-1958**	2,9	2,1	3,2	3,5	3,3	58

Sources : Données de base : tableau A4 (annexe 1) et pourcentages : calculs propres. PNB et prix : ICN.
* Déflateur du PNB.
** Moyenne annuelle.

Ce tableau appelle deux commentaires importants :

– Le taux de croissance de la masse monétaire reste contenu tout au long de la période. La masse monétaire n'augmente que de 3,3 p.c. en moyenne annuelle sur la période considérée. À titre de comparaison, le taux de croissance annuel moyen de la masse monétaire est encore de plus de 10 p.c. en France, en Allemagne et en Italie sur la période 1950-1958, et d'un peu plus de 5 p.c. au Pays-Bas sur la même période. Seul le Royaume-Uni connaît un taux de croissance de la masse monétaire plus faible, de l'ordre d'à peine 1 p.c. Le produit national brut de la Belgique en volume et son déflateur connaissent également des taux de croissance relativement lents, de respectivement 2,9 et 2,1 p.c. en moyenne annuelle. La stabilité monétaire semble donc s'être maintenue, autant du point de vue strictement monétaire qu'au niveau de l'inflation, mais s'est accompagnée d'un faible développement de l'activité.
– La monnaie scripturale croît à peine plus vite que la monnaie fiduciaire. Deux éléments expliquent cette situation : les contraintes qui pèsent sur le développement du crédit au secteur privé et la faiblesse du multiplicateur monétaire, due à la persistance d'une préférence élevée du public pour les billets, contrairement à ce qu'on observe dans d'autres pays (cf. graphique 18 de l'annexe 2).

L'analyse de l'évolution du bilan de la Banque complète l'examen de la situation monétaire de la Belgique. Le tableau 4.5 a. montre les tendances suivantes :

– L'accumulation d'or au cours de la période est exceptionnelle en comparaison de la situation dans les autres pays européens. Cette tendance

résulte de deux phénomènes distincts : d ùne part, on l à vu, les accords de l UEP prévoient le paiement d ùne partie des créances en or ; d àutre part, la Banque exprime explicitement la volonté de maintenir une couverture élevée en or, anticipant ainsi la loi monétaire qui n èst votée qu èn 1957. Le graphique 9 (annexe 2) montre en effet que la couverture-or de la Banque se maintient au-dessus de 30 p.c. sur l ènsemble de la période sous revue, et dépasse même les 40 p.c. en 1956, alors que la couverture-or des principaux pays européens se maintient presque toujours au-dessous de 25 p.c.

– La créance consolidée sur l État, issue de la convention de 1948, est quasi constante. Cette créance représente les financements monétaires de l État par la Banque avant 1948 et n èst que très lentement remboursée, à concurrence de la part des profits de la Banque afférente à l État.
– Les avances au Trésor, conformes à la convention de 1948, ne varient pas fortement. La raison en est simple : la limite des 10 milliards est très vite atteinte, si bien que des mouvements importants ne sont plus possibles. Contrairement aux attentes de la Banque, ces avances ne sont pas non plus remboursées.

Enfin, le tableau 4.6 indique l évolution des crédits accordés au secteur privé. Il montre que les crédits logés à la Banque restent assez stables, à l èxception de la dernière année. En revanche, les crédits bancaires se développent : le montant des crédits utilisés double sur l ènsemble de la période. Cette croissance doit néanmoins être relativisée au regard du développement beaucoup plus rapide des crédits des organismes non monétaires[34]. Par ailleurs, son niveau absolu reste assez faible. Nous expliquons pourquoi dans les sections suivantes.

TABLEAU 4.5 A VARIATION ANNUELLE DES PRINCIPAUX POSTES DE L'ACTIF DU BILAN DE LA BANQUE NATIONALE
(milliards de francs)

		Avoirs en devises étrangères			Effets sur la Belgique			Avances au trésor			
	Total encaisse en or	Devises étrangères	Débiteur pour change et or à terme	Créances diverses sur l'étranger	Effets commerciaux	Avances sur fonds publics Nantissements à partir de 1956	Créance consolidée sur l'État	Effets émis par des organismes dont les engagements sont garantis par l'État	Certificats Effets publics à partir de 1956	Autres	Total actif
1950	- 1,2	- 0,5	0,2	- 2,3	6,3	..	- 0,1	1,8	- 1,2	- 1,0	2,0
1951	1,7	- 1,0	- 0,3	11,2	- 3,4	..	- 0,1	- 3,6	4,1	0,7	9,4
1952	4,2	1,2	- 0,1	- 3,3	..	- 0,1	- 0,1	..	- 1,5	3,5	4,0
1953	3,5	- 0,4	- 1,5	- 2,3	- 1,3	0,4	- 0,1	- 0,5	2,9	- 1,2	- 0,6
1954	0,1	2,5	1,4	- 4,8	1,3	- 0,5	..	0,9	- 1,0	- 1,8	- 1,8
1955	7,5	- 3,3	- 1,4	0,8	0,1	..	..	- 0,3	0,1	0,3	3,8
1956	..	1,3	0,6	0,2	0,1	0,4	..	1,4	- 1,1	2,9	5,7
1957	- 0,7	0,5	1,1	- 1,4	2,7	0,2	- 0,2	- 1,9	1,2	- 0,5	0,9
1958	17,8	- 0,4	- 1,5	0,4	- 7,2	- 0,6	- 0,2	..	- 0,6	- 1,2	6,6

Sources : Rapports annuels de la Banque (situations hebdomadaire) et calculs propres.
Remarque : Compte tenu de la différence de sources, il est possible que de légères différences apparaissent par rapport au tableau A1 (annexe 1).

TABLEAU 4.5 B VARIATION ANNUELLE DES PRINCIPAUX POSTES DU PASSIF DU BILAN DE LA BANQUE NATIONALE
(milliards de francs)

	Engagement à vue de la Banque			Or et devises à livrer	Provision spéciale pour avance UEP		Autres	Total passif
	Billets	Comptes courants et accords de paiement	Total des engagements à vue		Comptes spéciaux	Trésor public		
1950	0,1	1,5	1,6	0,1	-	-	0,3	2,0
1951	5,9	- 1,6	4,4	- 0,4	1,0	4,1	0,3	9,4
1952	4,0	0,5	4,6	0,5	2,8	- 4,1	0,3	4,0
1953	3,8	- 1,5	2,2	- 2,0	- 1,1	-	0,2	- 0,6
1954	- 0,2	- 0,4	- 0,5	1,4	- 2,8	-	0,1	- 1,8
1955	5,6	- 0,7	4,9	- 1,4	-	-	0,3	3,8
1956	3,5	- 0,4	3,1	2,0	-	-	0,6	5,7
1957	0,4	- 0,2	0,2	- 0,1	-	-	0,8	0,9
1958	6,1	1,8	7,9	- 1,5	-	-	0,2	6,6

Sources : Rapports annuels de la Banque (situations hebdomadaire) et calculs propres.
Remarque : Compte tenu de la différence de sources, il est possible que de légères différences apparaissent par rapport au tableau A1 (annexe 1).

TABLEAU 4.6 ENCOURS UTILISÉS DES CRÉDITS AUX PARTICULIER ET AUX ENTREPRISES
(milliards de francs)

	Financés par les organismes monétaires				Financés en dehors des organismes monétaires	Total
	Logées dans les banques de dépôts	Logés à la Banque	Logés dans les autres organismes	Total		
1950	20,5	10,6	2,1	33,2	3,4	36,6
1951	24,3	8,7	3,2	36,2	5,9	42,1
1952	25,3	8,7	2,5	36,5	6,8	43,3
1953	28,0	8,4	2,3	38,7	6,7	45,4
1954	30,5	9,2	2,0	41,7	8,1	49,8
1955	35,5	7,4	1,5	44,4	7,6	52,0
1956	36,3	10,7	2,0	49,0	9,4	58,4
1957	37,8	13,3	1,2	52,3	9,2	61,5
1958	39,5	2,9	1,4	43,8	12,5	56,3

Source : Statistiques économiques belges 1950-1960, tome 2, tableau 9 p. 278.

Politique monétaire, inconvertibilité partielle des monnaies et mouvements de capitaux

La stabilité monétaire n'est atteinte qu'au prix d'importants efforts, tant les contraintes externes et internes réduisent la capacité de la Banque à atteindre son objectif. Au niveau externe, ces difficultés se marquent essentiellement de deux façons.

Premièrement, les débuts de l'UEP sont perturbés par la guerre de Corée qui dope les échanges de marchandises, ce qui se traduit notamment par une augmentation des exportations belges, malgré la perte de compétitivité due à la faible dévaluation de 1949. L'augmentation rapide des crédits que la Belgique accorde à l'UEP en début de période contrecarre le strict contrôle de l'expansion monétaire mis en place depuis 1944. Or, dans un régime de changes fixes, la banque centrale n'a pas le pouvoir d'éviter les effets de ces crédits sur la masse monétaire, sauf en limitant quantitativement les exportations et donc le surplus commercial. La Banque prend par conséquent des mesures exceptionnelles en 1951 dans le but non pas de limiter les effets des crédits octroyés, mais de restreindre les exportations. L'architecture particulière du système monétaire international la contraint finalement à renoncer à la libéralisation des transactions, au nom de la stabilité monétaire. Les mesures prises sont de plusieurs ordres[35] :

- remise sous licence des opérations de transit et interdiction des opérations de ce type si elles aboutissent à une sortie de dollars et à une entrée de devises européennes ;
- facilités de crédit octroyées pour les exportations vers des pays non membres de l'OECE ;
- instauration d'un régime de blocage de 5 p.c. des sommes encaissées à la suite d'exportations vers les pays de l'UEP ;

– refus d'octroi du visa d'exportation dans certains cas. En posant son visa, la Banque permet à l'exportateur ou à l'importateur d'obtenir plus facilement les fonds représentés par une acceptation. En revanche, une acceptation non visée aura plus de mal à trouver preneur. C'est pourquoi la Banque s'abstient parfois de viser des acceptations liées à des importations en dollars ou à des exportations vers l'UEP[36].

Si la Banque applique ces mesures malgré leur caractère néfaste pour les industries exportatrices, c'est parce qu'elle considère que la stabilité monétaire constitue la seule contribution qu'elle puisse apporter à la croissance :

> « *À première vue, il est assez paradoxal de voir un pays prendre des mesures restrictives pour limiter l'excédent de sa balance commerciale, surtout quand ce pays vit en grande partie des ressources que lui procure son commerce extérieur. Dans le cas de l'UEBL, des mesures de ce genre se justifient, non seulement à cause des inconvénients économiques et financiers inhérents à un accroissement continu des crédits à l'étranger ; mais elle s'y trouve forcée également par son déficit en dollars. Pour un pays créancier structurel vis-à-vis de l'Europe et débiteur structurel vis-à-vis de l'hémisphère occidental, il faudrait normalement que ces deux déséquilibres se compensent, c'est-à-dire que le boni de ses paiements avec les pays européens puisse être utilisé au financement du mali de ses paiements avec la zone dollar. Or, ceci ne peut être réalisé par le système de l'UEP que si les pays créanciers sont assurés de recevoir des règlements suffisants en or ou en dollar, par l'intermédiaire de cet organisme. C'est ainsi que les réserves en or ou en devises convertibles de la Banque nationale ont sensiblement diminué depuis l'entrée en vigueur de l'UEP, alors que ses avoirs nets en devises non convertibles enregistrent une forte augmentation* [...] *Les mesures appliquées à l'UEBL au cours du second semestre 1951 ont certes arrêté l'afflux de capitaux étrangers cherchant à se réfugier en Belgique et empêché le développement d'opérations spéculatives. Elles ne semblent cependant pas encore avoir ralenti ou arrêté l'accumulation de bonis dans l'UEP. Aussi l'UEBL a-t-elle dû se résoudre, afin de ne pas compromettre sa stabilité monétaire, à renforcer ces mesures et à limiter directement les exportations vers les pays de l'UEP*[37]. »

Comme l'a montré le tableau 4.4, ces mesures portent leurs fruits rapidement, si bien que dès 1952, les tensions apparues sur la masse monétaire tendent à s'estomper, au fur et à mesure que la situation internationale se détend également. Tout au long de la période néanmoins, les échanges dans le cadre de l'UEP nécessitent la plus grande vigilance des autorités monétaires. De nouvelles tensions réapparaissent notamment en 1955 et au début de l'année 1958.

Deuxièmement, au fur et à mesure que les mouvements de capitaux se développent au cours des années cinquante, l'instrument du taux d'intérêt est davantage mis à contribution pour éviter de trop importantes sorties de capitaux. C'est particulièrement le cas au cours de la période 1955-1957. Pas moins de quatre relèvements successifs des taux directeurs de la Banque sont enregistrés, dont la justification est liée partiellement ou entièrement aux

mouvements de capitaux. Renoncer au contrôle des capitaux présente donc un inconvénient : ce choix rend l'instrument de taux d'intérêt peu disponible pour le contrôle de l équilibre interne, car cet instrument est épisodiquement requis pour gérer les flux de capitaux et la stabilité du franc[38].

Le double marché des changes montre là ses limites : des relèvements marqués du taux d'escompte interviennent lorsque les cours libres décrochent du cours officiel (en 1957, cf. annexe 2, graphiques 10 à 15). La hausse des taux encourage alors les entrées de capitaux, améliore la balance des capitaux privés (cf. graphique 26), et dès lors accroît la demande de francs belges, ce qui freine la dépréciation de son cours sur le marché libre. La Banque peut par ailleurs contrecarrer temporairement les effets des sorties de capitaux sur le taux de change du marché libre par des interventions directes sur celui-ci, ce qu èlle ne fera que ponctuellement[39]. En effet, la Banque n èst pas censée intervenir sur le marché libre et ne pourrait le faire que de manière déguisée. Par ailleurs, de telles interventions auraient engendré des pertes temporaires de devises, voire d òr, ce qui va à l èncontre de l òbjectif de la Banque.

Le nouvel objectif assigné à la politique des taux d ìntérêt change radicalement l èxercice de la politique monétaire de la Banque. Après la guerre, elle était l ùne des premières autorités monétaires à utiliser le taux d èscompte comme instrument de politique monétaire. Elle le faisait dans le but de diriger le crédit intérieur. Au fil du temps cependant, et principalement durant les années cinquante, de l àveu même de la Banque, l ìnstrument de taux d ìntérêt est aussi utilisé pour piloter les entrées et les sorties de capitaux. La hausse de 0,5 p.c. du 6 décembre 1956 est notamment justifiée de la sorte :

> « *Afin d éviter une détérioration de la balance des paiements, il fallait veiller, d àutre part, à ce que les sorties de capitaux ne se trouvent pas stimulées par un écart excessif entre les taux d ìntérêt pratiqués en Belgique et ceux prévalant à l étranger*[40]. »

Il en va de même moins d ùn an plus tard :

> « *La Banque a été amenée à majorer son taux d èscompte d ùn pour cent le 25 juillet 1957. Cette hausse visait principalement à éviter que des écarts trop grands n àpparaissent entre les taux belges et étrangers et que les mouvements de capitaux ne s èn trouvent stimulés* [...][41]. »

En définitive, le bilan de la politique monétaire dans le contexte de l UEP s àvère mitigé. La monnaie reste stable mais au prix d ùne réduction forcée des exportations et de la mobilisation de l ìnstrument de taux d ìntérêt, ce qui réduit fortement l èfficacité de la politique monétaire. Les difficultés liées aux finances publiques ternissent encore ce bilan.

Politique monétaire et financement de l État

L architecture de la sphère monétaire et financière a été évoquée dans la section 4.1. Elle est cloisonnée, multicéphale et surtout centrée sur le financement de l État. Chacune de ces caractéristiques affecte l efficacité de la politique monétaire au cours des années cinquante.

D une part, les impulsions de la Banque sur les principaux taux d escompte et d avances ne se répercutent pas suffisamment sur l ensemble des taux d intérêt, en raison de l organisation cloisonnée des marchés. Or on sait aujourd hui toute l importance qui est accordée aux canaux de transmission de la politique monétaire. Le cloisonnement peut conduire la Banque à devoir donner des impulsions importantes de taux pour un effet final limité. L efficacité de la politique monétaire en est réduite, car les moyens déployés sont disproportionnés par rapport aux objectifs désirés.

D autre part, la cohérence de la politique monétaire est affaiblie par la complexité des institutions exerçant des compétences sur le marché monétaire et sur le marché des changes. Un observateur dénonçait à l'époque « *l'organisation bicéphale existante* », sur la base d'un examen des rôles respectifs de la Banque et de la Commission bancaire : « *Un esprit logique peut se demander s'il est vraiment nécessaire* [...] *de faire intervenir deux institutions dont les compétences respectives doivent inévitablement se chevaucher*[42]. » Cette remarque pourrait certainement être étendue aux autres institutions : certains observateurs du marché monétaire belge considèrent par exemple que la stabilisation des cours des fonds publics effectuée par le Fonds des rentes réduit l'efficacité de la politique monétaire. Le fait que les détenteurs de créances sur l'État puissent reconstituer rapidement leurs liquidités sans subir une perte en capital en cédant leurs avoirs au Fonds des rentes leur permet d annuler les effets d une intervention de la banque centrale réduisant le stock monétaire[43]. Le nombre important d autorités traduit donc plutôt une organisation multicéphale. En d autres termes, la Banque, ne disposant pas de l ensemble des leviers de pouvoir, doit agir avec plus de vigueur sur la part de la sphère monétaire et financière qu elle contrôle.

Enfin, l organisation des marchés financiers associe les banques et l'État dans un partenariat de longue période. La plupart des nouvelles réglementations et des nouvelles institutions du marché monétaire – notamment celles qui sont issues de la réforme de 1957 – ont d ailleurs un lien direct ou indirect avec le financement de la dette publique. Ce partenariat (volontaire ou forcé) limite l efficacité de la politique monétaire :

– Une fraction importante des crédits bancaires s'oriente vers l'État, dont la demande est beaucoup moins sensible au taux d'intérêt que celle qui émane des entreprises et des particuliers. Les variations du taux d'escompte n'exercent par conséquent qu'un effet limité sur la masse du crédit bancaire. Par ailleurs, les banques belges destinent seulement une faible proportion de leurs ressources au financement du secteur privé : à la fin des années cinquante, les crédits bancaires aux entreprises et particuliers ne

représentaient en Belgique que 36 p.c. des dépôts, contre 43 au Royaume-Uni, 72 en Allemagne et 81 en France[44].

– L'effet multiplicateur de l'émission de monnaie de base par la banque centrale est limité. On sait que l'effet multiplicateur est d'autant plus grand que le coefficient de réserve des banques est faible et que la préférence du public pour les billets est réduite. Or l'obligation ou l'encouragement d'une forte détention de papier d'État par les banques agit comme le maintien à un niveau très élevé d'un coefficient de réserve bancaire. Ce phénomène se cumule avec une préférence du public pour les billets particulièrement forte[45]. Ces deux caractéristiques qui concourent à une réduction de l'efficacité de la politique monétaire ne sont pas totalement étrangères l'une à l'autre. Comme nous l'avons précisé précédemment, le public est peu incité à déposer ses billets en banque car les taux d'intérêt offerts sont dérisoires. Les banques justifient une telle situation par le fait qu'elles obtiennent elles-mêmes une rémunération faible sur les certificats de trésorerie qui constituent une large partie de leur actif[46].

Ce cercle vicieux en induit un autre. Le public a de plus en plus recours aux services des institutions publiques de crédit qui offrent une meilleure rémunération sur les dépôts d'épargne. Elles peuvent le faire car, n'étant pas assimilées aux banques, elles échappent aux contraintes imposées à celles-ci en matière de crédit. L'essor remarquable de ces organismes non contrôlés, qui recueillent en 1960 près de 65 p.c. des dépôts du public, limite davantage l'emprise des autorités monétaires sur le développement de la quasi-monnaie[47].

Par conséquent, l'exercice de la politique monétaire est rendu très difficile par un manque d'instrument performant et par l'inefficacité des structures dans lesquelles elle doit s'appliquer. Même les politiques actives de type *open market*, qui permettraient de gérer l'endettement public tout en mettant en œuvre la politique monétaire de la Banque, ne sont pratiquées ni par la Banque ni même par le Fonds des rentes, bien que ce type de politique soit fort utilisé, et avec un certain succès, dans les pays anglo-saxons. La Banque craint en effet que de telles politiques ne s'apparentent à des financements directs de l'État. Or elle s'est astreinte à limiter la détention de titres en provenance du Trésor, en ce compris les moyens octroyés au Fonds des rentes. Comme le portefeuille de titres se maintient à un niveau très proche de la limite, la Banque ne peut libérer des moyens ou en octroyer au Fonds des rentes :

> « *La Banque n'a jamais été en mesure de céder au marché une partie de son portefeuille en fonds publics, parce que l'État et les pouvoirs publics en auraient eux-mêmes épuisé préalablement les possibilités. Elle a ainsi été privée d'un moyen d'action important*[48]. »

4.4 Synthèse : la croissance lente des années cinquante

Le miracle belge des années quarante laissait espérer une croissance plus ferme que celle qui s'est effectivement réalisée durant les années cinquante. Les performances macroéconomiques de la Belgique paraissent par ailleurs plus faibles que celles des autres économies européennes. Les problèmes monétaires rencontrés peuvent expliquer en partie cette situation. L'argumentation présentée dans la section précédente est résumée dans le schéma 4 ci-dessous. Il présente les différents enchaînements négatifs qui ont pu contribuer à la croissance relativement lente de la période.

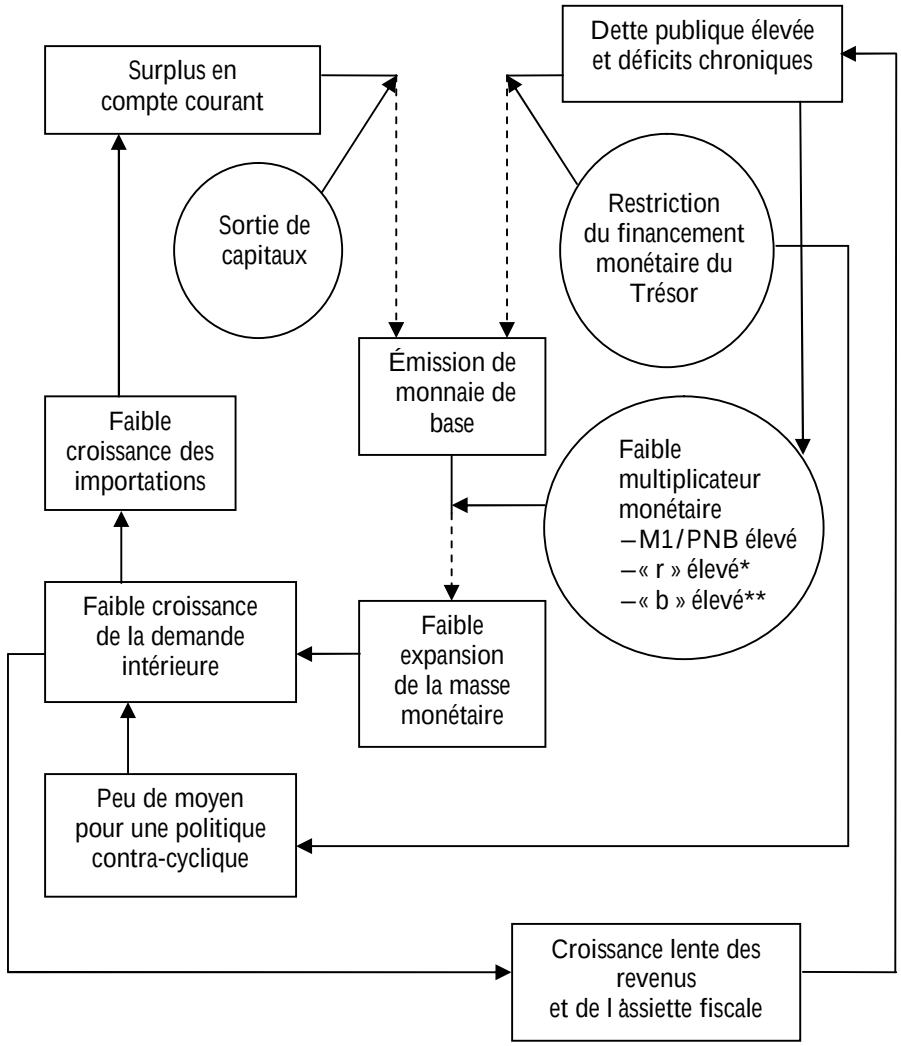
De nombreuses études ont montré la faiblesse de la demande intérieure et en particulier le manque d'investissement de l'industrie belge. De fait, le financement du secteur privé apparaît comme le parent pauvre de la politique monétaire au cours de cette période. Une analyse complète de celui-ci dépasserait le cadre de cette étude. Quelques éléments ressortent cependant de ce qui précède :

- Le taux d'escompte, principal instrument de politique monétaire de la Banque, ne peut qu'épisodiquement être utilisé à des fins de relance de l'investissement.
- Les impulsions de la Banque n'ont que peu d'efficacité en raison des problèmes rencontrés par les marchés financiers.
- En raison de son objectif de stabilité monétaire, la Banque doit restreindre les exportations pour limiter les crédits accordés aux pays étrangers, ce qui réduit les moyens des entreprises exportatrices.
- Le financement de l'État entre en compétition avec le financement du secteur privé. En raison du coefficient de couverture obligatoire, les moyens alloués au secteur privé par les banques sont restreints. Par ailleurs, les taux sur les marchés des capitaux se maintiennent à des niveaux élevés ce qui diminue le recours au crédit et *in fine* l'investissement (effet d'éviction). La Banque s'inquiète d'ailleurs de cette situation :

> « *Mais même si l'accroissement de la dette publique correspond à des investissements productifs, il importe que le recours à l'emprunt par les pouvoirs publics n'épuise pas la capacité d'épargne du pays et laisse une partie raisonnable de celle-ci disponible pour les investissements du secteur privé dans le cadre d'un programme d'expansion et d'équipement industriel*[49]. »

En plus du peu d'efficacité de la politique monétaire, le manque de coordination entre les autorités monétaires et politiques semble constituer un frein à la croissance. La politique monétaire s'est clairement attachée, au cours de la période sous revue, à poursuivre sa ligne de conduite ferme et à renforcer les principes de base de l'étalon-or. Plus de tolérance vis-à-vis de l'expansion monétaire aurait peut-être contribué à stimuler l'investissement.

SCHÉMA 4 ENCHAÎNEMENTS À L'ORIGINE DE LA CROISSANCE LENTE DES ANNÉES 1950



*r : coefficient de réserve
**b : préférence du public pour les billets
NB : Les flèches venant des cercles séparent les flèches principales en 2 zones (traits pleins et traits pointillés) pour marquer l'affaiblissement de l'impact.

Assurément, d'autres raisons expliquent le manque de renouvellement de l'appareil productif au cours des années cinquante[50]. Les statistiques ont montré notamment que les banques tendaient à dépasser le coefficient de couverture obligatoire, et donc que la demande de crédit émanant du secteur privé n'était pas importante, malgré la disponibilité de fonds, ce qui relativise les conséquences des conditions de financement.

Une série de réflexions sont entamées en 1959 par la « Commission de Voghel » pour éclairer ces questions. Elles visent aussi à relancer l'activité en proposant les réformes institutionnelles nécessaires à une croissance plus soutenue. Celles-ci se concrétiseront au cours des années soixante.

Notes du chapitre 4

1 Voir Chapitre 2.
2 « *Cette "marge de crédit de 10 milliards" est en réalité la limite des interventions possibles de la Banque nationale dans le marché des fonds publics. Elle résulte de la convention du 14 septembre 1948 entre l'État et la Banque.* », BNB, rapport annuel 1954, p. 11.
3 BNB, rapport annuel 1954, p. 12.
4 Voir graphique 25.
5 Voir à ce sujet la section 4.2.
6 Grosfils (1961).
7 Voir aussi Brion et Moreau (2005), p. 479.
8 Lamfalussy (1959), p. 59 et 60.
9 Voir à ce sujet le tableau 4.3 et les commentaires de la section 4.3.
10 Grosfils (1961) p. 422.
11 Grosfils (1961). Pour un aperçu des différentes autorités de politique monétaire, se référer au chapitre 2.
12 Nous ne nous attardons pas ici sur l'analyse complète du cloisonnement du marché monétaire. Le lecteur intéressé peut notamment se référer à Gormezano (1960) et trouvera des détails sur l'organisation de certains segments des marchés notamment dans Brion et Moreau (2005), pp. 373 et suivantes.
13 Le lecteur intéressé par les détails de la réforme peut se reporter à Brion et Moreau (2005), pp. 482 et suivantes, ou à Aszkenazy (1958) ou encore à Banque nationale de Belgique (1957).
14 Gormezano (1960), p. 55.
15 Voir chapitre 5.
16 Taux appliqué aux traites acceptées domiciliées en banque.
17 BNB, rapport annuel 1957, p. 13.
18 Voir chapitre 1, section 1.2.
19 Voir à ce sujet le chapitre 1, section 1.2.
20 Ce graphique peut être mis en relation avec le graphique 6 de l'annexe 2. Le coût salarial relatif par unité produite en monnaie commune correspond en effet au rapport entre le coût salarial par unité produite en monnaie commune en Belgique et dans les cinq pays partenaires européens. Les valeurs peuvent cependant différer compte tenu de la pondération entre les pays partenaires. Le graphique 4.1 présente l'avantage d'illustrer les effets des dévaluations de 1949, ce que ne montre pas le graphique 6.
21 Cassiers (1995), p. 17.
22 Bulletin d'information et de documentation de la BNB, 1952, p. 85.
23 Triffin (1957). Voir aussi Eichengreen (1993) et Janssens (1976) pour les dispositions concrètes concernant la Belgique.
24 Banque nationale de Belgique (1952), p. 85.
25 Bien expliqué aux pages 90-91 de Banque nationale de Belgique (1952).
26 Banque nationale de Belgique (1957)-2 p. 96.
27 Idem.
28 Banque nationale de Belgique (1957)-2 p. 92. Voir notamment le tableau VII reprenant le commerce extérieur de l'UEBL avec les pays de l'UEP de 1948 à décembre 1951.
29 Pour rappel, le triangle d'incompatibilité a été défini au chapitre 2.
30 Voir chapitre 3, section 3.4.
31 BNB, rapport annuel 1953, p. 9. D'autres citations réaffirment l'objectif de stabilité monétaire : voir notamment rapports 1953, 1954, p. 8 et 1958 pp. 12-13.
32 BNB, rapport annuel 1954, p. 9.
33 Voir aussi le tableau A4 reprenant les origines de la variation du stock monétaire.

[34] Les chiffres récapitulatifs concernant les crédits accordés par les organismes non monétaires et présentés dans le tableau 4.6 sont fortement sous-évalués par rapport à la situation réelle, comme en témoignent les bilans des organismes non-monétaires et les statistiques ultérieures (chapitre 5). Ces statistiques complémentaires laissent présager une croissance beaucoup plus forte de ce type de crédits. Elles ne sont cependant pas étudiées ici.

[35] BNB, rapport annuel 1951. Voir aussi Janssens (1976) pp. 354-356.

[36] Cfr. Chapitre 3, p. 33, note 37. Le commentaire suivant de la Banque à ce sujet est significatif : « *Dans le domaine de la politique monétaire, la réorientation désirable du commerce extérieur fut favorisée par divers changements apportés aux conditions de visa des acceptations représentatives de transactions commerciales avec l'étranger* ».

[37] BNB, bulletin d'information et de documentation (1952) pp. 98-99.

[38] Grosfils (1961).

[39] Voir à ce sujet Brion et Moreau (2005), pp. 314 et suivantes.

[40] BNB, rapport annuel 1956, p. 9.

[41] BNB, rapport annuel 1957, p. 9.

[42] Grofils (1961) p. 827.

[43] Grosfils (1961) p. 826.

[44] Grosfils (1961) p. 823.

[45] BNB (1960) p. 164.

[46] Pour plus de détails sur ce point, voir Cassiers & al. (1998).

[47] Association belge des Banques.

[48] BNB, rapport annuel 1955, repris dans Gormezano (1960).

[49] BNB, rapport annuel 1954, p. 12.

[50] Elles ont cependant été évoquées dans le chapitre 2.

Chapitre 5

LA POLITIQUE MONÉTAIRE BELGE DE 1959 À 1971

La période couverte par ce chapitre est communément considérée comme l'apogée du système de Bretton Woods. La convertibilité des monnaies européennes réalisée à partir de 1959 constitue en effet un des objectifs des accords signés en 1944. Nous avons pourtant vu, au chapitre 1, que le fonctionnement du système monétaire international se heurte progressivement aux conséquences de son architecture asymétrique. C'est donc dans un contexte international plus agité que s'inscrit la politique monétaire belge.

Les années soixante marquent également une avancée sensible dans deux domaines particuliers :

- Un changement de doctrine apparaît en Belgique : la croissance devient prépondérante aux yeux des autorités monétaires. De même, les autorités politiques s'engagent à assainir les finances publiques et à mener une politique économique contracyclique. En conséquence, la coordination entre les politiques budgétaire et monétaire s'améliore lentement, malgré les multiples contraintes.
- Alors que les institutions monétaires internationales s'effritent en raison de la spéculation sur le dollar et l'or, la cohésion européenne se renforce, ce qui stimule le commerce intra-européen et encourage la coopération économique et la coordination des politiques monétaires.

Les sections suivantes examinent plus en détail les nouvelles contraintes, les réformes institutionnelles et les décisions de politique monétaire dans ce contexte économique en pleine mutation.

5.1 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte macroéconomique belge

Prise de conscience des problèmes macroéconomiques

Après la récession généralisée de 1957, le redressement économique entamé en 1958 et 1959 semble, de l'aveu même de la Banque, plus lent en Belgique. Par ailleurs, la croissance des années cinquante est considérée par certains comme insuffisante. Cette appréciation n'est pas encore entièrement partagée par l'Institut d'émission[1]. Quoi qu'il en soit, ces deux éléments ont une incidence sur les autorités politiques et monétaires. Le gouvernement prend en

effet conscience que le financement des déficits publics a pu jouer un rôle négatif sur la politique monétaire durant la décennie précédente, mais réalise également qu'il doit jouer un rôle plus actif dans la stimulation de la croissance. La Banque pour sa part se rend compte qu'elle ne peut se contenter d'assurer la stabilité monétaire en contrôlant strictement les liquidités. Son rôle conjoncturel de stimulation ou de frein de la croissance est tout aussi important. À cet effet, elle doit disposer d'instruments performants et de marchés financiers efficaces. Or, la réforme monétaire de 1957 a précisément donné une impulsion décisive en la matière, qui se poursuit par d'autres réformes importantes.

Contrôle des déficits publics et stimulation de la croissance

Nous avons montré que les déficits publics ne sont plus financés directement par la Banque. En revanche, leur financement via les marchés (monétaire et de capitaux) impose d'organiser ceux-ci d'une façon qui les rende inefficaces. Ce mode opératoire a pu peser sur les investissements privés durant certaines périodes.

Dès 1959, le gouvernement s'engage à réduire le déficit budgétaire en prenant une série de mesures portant à la fois sur les recettes et sur les dépenses de l'État. Les trois années suivantes, bien que les budgets successifs ne soient jamais équilibrés, les déficits tendent à se réduire, surtout durant l'année 1962 (cf. tableau 5.1 et graphiques 19 et 20 de l'annexe 2). Le budget ordinaire de cette année-là se conclut même par un surplus. La plus grande rigueur budgétaire limite la capacité de la politique de l'État à relancer l'économie, mais le relâchement de la contrainte du financement des pouvoirs publics par les marchés des capitaux intérieurs diminue simultanément l'effet d'éviction.

Par la suite, l'État connaît de nouvelles difficultés en raison d'importantes dépenses d'investissement. Cependant, dans le même temps, la croissance belge bénéficie d'une série d'éléments favorables[2]. En conséquence, exprimé en pourcentage du PNB, le besoin de financement net des pouvoirs publics diminue sensiblement, passant de quelque 3,7 p.c. en moyenne entre 1959 et 1961 à 2,2 p.c. entre 1969 et 1971[3].

La couverture des déficits est assurée de différentes manières (cf. tableau 5.1). Le recours au marché monétaire reste important, même s'il est plus ponctuel que durant la période précédente et moins important relativement aux capitaux traités. L'augmentation de la dette publique se poursuit également, mais plus lentement que l'augmentation de l'activité, si bien que le ratio de la dette rapportée au PNB diminue aussi (passant de 70 p.c. en moyenne entre 1959 et 1961 à 50 p.c. entre 1969 et 1971)[4].

TABLEAU 5.1 POSITION DE TRÉSORERIE DE L'ÉTAT ET MODES DE FINANCEMENT
(milliards de francs)

	Besoins nets de financement du Trésor		Financement en francs belges			Financement en monnaies étrangères		Autres
		dont solde budgétaire total	Émission d'emprunts consolidés	Variation de la dette flottante	Prélèvements sur la marge auprès de la Banque	Émission d'emprunts consolidés	Variation de la dette flottante	
1959		- 26,1	20,3	0,2		5,2		- 0,4
1960	- 28,1	- 26,5	27,2	- 7,3	- 2,2	0,1	10,5	0,2
1961	- 21,8	- 19,8	13,7	5,1	0,5	2,2	1,2	0,9
1962	- 16,8	- 16,2	20,5	7,4	- 1,4	1,4	- 10,7	0,4
1963	- 32,1	- 25,1	19,5	- 1,8	4,1	-	10,5	0,2
1964	- 27,1	- 21,3	26,6	- 5,3	0,6	-	2,9	- 2,3
1965	- 35,5	- 28,8	27,1	10,5	- 0,8	-	- 1,2	0,1
1966	- 32,4	- 27,3	21,0	3,6	0,6	-	5,6	- 1,6
1967	- 35,6	- 30,4	33,3	2,7	- 6,9	-	7,1	0,6
1968	- 46,8	- 37,5	37,0	- 2,8	12,0	-	0,9	0,3
1969	- 49,9	- 37,8	36,0	5,9	0,9	1,0	6,5	0,4
1970	- 41,0	- 31,5	37,3	16,7	- 2,3	-	- 9,5	1,2
1971*	- 33,6	- 35,1	62,1	8,0	- 8,3	- 28,2		..

Source : BNB, Statistiques économiques belges, 1950-1960, tome 2, tableau 2, p. 240 ; 1960-1970, tome 2, tableaux XI-3 et XI-4, pp. 335-336 et 1970-1980, tome 2, tableau XI-1 p. 339.
* En raison de changements statistiques, les chiffres de 1971 ne sont pas parfaitement comparables à ceux des années précédentes.

En revanche, contrairement à la période précédente, l'État n'hésite plus à recourir aux marchés étrangers des capitaux lorsque les marchés intérieurs ne contribuent pas suffisamment à son financement. Le graphique 21 ainsi que le tableau 5.1 indiquent en effet qu'à plusieurs reprises les marchés extérieurs sont sollicités, principalement pour obtenir des capitaux à court terme. Ce financement crée une nouvelle contrainte pour la Banque. En effet, les devises empruntées par l'État sont directement échangées à la Banque, dont les avoirs extérieurs augmentent rapidement. Elle ne peut cependant utiliser ceux-ci, car les devises doivent être conservées pour le remboursement ultérieur de la dette extérieure ainsi contractée[5]. Une situation assez délicate pour la Banque pourrait par ailleurs se présenter si des sorties de capitaux d'une autre origine s'ajoutaient à ces remboursements.

Au-delà de la meilleure gestion des finances publiques, la prise de conscience des autorités politiques porte sur le rôle positif que peut avoir la politique budgétaire sur la croissance économique. Le chapitre 2 a déjà fait état de mesures institutionnelles prises en vue de générer plus d'activité tout en conservant des finances publiques saines. Parmi celles-ci, rappelons trois domaines importants :

– Le financement de l'investissement fait l'objet d'une attention particulière. Sous la présidence de F. de Voghel, plusieurs commissions se succèdent à la

fin des années cinquante et au cours des années soixante pour améliorer les conditions de financement de l économie[6].

– Plusieurs réformes institutionnelles contribuent à assainir les finances publiques, notamment la réforme fiscale de 1962.
– En vue de réaliser une véritable politique budgétaire contracyclique, les moyens accordés par la Banque à l État sont augmentés le 30 mars 1968. D une part, la limite de financement monétaire, bloquée à 10 milliards de francs depuis 1948, est portée à 16,3 milliards de francs pour tenir compte du développement de l économie. Elle sera révisée tous les trois ans et il est prévu que son utilisation ne dépassera pas en moyenne les deux tiers de son montant sur chaque période. Par ailleurs, des moyens supplémentaires peuvent être ponctuellement accordés par la Banque[7].
– Un ensemble de mesures vise à promouvoir l utilisation de la monnaie scripturale, ce qui « *faciliterait sans aucun doute le financement de l expansion économique* »[8]. La Banque est très favorable à ces mesures, mais n ignore pas qu elles auront des conséquences monétaires. Les réformes institutionnelles menées au niveau politique doivent par conséquent être accompagnées d une amélioration de l efficacité de la politique monétaire :

> « *Il faut toutefois souligner qu une telle évolution modifierait aussi les conditions de la conduite de la politique monétaire. Actuellement, en effet, la transformation en billets d une fraction importante des dépôts créés par les crédits des banques oblige celles-ci à mobiliser des actifs à la Banque ; cette dernière dispose ainsi de pouvoirs de fait lui permettant de contrôler l ampleur de l expansion des crédits. Si les habitudes de paiement venaient à se modifier sensiblement, ces pouvoirs de fait seraient anémiés et le problème se poserait de doter la Banque d autres instruments d action*[9]. »

Réforme continue du cadre de la politique monétaire

La réforme de novembre 1957 a fortement amélioré les conditions de fonctionnement des marchés financiers en assurant une cohérence entre les différents taux d intérêt. Cependant, l évolution du contexte économique national et international[10] renforce la volonté de mener de nouvelles réformes institutionnelles. Celles-ci se concrétisent en trois étapes essentielles[11] :

Premièrement, nous avons déjà indiqué dans le chapitre 4 qu une modification des statuts du Fonds des rentes vient avantageusement compléter, en juin 1959, la réforme monétaire de novembre 1957. En effet, les moyens alloués à ce Fonds sont augmentés et il lui est désormais permis de régulariser, non seulement le marché des rentes, mais aussi le marché des certificats de court terme[12]. Le Fonds des rentes peut donc agir sur un ensemble plus large d actifs financiers et une politique d *open market* pourrait théoriquement être mise en œuvre. Cette modification est accompagnée d une réforme monétaire, le 17 novembre 1959, qui améliore le marché de l argent au jour le jour et à très court terme. En effet, « *le marché a été unifié et plus de souplesse a été introduite dans les*

négociations entre prêteurs et emprunteurs et dans la formation des taux. Cet aménagement a facilité les interventions du Fonds des rentes sur ce marché »[13].

Deuxièmement, la réforme monétaire qui entre en vigueur le 1er janvier 1962 constitue une étape cruciale. En s'attaquant au dernier problème hérité de la situation exceptionnelle de l'après-guerre, à savoir la législation des coefficients bancaires datant de 1946, les autorités monétaires modernisent de manière décisive le fonctionnement de la sphère financière en Belgique. Certes, comme nous l'avons signalé, cette réglementation a été partiellement assouplie en 1949, mais « *les règlements pris à ce moment par la Commission bancaire ne furent* [...] *jamais appliqués sur un point essentiel, à savoir l'abaissement du coefficient sur les dépôts des principales banques, et cela en raison de l'impossibilité pour le Trésor d'admettre la disparition ou même la diminution de l'automatisme créé à son profit par le coefficient de couverture* »[14]. La réforme du 1er janvier 1962 entraîne l'abrogation définitive des coefficients de trésorerie et surtout de couverture bancaire. Le financement automatique du Trésor à mesure de l'augmentation des dépôts bancaires prend donc réellement fin à ce moment.

En raison du maintien de la législation de 1946, les autorités monétaires ne disposent pas de l'instrument de coefficient de réserve variable qui permet pourtant des réactions rapides pour stimuler ou freiner le crédit bancaire. Or une extension des instruments de politique monétaire s'avère indispensable. Les instruments qui sont à la disposition des autorités monétaires perdent en effet de leur efficacité : le taux d'escompte ne peut être modifié sans prendre en compte ses conséquences sur les marchés des changes[15]. De même, un changement des conditions d'octroi du visa de la Banque présente certaines limites. En revanche, l'instauration d'un coefficient de réserve monétaire, modifiable par la Commission bancaire sur proposition de la Banque, constitue un outil conjoncturel ayant fait ses preuves dans d'autres pays.

La réforme du 1er janvier 1962, complétée la même année par diverses mesures, améliore aussi le mode de détermination des taux d'intérêt : le taux des certificats du Fonds des rentes créés lors de la réforme de novembre 1957 était jusqu'alors lié au taux d'escompte de la Banque, ce qui donnait à cette dernière plus de pouvoir mais empêchait la saine détermination du taux des certificats par les forces de marché[16]. L'émission des certificats du Fonds des rentes se fait dorénavant par voie d'adjudications pour que de vraies conditions de marché soient susceptibles de s'appliquer au financement de l'État. Dans le même temps, de nouvelles règles sont introduites dans le mode de fixation des taux d'intérêt créditeurs des banques (cf. encadré ci-joint)[17].

Cette réforme est importante. Elle dote la politique monétaire d'un nouvel instrument, tout en améliorant la capacité de la sphère financière à remplir son rôle dans des conditions de marché efficaces. Le commentaire de la Banque de la Société générale est éclairant à ce sujet :

> « *Que faut-il penser de l'ensemble de ces réformes du 1er janvier 1962 ? Personne ne déplorera sans doute la disparition du coefficient de couverture, qui était devenu un*

> *véritable anachronisme dans notre organisation financière. Si un regret peut être exprimé, c'est qu'il a fallu seize ans pour voir rapporter une décision déclarée explicitement "temporaire" au moment de son instauration en 1946. Notre système bancaire va donc se trouver progressivement rendu, dans une plus large mesure, à sa véritable mission qui consiste à alimenter en crédits l'industrie et le commerce*[18]. »

La Banque se réjouit également de cette réforme. Cependant, avant même sa mise en application, elle demande que la nouvelle législation du coefficient de réserve soit élargie à l'ensemble des institutions monétaires, en ce compris les institutions quasi monétaires. Celles-ci drainent en effet une part importante de l'épargne du public. De même, elles concèdent une masse importante de crédits[19].

Troisièmement, à défaut d'être simplifiée, l'organisation des autorités monétaires est clarifiée en fin de période. En 1967, l'aménagement de la loi organique de la Banque élargit ses possibilités d'action. La même année, est consacré légalement « *le droit d'initiative reconnu à la Banque par le règlement de la Commission du 21 décembre 1961 : aux termes de celui-ci, les obligations imposées aux banques en matière de réserve monétaire sont arrêtées sur proposition de la Banque, motivée par les exigences de la politique monétaire et du contrôle du crédit* »[20].

De nombreux efforts sont encore nécessaires: quatre ans plus tard, la Banque dénonce l'ambiguïté liée à l'organisation de la politique monétaire, et demande une mise à jour des textes codifiant les compétences de chaque autorité, notamment la Banque et la Commission bancaire :

> « *Cette mise à jour des bases de la politique monétaire fournirait l'occasion de départager de façon claire l'attribution des compétences à la Banque et à la Commission bancaire. Le texte, déjà ancien, de l'arrêté royal n°185 du 9 juillet 1935 n'énonce pas avec toute la netteté souhaitée la distinction qu'il importe de faire entre les mesures prises à l'initiative de la Banque, qui, sous l'autorité du gouvernement, doit veiller aux équilibres globaux, et les mesures prises à l'initiative de l'organe responsable du contrôle de la bonne gestion des banques pour sauvegarder les intérêts des déposants et des porteurs d'obligations*[21]. »

La réflexion sur la distinction des compétences se poursuit durant toute la période, tant et si bien qu'en 1971, la Banque se déclare en faveur d'une révision de la loi monétaire de 1957, pour redonner au gouvernement l'initiative d'un changement de parité :

> « *La Belgique ne peut pas prétendre plus longtemps, à peu près seule, à exiger que les modifications de parité s'effectuent en suivant la procédure parlementaire, comme c'est le cas actuellement en vertu de la loi du 12 avril 1957 relative au statut monétaire*[22]. »

ENCADRÉ 4 LA RÉFORME MONÉTAIRE DU 1ER JANVIER 1962 : DÉTAILS D UNE ÉTAPE CAPITALE[23]

La réforme qui entre en vigueur en 1962 entraîne des modifications importantes dans la gestion des banques commerciales et le fonctionnement du marché monétaire belge. Elle comporte quatre volets :

a. Les coefficients de trésorerie et de couverture instaurés en 1946 par la Commission bancaire sont abrogés[24]. Parallèlement, un plancher d èffets publics est instauré :
   - Le coefficient de trésorerie a été instauré pour assurer la liquidité des banques. Celles-ci ont cependant toujours veillé de manière autonome à maintenir des liquidités suffisantes, si bien que ce coefficient est devenu inutile.
   - L àbrogation du coefficient de couverture revêt une plus grande importance. Les inconvénients de ce système qui créait de fait un financement automatique du Trésor par les banques ont été présentés au chapitre 3. En introduisant les certificats du Fonds des rentes, la réforme de 1957 a coupé le lien direct entre les banques et le Trésor. Cependant, une grande partie des moyens financiers des banques continuaient à être immobilisés par l'existence du coefficient de couverture obligatoire. Ils n étaient donc pas alloués au financement du secteur privé. La réforme de 1962 met fin à ce mécanisme.
   - Enfin, pour que l àbrogation du coefficient de couverture n èngendre pas de difficulté pour le Trésor par un remboursement massif d èffets publics, un coefficient de couverture basé sur le niveau moyen du passif des banques entre le 31 janvier et le 31 octobre 1961 est maintenu (sous la forme de dépôts auprès de la Banque). En d àutres termes, l àbrogation du coefficient de couverture ne s àpplique qu àux nouveaux passifs des banques.
b. La possibilité de l ùtilisation d ùn coefficient de réserve monétaire est instaurée. La politique monétaire belge est ainsi dotée d ùn nouvel instrument qui agit directement sur la position de liquidité des banques, c èst-à-dire sur le processus de création de monnaie scripturale et donc sur le multiplicateur monétaire. Le coefficient de réserve monétaire ne pourra dépasser 20 p.c. du montant total des engagements monétaires et 7 p.c. du montant total des engagements quasi monétaires.

... / ...

c. L émission des certificats du Fonds des rentes introduits en 1957 est modifiée. Leur taux d intérêt était en effet mécaniquement lié au taux d escompte de la Banque[25]. Ce mécanisme présentait l avantage d accroître l emprise de la Banque sur le marché monétaire, mais ne permettait pas une émission des certificats aux conditions réelles du marché. Ils sont désormais émis par voie d adjudications. Les certificats de la tranche « B » qui sont assimilables aux certificats du Fonds des rentes suivent également cette évolution.
d. Enfin, le système de fixation des taux d intérêt créditeurs des banques est modifié. Les conditions de marché appliquées aux certificats du marché monétaire doivent améliorer la rémunération des dépôts bancaires et donc favoriser ceux-ci. Désormais, les taux d intérêt créditeurs des banques sont décidés en fonction des conditions du marché, de l état de la balance des paiements et de l évolution de la conjoncture, et font l objet d une concertation entre la Banque et l Association belge des banques.

Cette revendication représente un revirement majeur par rapport à la situation prévalant à la fin des années cinquante mais paraît mieux adaptée à la situation du moment qui demande une réaction rapide des autorités monétaires.

Au terme de cette section, deux commentaires émergent :

– La contrainte du financement de l État s est partiellement relâchée. Comparativement au PNB et aux capitaux traités sur les marchés financiers, les déficits publics représentent une masse plus faible, donc moins à même de créer des tensions sur les taux d intérêt. Par ailleurs, le recours aux marchés étrangers diminue la pression du financement sur les marchés intérieurs. Cependant, ce constat général n exclut pas certaines tensions passagères nécessitant des mesures de politique monétaire identiques à celles pratiquées au cours de la décennie précédente, comme nous le verrons dans la section 5.3. De plus, l endettement extérieur implique des mouvements de capitaux dont on sait qu ils représentent une contrainte pour la politique monétaire.
– Cette période est aussi marquée par un ensemble de réformes institutionnelles capitales dans la modernisation de la politique monétaire. La Banque profite pleinement de celles-ci. En effet, l amélioration du fonctionnement des marchés financiers contribue à fluidifier les canaux de transmission de la politique monétaire. La modernisation des instruments de politique monétaire renforce également la capacité de la Banque à réaliser ses objectifs. Enfin, la clarification de la chaîne de commandement des décisions de politique monétaire et de change, dont on connaît l architecture multicéphale, permet de mieux réagir à la situation conjoncturelle.

5.2 Contraintes et réformes institutionnelles liées au contexte monétaire international

Une petite économie ouverte face aux mouvements de capitaux

Le retour à la convertibilité des monnaies européennes libère la politique monétaire d'une part importante des contraintes issues du contexte monétaire international. Les devises détenues par la Banque sont désormais librement convertibles, ce qui permet de compenser déficits et surplus extérieurs. La disparition de ce problème majeur est une étape importante qui participe à la croissance économique au cours de cette période.

Cependant, dans le même temps, les autorités monétaires sont davantage affectées par les mouvements de capitaux. Ceux-ci ne sont pas une nouveauté, mais plusieurs éléments les renforcent à partir de 1958 :

- Sans totalement annuler les contrôles sur les mouvements de capitaux, le retour à la convertibilité des monnaies européennes diminue fortement la capacité de contrôle des changes. Les agents n'hésitent donc plus à investir ou à emprunter dans une monnaie étrangère.
- À l'instar des tendances observables en Belgique, les structures financières internationales ont connu d'importants progrès en quelques années, si bien que de nouveaux instruments et produits financiers apparaissent. C'est notamment vers 1957- 1958 que sont créés les premiers eurodollars. Il s'agit de transactions en dollars effectuées en dehors des États-Unis par des banques commerciales européennes. De même, à partir de 1963, des obligations en dollars sont émises sur les marchés européens (euro-obligations)[26].

Nous avons déjà expliqué que les mouvements de capitaux ont un effet direct sur les banques centrales : il devient très difficile de piloter le taux d'escompte sans tenir compte de l'influence sur les mouvements de capitaux de toute politique discrétionnaire. La contrainte sur la politique monétaire de la Banque est particulièrement forte : tout écart de taux d'intérêt ou toute anticipation de modification de la parité officielle entraîne des mouvements de capitaux importants. En d'autres termes, la politique monétaire belge devient encore davantage dépendante de la situation extérieure. Cette petite économie ouverte se rapproche des modèles théoriques dont il a été question au chapitre 2. La Banque souligne à plusieurs reprises la perte d'autonomie de la politique monétaire, et même de toute politique économique :

> « [...] *C'est l'interdépendance des évolutions économiques, accélérée par la libération des échanges et par l'internationalisation des marchés de fonds, qui a soumis davantage chaque pays à l'influence des situations qui se développent dans d'autres pays et des actions que les autorités y mènent. Les événements de 1970 ont mis singulièrement en relief cette perte d'autonomie des politiques nationales, là surtout où l'économie est dominée par des économies plus puissantes. Les choix d'objectifs effectués en toute indépendance par ces dernières tendent à s'imposer aux autres, même*

> *contre leurs intérêts et malgré leurs efforts ; ces pays-ci ressentent l'amoindrissement de fait de leur souveraineté.*
> *La tentation de rejeter cette sujétion extérieure pourrait faire réapparaître des attitudes de nationalisme économique qui seraient un facteur de dislocation de l'ensemble économique international*[27]. »

Au niveau international, les mouvements de capitaux entraînent les premières défaillances du système de Bretton Woods dès le début des années soixante. Nous l'avons vu au chapitre 1, la situation de la balance des paiements américaine provoque en effet d'importantes sorties de capitaux et d'or dès 1960[28]. Des attaques spéculatives contre le dollar et la livre sterling mettent ces devises à mal sur les marchés des changes. Le commentaire suivant de la Banque résume la situation :

> « *La libération progressive des mouvements de capitaux et le retour à la convertibilité des monnaies ont eu pour contrepartie de faciliter les déplacements de fonds d'un marché monétaire à l'autre. Des crises de change peuvent se produire dans les pays auxquels ces déplacements imposent de rembourser des engagements extérieurs ou de convertir, en devises, des encaisses de leurs nationaux. Lorsqu'elles affectent des pays dont les engagements extérieurs constituent une partie du stock des liquidités internationales, c'est-à-dire des pays dont la monnaie sert de réserve, de pareilles crises de change menacent l'organisation des règlements internationaux.*
> *Le problème du dollar, en 1960, et celui de la livre sterling, en 1961, ont attiré l'attention sur la réalité de ce risque*[29]. »

Face à ces problèmes, il devient particulièrement nécessaire que les banques centrales coopèrent. C'est pourquoi les relations monétaires internationales s'organisent à un double niveau : d'une part, afin de parer aux attaques spéculatives et aux déséquilibres temporaires, des opérations bilatérales et de court terme sont mises en œuvre : le pool de l'or et les accords swap en sont deux exemples. D'autre part, les moyens du Fonds monétaire international sont utilisés pour corriger des déséquilibres plus profonds et nécessitant des mesures structurelles. C'est pour cette raison que les quotes-parts de chaque pays au Fonds monétaire international sont augmentées et qu'un nouvel instrument de réserve, les droits de tirage spéciaux, est introduit. Cette double coopération permet aux accords de Bretton Woods de survivre jusqu'en 1971[30].

Pour la Banque, la coopération internationale revêt un double visage : c'est à la fois une nécessité indiscutable et une contrainte éventuelle :

– Compte tenu du degré d'ouverture de l'économie belge, tout déséquilibre au niveau international est répercuté sur la situation nationale. L'intérêt de la Banque est donc de contribuer au mieux à éviter ces déséquilibres. C'est pourquoi la Belgique prend part à toutes les dispositions mises en œuvre pour sauver le système de Bretton Woods.

– Cette participation peut cependant se révéler une contrainte pour la Banque, car les montants engagés en vertu des mécanismes de défense peuvent avoir des conséquences sur la masse monétaire belge. La convertibilité des devises rend évidemment la situation moins dommageable qu'au cours des années cinquante, mais les risques pour la stabilité monétaire demeurent.

Renforcement de la construction européenne

Dans les chapitres précédents, nous avons montré que des solutions européennes ont souvent été recherchées pour faire face à des problèmes internationaux. Des accords spécifiquement européens se succèdent en effet depuis la fin de la guerre et se multiplient au cours des années soixante. Il s'agit de trouver des solutions institutionnelles européennes face à l'effritement progressif des dispositions de Bretton Woods. L'objectif est de resserrer les liens entre des économies européennes de plus en plus ouvertes et dont les politiques monétaires sont en interaction croissante. Ces solutions se concrétisent selon deux axes :

– La coopération entre les autorités monétaires se développe. Rassemblées au sein du Comité monétaire institué par le traité de Rome, les autorités monétaires des pays européens cherchent les moyens de renforcer leur coopération. Les troubles liés au dollar et à l'or annoncent en effet un désordre futur. Le retour aux changes flottants n'est d'ailleurs pas à exclure[31]. Tout comme à la fin des années quarante, lorsque la non-convertibilité des monnaies rendait impossible l'application des accords de Bretton Woods, une solution spécifique aux pays européens est recherchée. Elle pourrait passer par la création d'un Fonds européen de coopération à même de régler les soldes de paiements entre banques centrales, sorte d'Union européenne des paiements actualisée[32].
– L'ouverture des économies et l'interdépendance des politiques économiques fait aussi naître un projet beaucoup plus ambitieux que la simple coopération : la coordination entre politiques monétaires. Toute coopération est en effet vaine si elle ne se double pas de coordination. Les mesures prises par un pays ont des conséquences sur l'ensemble des États partenaires. C'est d'autant plus vrai pour une petite économie très ouverte sur le commerce extérieur. Les autorités monétaires belges sont donc très favorables à l'organisation d'une telle coordination[33].

C'est au sommet de La Haye de décembre 1969 que les six pays européens décident de relancer la construction européenne. Les plans Barre de 1969 et 1970 et le plan Werner de 1970 posent les fondements d'une union économique et monétaire. Ces plans sont révélateurs de l'opinion dominante de l'époque selon laquelle l'intégration économique et monétaire requiert une solide coordination des politiques économiques à l'échelle européenne. Tel est bien l'avis de la Banque en 1970 :

> « *il serait vain de vouloir harmoniser, puis unifier la politique des banques centrales si les États membres hésitaient à coordonner effectivement, de façon concomitante, leur politique économique générale, aussi bien leur politique budgétaire et fiscale que celle des revenus et celle du développement*[34]. »

On remarquera que la coopération monétaire entre les nations s'organise également à l'échelle mondiale, mais dans un but différent. Au niveau international en effet, il s'agit modestement de sauver les acquis des accords de Bretton Woods ; la coopération européenne prend une direction plus ambitieuse : il s'agit déjà de préparer l'après Bretton Woods et l'intégration des économies européennes.

5.3 Mise en œuvre de la politique monétaire

Assouplissement des objectifs de la politique monétaire

Les réformes importantes que connaît la politique monétaire belge entraînent-elles un changement d'objectif de celle-ci ? Le discours général de la Banque ne le montre pas explicitement. L'objectif fondamental de la politique monétaire demeure la stabilité monétaire qui comporte, rappelons-le, un aspect interne et un aspect externe. Si par exemple, le recours de l'État aux crédits bancaires entre en compétition avec les crédits privés, la Banque se réserve le droit de limiter ces derniers :

> « *Si le Trésor pouvait* [...] *non seulement financer le découvert budgétaire, mais aussi et surtout réduire ses engagements vis-à-vis de l'étranger, il contribuerait d'une façon décisive à la normalisation des conditions présentes.*
> *À défaut d'une telle normalisation, l'adaptation de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux et l'équilibre de celui-ci dans le cadre d'une politique monétaire de stabilité, ne pourront être réalisés que par une politique de crédit restrictive*[35]. »

De plus, la stabilité monétaire est d'autant plus difficile à obtenir que l'ouverture croissante de l'économie renforce sa perméabilité aux problèmes extérieurs, contre lesquels il est difficile de lutter :

> « *Cette dépendance* [vis-à-vis de l'étranger]*, dans laquelle la Belgique se trouve, limite incontestablement l'autonomie d'action des autorités monétaires. Leur rôle, dans une économie ouverte de petite dimension, est essentiellement de veiller, dans le domaine qui leur est propre, à ce que les données purement internes de l'économie ne provoquent pas un déséquilibre autonome ; la faculté d'atténuer les fluctuations importées demeure le plus souvent réduite*[36]. »

Dans les faits, il semble cependant que les exigences de la Banque en matière de stabilité monétaire se relâchent un peu au cours des années soixante. Plus d'initiative est laissée aux agents, des taux d'inflation plus élevés

sont tolérés. De même, bien que l'objectif de franc fort ne soit pas abandonné, la Belgique ne suit pas les réévaluations du florin en 1961 et du mark allemand en 1961 et 1969. Faut-il y voir les signes d'une faiblesse intérieure lui imposant d'abandonner la prétention d'une monnaie forte[37] ? Ou bien cela provient-il d'une volonté délibérée de doper la compétitivité ? Il est aussi permis de se demander si cette abstention n'est pas simplement un effet boomerang de la loi de 1957, qui donne au parlement seul le pouvoir de modifier la parité du franc belge. Conçue par la Banque pour contrecarrer les tentations dévaluationnistes des gouvernements, elle rend aussi les réévaluations plus difficiles. Ceci expliquerait en partie le revirement de la Banque en 1971 au sujet de la compétence en matière de taux de change. Qu'elles soient ou non délibérées, ces dépréciations du franc belge par rapport aux deux monnaies voisines marquent un glissement de l'objectif de la politique monétaire et de change en Belgique.

Nous verrons dans les paragraphes suivants que ce glissement d'objectif est rendu en partie obligatoire en raison de la mobilité croissante des capitaux. Cependant, plusieurs autres éléments permettent cette tolérance accrue :

- La libération de plusieurs contraintes intérieures facilite l'exercice de la politique monétaire[38].
- Les réformes des instruments de politique monétaire et de la sphère financière permettent des réactions plus rapides et plus efficaces.
- L'amélioration de la situation économique générale facilite l'exercice d'une politique monétaire qui prend mieux la conjoncture en compte.
- Les politiques keynésiennes montrent leur efficacité dans plusieurs pays voisins, ce qui encourage la Belgique à les mettre en œuvre.

La Banque intervient donc toujours avec fermeté, mais seulement pour corriger les risques de surchauffe ou relancer l'activité. Elle ne limite plus les liquidités *a priori*.

Appréciation quantitative

Les divers problèmes exposés plus haut, les importantes mutations institutionnelles et le glissement de l'objectif de la politique monétaire ont évidemment un aspect quantitatif. Le tableau 5.2 résume une série d'informations déjà exposées au chapitre 2 et détaillées en annexe. On y retrouve le rythme élevé de croissance de l'économie belge, accompagné d'un taux d'inflation généralement plus élevé qu'au cours de la période précédente. De fortes tensions sur les prix apparaissent par ailleurs à plusieurs reprises, nécessitant des interventions de la Banque. Compte tenu de ces évolutions, il n'est pas étonnant que le rythme de croissance de la masse monétaire double par rapport à la période précédente.

L'évolution des composantes de la masse monétaire est encore plus remarquable et découle des réformes entreprises : la meilleure attractivité des placements bancaires et les mesures encourageant l'utilisation de la monnaie scripturale modifient profondément la structure monétaire de l'économie

belge. La monnaie scripturale croît deux fois plus vite que la monnaie fiduciaire. Par conséquent, la part de la monnaie fiduciaire dans le total de la masse monétaire diminue, bien que ce rapport reste supérieur à celui enregistré dans les autres pays européens (cf. graphique 18).

TABLEAU 5.2 ÉVOLUTION DU PNB, DES PRIX ET DE LA MASSE MONÉTAIRE

	Variation annuelle en p.c.					Pourcentage de la monnaie fiduciaire dans le total
	PNB à prix constants	Prix*	Monnaie fiduciaire	Monnaie scripturale	Masse monétaire	
1959	3,7	- 0,6	0,8	6,5	3,2	56
1960	4,4	2,0	4,5	- 1,5	1,9	58
1961	5,0	1,1	4,3	12,4	7,7	56
1962	5,6	1,2	7,2	7,2	7,2	56
1963	4,4	2,9	8,5	10,0	9,2	55
1964	6,8	4,7	6,5	7,7	7,1	55
1965	3,8	5,1	5,9	8,6	7,1	54
1966	2,9	4,4	3,1	10,9	6,6	53
1967	3,9	3,1	0,8	5,8	3,2	51
1968	4,2	2,7	2,9	12,1	7,4	49
1969	7,1	3,6	-0,1	5,2	2,6	48
1970	6,3	4,8	3,0	13,3	8,3	46
1971	3,8	5,3	7,3	12,5	10,2	44
1958-1971**	4,8	3,1	4,2	8,5	7,4	52

Sources : Données de base : masse monétaire : BNB, statistiques économiques belges 1950-1960, tome 2, tableau 7, pp. 274-275, 1960-1970, tome 2, tableau XIII-7, pp. 466-467 ; 1970-1980, tome 2, tableau XIII-7, pp. 450-452. Pourcentages : calculs propres. PNB et prix : ICN.

* Déflateur du PNB.

** Moyenne annuelle.

Puisqu'une part assez faible de la croissance de la masse monétaire est attribuable à la monnaie fiduciaire, le bilan de la Banque n'enregistre pas de mouvement important de création de billets, à quelques exceptions près identifiables dans le tableau 5.3.

Ce tableau montre en revanche que le bilan de la Banque est principalement influencé par les conditions extérieures. La croissance du commerce international, l'endettement extérieur de l'État et les mouvements de capitaux privés entraînent d'importantes variations des postes du bilan qui reflètent ces flux : devises étrangères, créances sur l'étranger et or et devises à recevoir à l'actif ; or et devises à livrer au passif. La défense des accords de Bretton Woods par les accords de swap amplifie encore ces mouvements.

TABLEAU 5.3 A VARIATION ANNUELLE DES PRINCIPAUX POSTES DE L'ACTIF DU BILAN DE LA BANQUE NATIONALE
(milliards de francs)

	Total encaisse en or	Avoirs en devises étrangères		Créances diverses sur l'étranger	Or et devises à recevoir	Avoirs à l'étranger en francs belges	Effets sur la Belgique		Avances au Trésor: effets publics	Autres	Total actif
		Devises étrangères	Débiteur pour change et or, à terme				Effets commerciaux	Nantissements			
1959	- 6,8	+ 3,0	+ 1,1	..	- 0,1	..	+ 1,7	- 0,4	+ 0,2	- 0,1	- 1,4
1960	+ 1,8	+ 8,2	+ 10,5	- 1,7	+ 6,3	..	- 2,0	..	+ 0,7	+ 0,3	+ 24,1
1961	+ 3,9	+ 7,8	+ 6,7	+ 0,1	+ 0,3	..	+ 3,0	..	- 1,4	- 0,3	+ 20,2
1962	+ 5,8	- 7,5	- 6,2	- 1,4	- 3,9	..	+ 2,7	+ 2,6	- 1,8	+ 1,3	- 8,2
1963	+ 0,3	+ 8,9	+ 8,9	+ 0,1	+ 8,0	+ 1,5	+ 1,0	- 1,9	+ 2,3	- 0,4	+ 28,7
1964	+ 4,0	+ 4,9	+ 3,9	+ 3,1	- 1,7	..	- 5,7	..	+ 2,5	+ 0,6	+ 11,6
1965	+ 5,4	- 4,6	- 3,6	+ 5,3	+ 0,4	..	+ 4,1	- 0,8	- 1,7	+ 0,8	+ 5,2
1966	- 1,7	+ 0,2	+ 0,6	+ 3,0	+ 1,3	..	+ 1,8	..	+ 1,8	+ 0,6	+ 7,5
1967	- 2,3	+ 13,8	+ 13,5	- 2,0	+ 1,5	+ 1,5	+ 4,7	+ 0,5	- 7,2	+ 0,6	+ 24,7
1968	+ 2,2	- 17,6	- 13,9	+ 1,7	- 0,1	- 3,0	+ 9,9	- 0,5	+ 11,9	+ 1,2	- 8,2
1969	- 0,2	+ 17,3	+ 13,1	- 10,6	+ 5,2	..	- 5,9	..	- 2,4	+ 0,7	+ 17,2
1970	+ 0,4	+ 3,6	+ 3,2	+ 19,3	- 6,8	..	- 10,9	..	- 3,5	+ 1,0	+ 6,4
1971	+ 0,8	- 4,8	- 2,8	+ 23,1	- 10,5	..	+ 8,5	..	- 8,7	- 0,6	+ 5,1

TABLEAU 5.3 B VARIATION ANNUELLE DES PRINCIPAUX POSTES DU PASSIF DU BILAN DE LA BANQUE NATIONALE
(milliards de francs)

	Engagement à vue de la BNB			Or et devises à livrer	Autres	Total passif
	Billets	Comptes courants et accords de paiement	Total des engagements à vue			
1959	- 0,9	- 1,0	- 1,9	+ 1,0	- 0,5	- 1,4
1960	+ 4,3	+ 2,7	+ 7,0	+ 16,8	+ 0,3	+ 24,1
1961	+ 9,5	+ 3,5	+ 13,0	+ 7,0	+ 0,2	+ 20,2
1962	+ 8,3	- 6,5	+ 1,9	- 10,1	..	- 8,2
1963	+ 12,0	- 1,0	+ 11,0	+ 16,9	+ 0,8	+ 28,7
1964	+ 6,9	+ 0,3	+ 7,1	+ 2,3	+ 2,2	+ 11,6
1965	+ 9,2	- 0,4	+ 8,8	- 3,2	- 0,4	+ 5,2
1966	+ 4,9	- 0,2	+ 4,7	+ 1,9	+ 0,9	+ 7,5
1967	+ 7,0	+ 2,2	+ 9,2	+ 15,2	+ 0,3	+ 24,7
1968	+ 2,4	+ 2,8	+ 5,2	- 14,2	+ 0,8	- 8,2
1969	- 0,2	- 3,4	- 3,6	+ 18,4	+ 2,4	+ 17,2
1970	+ 5,0	+ 0,3	+ 5,3	- 3,7	+ 4,7	+ 6,4
1971	+ 12,5	+ 2,2	+ 14,7	- 12,7	+ 3,1	+ 5,1

Sources : Rapports annuels de la Banque nationale de Belgique (situations hebdomadaires) et calculs propres.
Remarque : Compte tenu des sources différentes, il est possible que de légères différences apparaissent par rapport au tableau annexe A1.

Enfin, nous savons que l'aide au financement du secteur privé est devenue une priorité, notamment grâce aux réformes institutionnelles. Le tableau 5.4 illustre le développement des différents crédits, y compris ceux qui émanent d'institutions non monétaires (intermédiaires financiers publics de crédit et caisses d'épargne privées). Il montre très nettement le développement des crédits bancaires, qui augmentent, entre 1962 et 1971, de 10,9 p.c. en moyenne annuelle (5,3 p.c. abstraction faite de l'inflation), soit le double de l'augmentation des crédits accordés par les organismes non monétaires (5 p.c. en moyenne à prix courants sur la même période).

TABLEAU 5.4 ENCOURS DES CRÉDITS D'ESCOMPTE, D'AVANCES ET D'ACCEPTATION AUX ENTREPRISES ET AUX PARTICULIERS BELGES
(milliards de francs)

	Accordés à l'origine par les organismes monétaires					
	Logés dans les organismes monétaires	dont logés à la Banque	Logés dans les autres organismes	Total	Accordés par des organismes non monétaires	Total
1959	41,0	5,6	1,5	48,1	11,5	59,6
1960	47,8	4,3	0,9	53,0	12,4	65,4
1961	56,2	2,7	2,3	61,2	14,0	75,2
1962	65,5	6,3	1,1	72,9	13,8	86,7
1962	71,1	6,3	10,0	81,1	185,9	267,0
1963	88,8	5,2	8,7	97,5	205,0	302,5
1964	98,2	2,7	10,3	108,5	230,0	338,5
1965	112,5	5,6	12,1	124,6	253,5	378,1
1966	134,7	7,9	10,0	144,7	287,9	432,6
1967	156,8	5,6	14,1	170,9	322,5	493,4
1968	181,9	11,3	14,4	196,3	358,6	554,9
1969	196,7	8,5	10,7	207,4	405,6	613,0
1970	217,8	4,8	13,4	231,2	435,4	666,6
1971	251,2	9,6	14,5	265,7	475,8	741,5

Sources : - 1959 : BNB, Statistiques économiques belges 1950-1960, tome 2, tableau 9, p. 278 ;
- 1960-1962 : BNB, Statistiques économiques belges 1960-1970, tome 2, tableau XIII-9, p. 471 ;
- 1962-1970 : idem, tableaux XIII-10-13, pp. 472-481 et tableau XVII-12, p. 540 ;
- Statistiques économiques belges 1970-1971 ; tome 2, tableau XIII-10-13, pp. 455-460 et tableau XVII-16b p. 532.

Remarque : Compte tenu de changements statistiques, les chiffres de 1959 à 1962 et de 1962 à 1971 ne sont pas comparables.

La gestion des équilibres interne et externe

La politique monétaire consiste plus que jamais à gérer simultanément les équilibres interne et externe. Bien entendu, compte tenu de l'évolution du contexte international, l'équilibre externe focalise l'attention.

La coopération internationale se traduit d'abord par l'engagement de moyens importants. En 1962, le total des moyens que la Banque s'est engagée à apporter à la coopération financière internationale s'élève à 59,7 milliards de francs[39]. Ils augmentent tout au long de la période en raison du développement

des mécanismes de défense des accords de Bretton Woods[40]. Les moyens engagés ne sont pas intégralement utilisés, mais ils peuvent entraîner des tensions sur les liquidités monétaires. Les troubles liés à l'agonie du régime de Bretton Woods en fin de période attisent ces tensions. Les mouvements des avoirs extérieurs nets prennent alors des proportions jamais rencontrées auparavant (cf. annexe 2, graphique 23).

Dans ce contexte, l'instrument de taux d'intérêt est presque exclusivement affecté au maintien de l'équilibre externe : les mouvements de taux observés (cf. tableau A 5) trouvent toujours une justification, même partielle, dans les relations extérieures. Parmi les multiples mouvements de taux, les impulsions données par la Banque en 1959 révèlent l'ampleur du problème :

> « *dans un marché international des changes largement libéré, les disparités de taux ont repris leur rôle compensateur. L'écart qui se creusait entre le rendement des placements à court terme en Belgique et à l'étranger faisait naître le risque d'un double déséquilibre.*
> *D'une part, les déplacements de trésoreries pouvaient indirectement entamer les réserves de change de la Banque* [...]
> *D'autre part* [... il engendre], *une ponction sur les liquidités intérieures, au moment où l'activité croissante et le déficit budgétaire requéraient toutes les ressources disponibles.*
> *Aussi, la Banque a majoré ses taux* [...][41]. »

Les différentiels de taux ne sont pas toujours directement en cause. De simples rumeurs de dévaluation peuvent nécessiter des interventions de la Banque. L'année 1969 en est symptomatique : d'importantes hausses de taux à l'étranger obligent la Banque à majorer de 3 p.c. ses taux en un an, sous peine de subir des sorties de capitaux. Mais cette situation est amplifiée par la dévaluation du franc français. En effet, de nombreux opérateurs assimilent le franc belge à cette devise et anticipent donc sa dévaluation. Ceci entraîne des sorties de capitaux massives et une dépréciation du franc belge sur le marché libre. Il faudra une déclaration sans équivoque des autorités belges pour écarter les rumeurs.

Par conséquent, l'instrument du taux d'intérêt ne peut être utilisé à des fins de politique interne que si les conditions sur les marchés financiers le permettent. Lorsque tel est le cas, la Banque ne modifie son taux que de manière prudente, souvent par des impulsions réduites mais multiples, de manière à observer la réaction des marchés. Les signaux de la Banque sont même souvent anticipés par les marchés financiers. On se souvient en effet que la réforme de 1962 a renforcé l'importance de l'offre et de la demande dans le processus de détermination des taux d'intérêt.

Une coordination des politiques monétaires est donc nécessaire : lorsque la politique de taux de la Banque correspond à celle pratiquée dans les autres pays, européens en particulier, l'action conjoncturelle de la Banque est

couronnée de succès. C'est notamment le cas lors des quatre réductions de taux décidées en 1962 et 1967.

La vigilance que requiert l'équilibre externe pourrait rendre la gestion de l'équilibre interne plus malaisée par rapport aux années cinquante. Cependant, dans le cadre de la modernisation des institutions et des réglementations monétaires et financières, l'efficacité des mesures de politique monétaire est renforcée et de nouveaux instruments de politique monétaire apparaissent. Ils permettent à la Banque de mieux gérer l'équilibre interne et d'obtenir ainsi une croissance équilibrée : l'action du Fonds des rentes est améliorée par les réformes monétaires et le coefficient de réserve s'avère très vite un instrument particulièrement précieux. Ces instruments sont complétés par des mesures plus classiques : plafonds de réescompte, limite à l'attribution du visa de la Banque et recommandations aux banques commerciales. La multiplication des instruments facilite l'arbitrage délicat entre les objectifs externes et les objectifs internes.

Le tableau 5.4 montre que le crédit bancaire au secteur privé se développe plus rapidement. La « déthésaurisation » des ménages et la meilleure attractivité des dépôts bancaires fournissent davantage de moyens aux banques. Par ailleurs, celles-ci ne sont plus obligées de consacrer une part importante de leurs moyens au financement de l'État. Renforcée par l'afflux de capitaux étrangers (cf. annexe 2, graphique 26), cette dynamique contribue à la croissance des années soixante. Il revient à la Banque de la canaliser. Pour ce faire, les mesures décrites plus haut sont utilisées avec un certain succès en cas de surchauffe de l'économie, notamment au cours de l'année 1964, alors que de fortes tensions inflationnistes apparaissent. Elles peuvent être facilement relâchées lorsque la situation conjoncturelle le permet.

Malgré ces succès, la mise en œuvre de la politique monétaire pourrait être améliorée : la gestion de l'équilibre interne a révélé la nécessité d'une coopération entre le gouvernement et la Banque. Celle-ci s'est traduite notamment par un train de mesures institutionnelles visant à relancer l'activité (cf. section 5.1). Cependant, comme le souligne la Banque, l'état des finances publiques a rendu difficile la coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire :

> « *Les mesures de politique conjoncturelle doivent, pour atteindre pleinement leurs objectifs, être suffisamment nombreuses et suffisamment variées. La politique monétaire perd de son efficacité si elle est seule à agir. Bien plus, elle perd sa souplesse si la politique budgétaire va en sens opposé, nécessitant la mise en œuvre de contraintes monétaires plus rigoureuses.*
> *Comme dans plusieurs pays étrangers, la situation à cet égard laisse à désirer en Belgique*[42]. »

Le financement de l'État entre donc parfois en compétition avec le financement du secteur privé. Lorsqu'il en est ainsi, la Banque prend des

mesures de politique monétaire restreignant le crédit au secteur privé, conformément à son objectif de stabilité.

En conclusion, on peut affirmer que la politique monétaire devient nettement plus efficace. Parent pauvre durant les périodes précédentes, le crédit bancaire au secteur privé en profite pleinement. Hormis les problèmes ponctuels liés au financement des pouvoirs publics, le risque de voir le crédit bancaire affecté par un élément extérieur s'estompe peu à peu. Les restrictions n'interviennent que si le crédit lui-même représente une menace pour une croissance équilibrée.

5.4 Synthèse : dynamique contrastée des années soixante

Cette période est marquée par une croissance exceptionnelle. Celle-ci n'est pas le fruit du hasard. L'économie belge ne s'est pas simplement laissée porter par le développement des échanges dû au retour de la convertibilité des monnaies et à la construction européenne. Bien au contraire, cette période est marquée par d'importantes mutations institutionnelles. C'est particulièrement le cas dans le domaine monétaire : la modernisation des instruments de politique monétaire, l'amélioration du fonctionnement des marchés et la coopération des politiques monétaires au niveau international se conjuguent dans un processus presque continu de réformes. La politique monétaire contribue de manière déterminante aux résultats engrangés : le cercle vicieux des années cinquante est effacé au profit d'une dynamique vertueuse. Dès lors la croissance s'accélère très nettement, stimulée aussi par les exportations et par l'investissement[43].

La dynamique de croissance n'est cependant pas parfaite : compte tenu de la faible croissance des années cinquante et des troubles causés par l'indépendance du Congo en 1960, la Belgique abandonne temporairement son objectif de franc fort et ne suit pas les réévaluations du mark allemand et du florin en 1961. En revanche, la non-réévaluation de 1969 s'explique moins bien. L'objectif de franc fort est-il définitivement oublié ?

Sur le plan international, les sections précédentes ont montré que l'apogée du régime de Bretton Woods s'accompagne d'évolutions contrastées : plusieurs objectifs des accords initiaux sont réalisés au cours de cette période. Le commerce international se développe très rapidement et le système de paiements internationaux fonctionne sans accrocs majeurs. Pourtant, le fonctionnement du régime de Bretton Woods contient les germes des difficultés à venir. L'augmentation des transactions réclame en effet la disponibilité massive d'une monnaie internationale. Or, contrairement à la situation prévalant avant 1958, le dollar n'est plus à même de remplir ce rôle, ce qui nécessite la création d'une monnaie fictive : les Droits de tirage spéciaux. Le rôle de l'or dans le système diminue aussi, car le stock disponible n'augmente pas suffisamment. Ce sont donc les principaux piliers de la structure de Bretton Woods qui commencent à vaciller.

Cette évolution entraîne d'autres mutations : alors que la monnaie ne trouve qu'une place de second rang dans le traité de Rome, la coopération des autorités monétaires européennes est encouragée. Naît ainsi l'idée de renforcer les liens entre les monnaies européennes, et même de créer une monnaie unique. Alors que le régime de Bretton Woods prend fin avec la signature des accords du Smithsonian Institute le 18 décembre 1971, une page importante de l'histoire de l'Europe commence.

Notes du chapitre 5

1 « *À cet égard, il faut rappeler que le rythme de croissance de l'économie belge a été considéré comme insuffisant par d'aucuns, dans les dernières années. Ces critiques contiennent une part de généralisation, voire certaines erreurs. Aucun repère précis, aucun critère absolu ne permet de formuler un diagnostic définitif et objectif.* » BNB, rapport annuel 1960, p. 18.
2 Cfr. Chapitre 2.
3 Voir aussi annexe 2, graphique 19.
4 Voir annexe 2, graphique 20.
5 Certains auteurs ont critiqué cette attitude, arguant qu'il aurait mieux valu un financement direct de l'État par la Banque, ce qui entraîne les mêmes conséquences monétaires et évite de payer des intérêts. Voir notamment Grosfils (1961).
6 Voir notamment Pluym et Boehme (2005), chapitre 2. Le lecteur intéressé peut aussi se référer à Van Audenhove (1990), p. 448 et suivantes, ou à Van Meerten (2003), p. 302 et suivantes.
7 BNB, rapport annuel 1968, p. 13.
8 BNB, rapport annuel 1967, p. 15.
9 BNB, rapport annuel 1967, p. 15.
10 Voir section suivante.
11 Cette liste n'est pas exhaustive. Afin de concentrer l'argumentation, nous ne signalons que les mesures ayant une portée monétaire d'une certaine envergure.
12 BNB, rapport annuel 1960, p. 14.
13 BNB, rapport annuel 1960, p. 15.
14 Banque de la société générale (1962), p. 2.
15 Ce problème a déjà été soulevé dans le chapitre précédent. Cependant, nous verrons dans la section suivante qu'il s'exacerbe au cours des années soixante.
16 Suite à la réforme de 1957, les certificats du Fonds des rentes rapportent le taux d'escompte de la Banque diminué de 3/4 de p.c. En 1959 cependant, cette réduction est ramenée à 1/4 de p.c.
17 En complément, les certificats de la tranche « A » bloqués dans les banques en 1957 (pour une valeur totale de 19,8 milliards de francs) suite à la réforme monétaire et qui ne rapportaient que 1 15/16 p.c. sont remplacés le 20 décembre 1962 par un emprunt spécial rapportant davantage, ce qui doit contribuer à un meilleure rémunération des dépôts bancaires.
18 Banque de la Société Générale (1962) p. 3.
19 BNB, rapport annuel 1961, p. 21.
20 BNB, rapport annuel 1967, p. 15.
21 BNB, rapport annuel 1971, p. 24.
22 BNB, rapport annuel 1971, p. 25.
23 Cet encadré est réalisé principalement à partir de BNB (1962). Le lecteur intéressé peut s'y référer pour les détails. Voir aussi Banque de la Société Générale (1962), ou Adam (1962).
24 Voir chapitre 3, page 8 et note 21 du chapitre 3.
25 Inférieur de 3/4 de p.c. à celui-ci jusqu'en 1961, inférieur de 1/4 de p.c. ensuite.
26 Kindleberger (1986) pp. 528–530.
27 BNB, rapport annuel 1970, p. 20. Voir aussi par exemple le rapport annuel de l'année 1965, p. 19 : « *on ne saurait trop souligner cette perméabilité de l'économie nationale aux impulsions venant de l'extérieur* », ou encore 1968, p. 19.
28 Voir aussi Janssens (1976).
29 BNB, rapport annuel 1961, pp. 13-14.
30 Pour plus de détails, voir Pluym et Boehme (2005), chapitre 1.
31 Voir notamment les commentaires à ce sujet dans le rapport annuel de la BNB 1970.

32 C'est du moins l'avis de la Banque, voir : BNB, rapport annuel 1969, p. 21.

33 De nombreux commentaires de la Banque vont dans ce sens : « *La coordination des politiques financières de ces pays [ndlr : les pays européens] peut être, en raison des incertitudes de la conjoncture européenne et des problèmes posés par les relations monétaires internationales, une des conditions du maintien de la stabilité économique de l'économie occidentale* ». BNB, rapport annuel 1967, p. 11. Voir aussi le rapport 1968, p. 17 et 1969, p. 24.

34 BNB, rapport annuel 1970, p. XXII. Une citation assez similaire peut être trouvée dans le rapport 1962, p. 1 : « *Aussi longtemps que demeurera l'autonomie des politiques fiscale, budgétaire et même sociale de chaque pays, les autorités monétaires resteront assujetties à leurs responsabilités nationales. Il serait illusoire, la gestion de la monnaie étant un attribut de souveraineté, de chercher à unifier les systèmes monétaires avant que ne soit mise en place une autorité communautaire* ».

35 BNB, rapport annuel 1963, p. 13. Un commentaire identique est émis dans le rapport 1968, p. 22.

36 BNB, rapport annuel 1966, p. 19.

37 Lamfalussy (2000) p. 146 et 148.

38 Voir section 5.1.

39 BNB, rapport annuel 1962, p. 20.

40 Ceux-ci ont été évoqués dans le chapitre 1, et rappelés partiellement dans la section 5.2. Pour un exposé plus complet, voir Pluym et Boehme (2005), chapitre 1.

41 BNB, rapport annuel 1959, p. 12.

42 BNB, rapport annuel 1966, p. 18.

43 Pour plus de détails, voir Cassiers, De Villé et Solar (1996).

CONCLUSION

Tout économiste aurait pu croire, a priori, que l'étude de la politique monétaire et du taux de change de la Belgique à l'époque de Bretton Woods fût simple à traiter et bien vite écrite : taux de change fixes, mobilité partielle des capitaux, objectif de stabilité des prix sont, à première vue, autant de balises claires pour mener l'analyse à l'aide de modèles macro-économiques bien établis. La présente recherche montre au contraire toute la complexité d'un cas donné, toutes les entorses qu'il impose aux hypothèses des manuels d'économie, et finalement toute la richesse qu'il contient par les questions nouvelles offertes à qui tente de l'apprivoiser. Ce jeu mouvant des balises concerne autant les caractéristiques propres à la période que celles relatives à la Belgique.

Le quart de siècle qui suit la Seconde Guerre mondiale – l'ère de Bretton Woods – fait souvent figure de référence et laisse l'impression trompeuse d'une grande stabilité, ou régularité. La croissance sans précédent des économies occidentales qui marque cette période prend appui sur un ensemble de créations institutionnelles audacieuses, dont la littérature économique récente souligne fréquemment l'importance. Accords monétaires internationaux, pactes sociaux, règles explicites sur les divers marchés offrent alors un cadre propice au développement des facteurs traditionnels de la croissance. Dans le concert des nations de l'époque, nul ne prétendrait que la Belgique, petite économie ouverte, tienne un rôle déterminant. Ses expériences sont néanmoins riches en enseignements, car elle constitue une sorte de modèle réduit, de prototype. En effet, l'importance capitale de la contrainte externe à laquelle elle se trouve d'emblée confrontée touche aujourd'hui la grande majorité des économies occidentales. 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. La politique monétaire et de taux de change est précisément un des outils dont dispose une entité nationale ou supranationale pour transformer la contrainte extérieure en levier de croissance. En mettant en lumière toutes les subtilités d'un tel exercice, situé au cours d'une période « phare » et dans une économie « prototype », cette recherche historique espère nourrir une réflexion pour le temps présent.

L'analyse que nous proposons dans cet ouvrage part du constat que la construction institutionnelle de Bretton Woods est loin d'être homogène d'un bout à l'autre de la période concernée. Elle semble au contraire en perpétuel mouvement. Cette observation a guidé le découpage de l'étude en trois périodes distinctes, au cours desquelles le régime monétaire international montre un visage différent, bien que son rôle soit toujours déterminant :

- La fin des années quarante est marquée par l'impact économique de la guerre, tant sur le plan national (crainte d'une hyperinflation, explosion des dépenses publiques) 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. Sur ce cadre stable s'appuient une multitude d'initiatives permettant de nouvelles coopérations entre les États.
- 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. Ils se laissent en effet compléter par des accords spécifiques répondant à certaines contraintes passagères.
- 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. Mais l'extraordinaire essor des échanges, d'ailleurs porté par le système lui-même, rend bientôt tangible une de ses failles : le dollar ne parvient plus, dans les conditions de la fin des années soixante, à tenir correctement son rôle de devise clé. La souplesse du système lui permet néanmoins de fonctionner quelques années encore, à l'aide d'une coopération monétaire accrue entre les États (pool de l'or, accords de swaps, création des DTS), avant d'imploser.

Une première question, très actuelle, à laquelle renvoie l'étude de ces faits historiques est celle du choix du système de change le plus performant (Obsfeld et al. 2004, Bordo 2003, Mundell 1963). L'observation de la mise en place, de l'apogée et de la chute du régime de Bretton Woods nous rappelle combien cette question doit être assortie de nuances, les performances de tout système étant étroitement liées au contexte économique dans lequel il s'insère et à la hiérarchie des objectifs poursuivis. Après la guerre, il fallait de toute urgence établir un système de change susceptible de soutenir la reprise des transactions internationales. Il est indéniable que Bretton Woods le fit, offrant pendant deux décennies un support ferme à l'ouverture et à la croissance de plus en plus prononcées des économies. L'asymétrie d'un système basé sur le dollar pouvait se justifier, à l'origine, par l'affirmation difficilement contestable

de l'hégémonie américaine. Cependant, les résultats mêmes du processus – ouverture et croissance accrues – modifièrent progressivement le contexte macroéconomique global. Les dollars vinrent à manquer. Le régime de Bretton Woods ne fut bientôt plus à même de supporter l'extraordinaire développement des échanges de marchandises et de capitaux, en raison de son asymétrie intrinsèque, dénoncée en son temps par Keynes et Triffin.

Tel est le mouvement général dans lequel il importait de situer l'évolution de la politique monétaire belge (de ses choix, de ses instruments et de ses effets) dont l'analyse constituait l'objectif principal de l'ouvrage. Même réduite à ce champ plus restreint, la période 1944-1971 livre de nombreux enseignements. En effet, on peut y voir le creuset de la modernisation de la politique monétaire, tant dans ses moyens que dans ses finalités. Ici encore, le changement n'est pas linéaire, et ses méandres sont façonnés par mille contraintes économiques, sociales ou politiques.

La modernisation de l'exercice de la politique monétaire belge se manifeste simultanément dans l'évolution des instruments à la disposition des autorités monétaires et dans le développement des marchés financiers, monétaires et des capitaux, qui sont un canal essentiel de transmission des impulsions de politique monétaire. Partant d'une situation extrême héritée de la guerre, désordre majeur qui appelait une intervention de choc, la politique monétaire 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. Quelques étapes cruciales se dégagent des chapitres précédents :

- L'opération Gutt de 1944 apparaît comme un point de départ essentiel pour la conduite ultérieure de la politique monétaire. On ne saurait trop souligner l'impact symbolique de cette première réforme, dont les études comparatives (Gurley, 1953) saluent l'originalité. Par le climat de confiance qu'elle crée, l'opération Gutt évite à la Belgique de traverser une phase douloureuse d'inflation incontrôlée, voire d'hyperinflation. Confronter le cas belge à ceux de la France et de l'Italie, dans lesquels Casella et Eichengreen (1993) interprètent l'épisode inflationniste comme le révélateur et l'exutoire de tensions socio-politiques non résolues, serait un prolongement fécond de la recherche.
- La réforme de 1957 apporte une amélioration substantielle au fonctionnement des marchés monétaires et des capitaux, mais reste enserrée par la contrainte de financement des pouvoirs publics, conséquence encore sensible des années de guerre. 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.
- La réforme 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.

– Plus généralement, la mise en place de solutions institutionnelles particulières telles que le double marché des change 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'expansion progressive constitue une contrainte essentielle.

L'évolution des modalités pratiques de la politique monétaire s'accompagne d'une transformation progressive et tout aussi profonde de ses objectifs – et l'on observera que ce n'est pas toujours le second mouvement qui dicte le premier. On voit ici des changements très pragmatiques, introduits au coup par coup sous diverses pressions, aboutir à un changement de paradigme. Le cas belge des années 1944-1971 illustre bien le débat, toujours actuel, sur le rôle de la politique monétaire. Doit-elle viser essentiellement la stabilité des prix, ou poursuivre simultanément d'autres objectifs, tels que la croissance économique ou la stabilité des marchés financiers (Papademos 2003, Modigliani 1977) ? En Belgique, les autorités monétaires prennent d'abord très clairement parti pour la première option, ce choix guidant la politique monétaire d'une manière peu flexible. Au fil des années soixante, la résistance aux principes keynésiens, qui s'imposent dans d'autres pays ou dans d'autres lieux de la décision de politique économique, s'atténue et finit par céder. Mais simultanément, l'ouverture croissante de l'économie et la mobilité accrue des capitaux réduisent l'efficacité potentielle d'une politique monétaire expansionniste. Viendra ensuite le temps des décompositions - l'arrivée aux limites du système de Bretton Woods - et des recompositions – l'édification d'un système monétaire européen, qui constitue le cadre essentiel de la page suivante de l'histoire monétaire belge.

BIBLIOGRAPHIE

Abraham, J.P. , *Les choix Monétaires européens 1950-1980*, Cahiers de la Faculté des Sciences économiques et sociales de Namur.

Adam, E. (1962), « La réforme du marché monétaire et des coefficients bancaires », *Annales de sciences économiques appliquées*, XX, n° 2, mai.

Aglietta, M. (dir.) (1995), *50 ans après Bretton Woods*, Paris : Economica.

Aglietta, M. (1995), *Macroéconomie financière*, Paris : La Découverte.

Aglietta, M. et Orléan, A. (1982), *La violence de la monnaie*, Paris : PUF.

Aglietta, M. et Orléan, A. (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Paris : Odile Jacob.

Alesina, A. et Drazen, A. (1991), « Why Are Stabilization Delayed ? », *The American Economic Review*, vol. 81, n° 5, december, pp. 1170-1188.

Ansiaux, H. et Dessart, M. (1975), *Dossier pour l'histoire de l Europe monétaire 1958-1973*, Bruxelles : Vander.

Aszkenazy, H. (1958), « La réforme du marché monétaire en Belgique », *Banque*, XXVII, n° 140.

Aubouin, R. (1955), « Les banques centrales, leurs rapports avec le gouvernement et les autres institutions bancaires », *Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique*.

Banque centrale européenne (2004), *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro*, Banque centrale européenne : Francfort.

Banque de la Société Générale de Belgique (1962), « La réforme des coefficients bancaires et du marché monétaire », *Bulletin économique*, février.

Banque nationale de Belgique (1944), « La réforme monétaire », *Bulletin d'information et de documentation*, XIXe année, n° 2, pp. 69-80.

Banque nationale de Belgique (1945), « Le développement de l'assainissement monétaire », *Bulletin d'information et de documentation*, XXe année, n° 2, pp. 61-69.

Banque nationale de Belgique (1946), « La réorganisation des relations monétaires et financières internationales d'après-guerre », *Bulletin d'information et de documentation*, XXIe année, n° 1-2.

Banque nationale de Belgique (1952), « L'Union Économique Belgo-Luxembourgeoise et l'Union Européenne des Paiements », *Bulletin d'information et de documentation*, XXVIIe année, vol. 1, pp. 85-103.

Banque nationale de Belgique (1957), « Le statut monétaire de la Belgique », *Bulletin d'information et de documentation*, XXXIIe année, t. I, n° 6, juin 1957, pp. 433-452.

Banque nationale de Belgique (1957)-2, « L'union Économique Belgo-Luxembourgeoise et l'Union Européenne des Paiements », *Bulletin d'information et de documentation*, XXXIIe année, vol. II, n° 2, pp. 93-107.

Banque nationale de Belgique (1957)-3, « La réforme du marché monétaire », *Bulletin d'information et de documentation*, XXXIIe année, vol. II, n° 5.

Banque nationale de Belgique (1960), « Le marché monétaire en Belgique », *Bulletin d'information et de documentation*, XXXVe année, vol. 1, n° 4, pp. 161-180.

Banque nationale de Belgique (1962), « La réforme monétaire du 1er janvier 1962 et le marché monétaire en Belgique », *Bulletin d'information et de documentation*, XXXVIIe année, vol. 1, janvier-juin, n° 3-4, pp. 232-237 et 362-382.

Banque nationale de Belgique (diverses dates), *Statistiques économiques*, Bruxelles : Banque nationale de Belgique.

Banque nationale de Belgique (diverses dates), *Rapport*, Bruxelles : Banque nationale de Belgique.

Baudhuin, F. (1958), *Histoire économique de la Belgique : 1945-1956*, Bruxelles : Bruylant.

Beaud, M. (2000), *Histoire du capitalisme de 1500 à 2000*, Paris, Seuil (première édition en 1981).

Begg, D. Fischer, S. et Dornbusch, R. (2000), *Macroéconomie*, Paris : Ediscience international.

Bismans, F. (1992), *Croissance et régulation, la Belgique 1944-1974*, Bruxelles : Palais des académies.

Bitsch, M.-Th. (2001), *Histoire de la construction européenne*, Bruxelles : Complexe.

Bordo, M.D. (1993), « The Bretton Woods international Monetary System : A Historical Review », in M.D. Bordo and B. Eichengreen, eds, *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago and London, The University of Chicago Press, pp. 3-108.

Bordo, M.D. (1994), « Une comparaison des régimes monétaires internationaux depuis la fin du 19ème siècle », *Problèmes économiques*, n° 2394, octobre, pp. 4-11.

Bordo, M.D. (2003), « Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective », *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n° 9654, April.

Boyer, R. (1999), « Une lecture régulationniste de la croissance et de la crise », dans Combemale, P. et Piriou, J.P. (dir.), *Nouveau manuel. Sciences économiques et sociales*, Paris : La Découverte, pp. 476-496.

Braudel, F. (1985), *La dynamique du capitalisme*, Paris : Arthaud (réédition : Champ Flammarion 2002).

Brender, A. (1990), « Hiérarchie des devises », in X. Greffe, J. Mairesse et J.L. Reiffers eds., *Encyclopédie économique*, Paris : Economica, vol. II, p. 1959-1981.

Brion, R. et Moreau, J.-L. (2005), *La Banque nationale de Belgique 1939-1971, tome 2, La politique monétaire belge dans une Europe en reconstruction (1944-1958)*, Banque nationale de Belgique.

Britton, A. (2001), *Monetary regimes of the twentieth century*, Cambridge : Cambridge University Press.

Casella, A. and Eichengreen, B. (1993), « Halting Inflation in Italy and France After World War II », in M. Bordo and F. Capie (eds.) *Monetary Regimes in Transition,* Cambridge : Cambridge University Press, pp. 312-345.

Cassiers, I. (1989), *Croissance crise et régulation en économie ouverte, la Belgique entre les deux guerres*, Bruxelles : De Boeck Université.

Cassiers, I. (1994), « Belgium's postwar growth and the catch-up hypothesis », *European Economic Review*, vol. 38, pp. 899-911.

Cassiers, I. (1995), « "Belgian miracle" to slow growth : the impact of the Marshall Plan and the European Payments Union », in Eichengreen, B. (ed.), *Europe's post-war Growth Revisited*, Cambridge : Cambridge University Press.

Cassiers, I. (1997), « La Générale de Banque de 1935 à nos jours : une mise en perspective macroéconomique », *La Générale de Banque 1822-1997*, Bruxelles : Racine.

Cassiers, I. (dir.) (2000), « Que nous est-il arrivé ? Un demi-siècle d'évolution de l'économie belge », numéro spécial de *Reflets et Perspectives de la vie économique*, tome XXXIX, n° 1, Bruxelles : De Boeck Université.

Cassiers, I., De Villé, Ph. et Solar, P. (1996), « Economic Growth in Postwar Belgium » in Crafts, N. and Toniolo, G. Éds., *Economic Growth in Europe Since 1945*, Cambridge: Cambridge University Press.

Cassiers, I. et Durré, A. (2000), « Les tendances longues en graphiques », in Cassiers, I. (dir.), « Que nous est-il arrivé ? Un demi-siècle d'évolution de l'économie belge », numéro spécial de *Reflets et Perspectives de la vie économique*, tome XXXIX, n° 1, Bruxelles : De Boeck Université, pp. 155-169.

Cassiers, I. et Scholliers, P. (1995), « Le pacte social belge de 1944, les salaires et la croissance économique en perspective internationale », in Luyten, D. et Vanthemsche, G. (eds.), Het Sociaal pact van 1944, Brussel :VUB Press.

Clerfayt, G. (1969), La libération monétaire : l'opération Gutt, *La relève*, Bruxelles, n° 31-36, septembre, pp. 16-20.

Cogels, R. (1975), *Politique monétaire en économie ouverte : le cas de la Belgique de 1969 à 1974*, Louvain-la-Neuve : Université Catholique de Louvain.

Communauté Économique Européenne (1962), *Les instruments de la politique monétaire dans les pays de la communauté économique européenne*, Bruxelles : CEE.

Destexhe, M. (1963), *Orientation de la politique monétaire et financière en Belgique depuis 1957*, Bruxelles : Université Libre de Bruxelles.

Douxchamps, Y. (1958), « Marché de l'argent et réforme partielle du règlement sur les coefficients bancaires », *Bulletin de documentation*, Ministère des Finances, n° 1, janvier.

Dujardin, V. et Dumoulin, M. (1997), *Paul Van Zeeland 1893-1973*, Bruxelles : Racine.

Dupriez, L.H. (1950), « La politique monétaire belge de 1944 à 1949 et la doctrine monétaire », *Revue économique*, Paris, n° 3, octobre, pp. 278-291.

Dupriez, L.H. (1978), *Les réformes monétaires en Belgique*, Bruxelles : Office International de Librairie.

Eichengreen, B. (1993), *Reconstructing Europe's trade and payments. The European Payments Union*. Manchester University Press.

Eichengreen, B. (1996), « Institutions and economic growth: Europe after World War II », in Crafts, N. and Toniolo, G. (eds.), *Economic Growth in Europe since 1945*, Cambridge : Cambridge University Press, pp. 38-72.

Eichengreen, B. (1997), *L'expansion du capital. Une histoire du système monétaire international*. Paris-Montréal : l'Harmattan.

Eichengreen, B. et Kenen, P.B. (1995), « L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods : un panorama », in Aglietta, M. (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods*, Paris : Economica, pp. 11-54.

Fabre, P. (1970), « Le double marché des devises dans l'Union Économique Belgo-Luxembourgeoise », *Banque*, Paris, n° 285, mai.

Finet, J. (1973), « Monetary policy in Belgium », in Holbik, K., *Monetary policy in twelve industrial countries*, Boston: Federal Reserve Bank.

Frère, M. (1960), La restauration monétaire en Belgique, *Revue d'économie politique*, LXX, n° 6, novembre-décembre, pp. 82-108.

Fuss, H., Goldschmidt-Clermont, P et Watillon, L. (1958), « La genèse du projet d'accord de solidarité sociale belge », *Revue du Travail*, juillet-août, pp. 827-860 et octobre, pp. 1159-1174.

Glyn, A., Hugues, A., Lipietz, A. et Singh, A. (1990), « The Rise and Fall of the Golden Age », in Marglin, S. et Schor, J. (eds.) *The golden age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience*, Oxford : Clarendon Press, pp. 39-125.

Gormezano, J-M. (1960), *La politique monétaire de la Belgique depuis 1949*, S.L, S.N.

Grosfils, M. (1961), « L'efficacité de la politique monétaire : le cas de la Belgique », *Recherches économiques de Louvain*, XXVII, n° 8, décembre.

Groupe d'étude de la comptabilité nationale (1961), « La comptabilité nationale de la Belgique 1948-1960 », *Cahiers économiques de Bruxelles*, n° 12, octobre, pp. 59-485.

Gurley, J.G. (1953), « Excess Liquidity and European Monetary Reforms, 1944-1952 », *American Economic Review*, XLIII (1), March, pp. 76-100.

Hamon, D. et Keller, I. S. (1997), *Fondements et étapes de la construction européenne*, Paris, PUF.

Heilperin, M. A. (1954), « Qu èst-ce que la convertibilité monétaire », *Revue d économie politique*, janvier-février 1954, pp. 5-19.

Jacquemin, A. Tulkens, H. et Mercier, P. (2001), *Fondements d économie politique*, Bruxelles : De Boeck Université.

Janssens, V. (1976), *Le franc belge : un siècle et demi d'histoire monétaire*, Bruxelles : Service Interentreprises.

Keynes, J.M. (1925), « The economic consequences of Mr. Churchill », *Collected Writings: Essays in Persuasion*, vol. 9, London : Macmillan.

Kindleberger, C.P. (1986), *Histoire financière de l Europe occidentale*, Paris : Economica.

Kredietbank (1958), « La réforme du marché monétaire », *Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank*, 13ème année, n° 6, février.

Krugman, P.R., et Obsfeld, M. (2000), *International Economics : theory and policy*, Reading (Mass.) : Addison –Wesley.

Kurgan-Van Hentenrijk, G. (2001), « The Banque nationale de Belgique and the Belgian economy during the XXth century », *The Jounal of European Economic History*, Special Issue : Financial systems in Europe in the XXth-Century : Factors of Crisis, Stability and Growth, pp. 45-85.

Lamfalussy A. (1959), « Essai sur la croissance et la balance des paiements de la Belgique : 1948-1957 », *Bulletin de l Institut de recherches économiques et sociales*, 25 (1), pp. 43-74.

Lamfalussy A. (1961), *Investment ang Growth in Mature Economies*, London : Macmillan.

Lamfalussy, A. (2000), Stratégie et politique monétaires belges entre 1945 et 1999, Cassiers, I. (dir.) « Que nous est-il arrivé ? Un demi-siècle d évolution de

l économie belge », in numéro spécial de *Reflets et Perspectives de la vie économique*, tome XXXIX, n° 1, Bruxelles : De Boeck Université.

Lelart M. (1994), *La construction monétaire européenne*, Paris : Dunod.

Léon P. (1977), *Histoire économique et sociale du monde,* tome 5 : *Guerres et crises, 1914-1947*, Paris : A. Colin.

Lipsey, R.G., Steiner, P.O. et al. (1993), *Macroéconomique*, Boucherville : Morin.

Maddison, A. (1991), *Dynamics Forces in Capitalist Development, A Long-Run Comparative View*, Oxford – New York : Oxford University Press.

Maddison, A. (1995), *L'économie mondiale 1820-1992 : analyse et statistiques*, Paris : OCDE.

Maddison, A. (2001), *The World Economy : A Millennial Perspective*. Paris : OCDE.

Maes I., Buyst E. and Bouchet M. (2000), « The Post 1945 Development of Economies in Belgium », in A.W.B. Coats (ed.), *The Development of Economics in Western Europe Since 1945*, London - New York : Routledge, pp. 94-112.

Marglin, S. et Schor, J. eds. (1990), *The Golden age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford : Clarendon Press.

McKinon, R.I. (1993), « Bretton Woods, the Marshall Plan and the Postwar Dollar Standard », in Bordo, M.D. and Eichengreen, B., eds, *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago and London : The University of Chicago Press, pp. 597-604.

McKinon, R.I. (1994), « 50 ans d'évolution du système monétaire international depuis les accords de Bretton Woods. L'esprit et les règles des accords de Bretton Woods », *Problèmes économiques*, n° 2394, octobre, pp. 1-3.

Mishkin, F.S. (2001), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, sixth edition, Addison Wesley.

Mitchell, B.R. (2003)-1, *International historical statistics : Europe, 1750-2000*, Basingstoke : Palgrave Macmillan.

Mitchell, B.R. (2003)-2, *International historical statistics : the Americas, 1750-2000*, Basingstoke : Palgrave Macmillan.

Modigliani, F. (1977), « The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policies ? », *American Economic Review*, volume 67, Issue 2, pp. 1-19.

Mundell, R. (1963), « Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29 (n° 4), pp. 475-485.

Obstfeld, M., Shambaugh, J.C. and Taylor, A.M. (2004), « The Trilemma in History : Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility », *Center for International and Development Economic Research Working Paper,* n° C04-133.

OECD (1999), *Statistiques rétrospectives de l OCDE 1960-1997*, Paris: OCDE

Opperman, J. (2000), « L Europe monétaire : de l Union Européenne des Paiements à l Euro », *Cahiers de recherche*, 2000 –10, GRIC, Juillet.

Papademos, L. (2003), « Cycles économiques et politique monétaire », in Banque de France, *Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière*, colloque international, mars.

Plihon, D. (2000), *La monnaie et ses mécanismes*, Paris : La découverte.

Pluym, W. et Boehme, O. (2005), *Van de* golden sixties *tot de val van Bretton Woods* (= La Banque nationale de Belgique (1939-1971) vol. 3), Bruxelles, Banque nationale de Belgique.

Quaden, P. (1957), Considération sur le franc légal et la loi monétaire du 12 avril 1957, *Revue de la Banque*, Bruxelles, XXI, n° 11, pp. 814-833.

Quaden, P. (1958), Encore la loi monétaire du 12 avril 1957, *Revue de la Banque*, Bruxelles, XXI, 1957, n° 11, pp. 814-833.

Savage, R. (2005), *Économie belge 1953-2000 : ruptures et mutations*. Louvain-la-Neuve : Presses universitaires de Louvain.

Schwartz, H. M. (1994), *States versus Markets. History, Geography, and the Development of the International Political Economy*, New York : St Martin s Press.

Secrétariat Général du Gouvernement (1970), « Le franc belge et le florin », *Notes et études documentaires*, Paris, décembre, n° 3747-3748.

Triffin, R. (1957), *Europe and the Money Muddle. From Bilateralism to Near-Convertibility*, 1947-1956, London : Oxford University Press.

Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven : Yale University Press.

Van Audenhove, M. (1990), *Histoire des finances communale dans l'évolution économique, financière et sociale de la Belgique 1918-1985*, Tome 2, Bruxelles : Crédit Communal.

Van der Wee, H. (1990), *Histoire économique mondiale 1945-1990*, Louvain-la-Neuve : Academia-Duculot.

Van Meerten, M. (2003), *Capital formation in Belgium, 1900-1995*, Leuven : Leuven University Press.

Van Praag, H. (1996), « L'assainissement monétaire au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale : L'opération Gutt en Belgique, la politique du Général de Gaulle en France, Forum financier belge », *Revue de la Banque, supplément.*

Van Ypersele, J. et Koeune, J.-Cl. (1984), *Le système monétaire européen*, Bruxelles: Commission des Communautés Européennes.

Vandeputte, R. (1993), *L'histoire économique de la Belgique 1944-1990*, Bruxelles: Labor.

Vandeputte, R., Abraham, J.P. et Lempereur, Cl. (1981), *Les institutions financières belges*, Anvers : Scriptoria.

Verplaetse, A. (1981), « De overheidstussenkomst in het financiewezen: effectief ? Efficient ? », *Revue de la banque*, Bruxelles, avril, cahier 12/13.

Walrafen, Th. (dir.) (1994), *Bretton Woods, Mélanges pour un cinquantenaire*, Paris : Association d'économie financière. Le Monde éditions.

Annexe 1

TABLEAUX

Tableaux de synthèse

Tableau A1 Bilan de la Banque nationale : actif, 1939-1971

Tableau A2 Bilan de la Banque nationale : passif, 1939-1971

Tableau A3 Composition de l òffre de monnaie, 1947-1972

Tableau A4 Origines des variations du stock de monnaie, 1950-1972

Tableau A5 Principaux taux d èscompte et d ìntérêt de la Banque nationale, 1940-1972

Tableau A6 Synthèse de la balance des paiements, 1946-1971

Tableau A7 Détail de la balance commerciale (transaction de biens et services), 1946-1971

Tableau A8 Détail de la balance des capitaux, 1946-1971

Tableau A9 Commerce extérieur :

- a Valeur des importations par orientation géographique
- b Valeur des exportations par orientation géographique
- c Valeur des exportations nettes par orientation géographique

TABLEAU A1 BILAN DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE : ACTIF, 1939-1971
(fin d'année, milliards de francs)

	Créances sur l'étranger									Créances sur l'État et les autres pouvoirs publics	Créances sur les entreprises et particuliers	Autres	Total de l'actif
	Encaisse en or	Accords internationaux	Monnaies étrangères	FMI			Acceptations bancaires en FB représentatives d'exportations	Divers	Total				
				Participations	Prêts	Droits de tirage spéciaux							
1939	21,1	-		-	-	-	-	-	21,1	5,2	2,8	0,4	29,5
1940 (mai)	23,4	-		-	-	-	-	-	23,4	5,9	1,5	0,5	31,3
1940	21,6	1,6		-	-	-	-	-	23,2	11,8	1,2	0,4	36,6
1941	21,6	0,6		-	-	-	-	-	22,2	26,9	0,8	0,4	50,3
1942	21,6	0,5		-	-	-	-	-	22,1	46,6	0,7	0,4	69,8
1943	21,6	0,5		-	-	-	-	-	22,1	65,9	0,8	0,4	89,2
1944	32,1	0,6		-	-	-	-	-	32,7	96,8	2,0	0,6	132,1
1945	31,4	3,6		-	-	-	-	-	35,0	108,3	0,7	0,6	144,6
1946	32,2	6,1		-	-	-	-	-	38,3	116,4	3,1	1,3	159,1
1947	26,0	13,1		1,6	-	-	-	-	40,7	118,7	4,0	2,7	166,1
1948	27,3	14,9		1,0	-	-	-	-	43,2	44,3	5,9	4,1	97,5
1949	34,6	12,5		1,2	-	-	-	-	44,3	45,3	4,4	3,4	97,4
1950	29,4	7,0	3,2	0,1	-	-	0,5	-	40,2	43,6	10,5	5,9	100,2
1951	31,8	20,7	0,2	-	-	-	0,3	-	53,0	42,5	8,7	7,5	111,7
1952	35,2	17,2	1,4	-	-	-	0,6	-	54,4	44,9	8,7	5,6	113,6
1953	38,8	14,7	0,9	-	-	-	0,3	-	54,7	46,2	8,4	3,5	112,8
1954	38,9	9,9	3,3	-	-	-	0,1	-	52,5	44,3	9,2	5,9	111,9
1955	46,4	10,6	0,3	-	-	-	1,1	-	58,4	45,4	7,4	4,1	115,3
1956	46,2	11,0	1,0	-	-	-	0,9	-	59,1	44,2	10,7	7,1	121,1
1957	45,8	10,0	1,7	-	-	-	1,4	-	59,1	44,5	13,4	7,2	124,2
1958	63,5	10,0	1,4	-	-	-	1,4	-	76,3	44,3	2,9	4,3	127,8
1959	56,7	5,5	4,4	4,4	-	-	2,0	-	73,0	44,5	5,6	5,4	128,5
1960	58,5	3,5	12,6	4,4	-	-	2,4	0,1	81,5	42,3	4,4	22,7	150,9
1961	62,4	0,4	20,4	8,0	-	-	2,4	0,2	93,8	43,0	2,7	29,1	168,6
1962	68,3	0,3	12,8	6,7	-	-	3,8	0,1	92,0	41,7	6,3	22,7	162,7
1963	68,6	0,1	21,5	7,1	-	-	4,1	1,6	103,0	45,8	5,2	38,3	192,3
1964	72,5	-	27,0	8,7	1,5	-	4,3	1,7	115,7	46,5	2,7	41,2	206,1
1965	77,9	-	21,9	12,2	3,4	-	6,7	1,6	123,7	45,9	5,6	36,6	211,8
1966	76,2	-	21,4	15,2	3,4	-	7,6	1,6	125,4	46,7	7,9	39,0	219,0
1967	74,0	-	36,1	14,7	1,9	-	8,0	3,1	137,8	39,9	5,8	54,4	237,9
1968	76,2	-	18,1	10,3	5,0	-	14,2	0,3	124,1	52,4	11,9	38,3	226,7
1969	76,0	-	35,6	7,8	-	-	9,8	-	129,2	52,6	8,8	59,1	249,7
1970	73,5	0,2	39,0	19,6	-	10,2	1,9	-	144,4	50,1	5,4	56,3	256,2
1971	77,2	-	35,0	30,0	-	20,3	5,8	-	168,3	41,8	10,1	42,5	262,7

Source : BNB (statistiques économiques belges), complété par la département des Études de la BNB.

TABLEAU A2 BILAN DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE : PASSIF, 1939-1971
(fin d'année, milliards de francs)

	Engagements envers l'étranger				Billets en circulation	Comptes courants	Comptes créés en vertu de l'arrêté loi du 06.10.1944	Banques belges, réserve monétaire	Droits de tirage spéciaux, allocation cumulative nette	Autres	Total du passif
	Envers le FMI	Envers l'UEP	Autres	Total							
1939	-	-	-	0,0	27,8	1,0	-	-	-	0,7	29,5
1940 (mai)	-	-	-	0,0	29,8	0,9	-	-	-	0,6	31,3
1940	-	-	-	0,0	34,4	1,4	-	-	-	0,8	36,6
1941	-	-	-	0,0	48,2	1,2	-	-	-	0,9	50,3
1942	-	-	-	0,0	67,7	1,1	-	-	-	1,0	69,8
1943	-	-	-	0,0	83,7	1,6	-	-	-	3,9	89,2
1944	-	-	-	0,0	38,8	3,8	74,4	-	-	15,1	132,1
1945	-	-	-	0,0	69,9	3,5	59,6	-	-	11,6	144,6
1946	-	-	-	0,0	72,2	6,3	68,0	-	-	12,6	159,1
1947	-	-	-	0,0	78,3	5,9	68,0	-	-	13,9	166,1
1948	-	-	-	0,0	84,9	9,2	-	-	-	3,4	97,5
1949	-	-	-	0,0	87,9	6,5	-	-	-	3,0	97,4
1950	0,1	1,8	2,5	4,4	88,6	4,0	-	-	-	3,2	100,2
1951	0,1	-	2,4	2,5	95,0	4,1	-	-	-	10,1	111,7
1952	0,1	-	2,7	2,8	97,8	5,4	-	-	-	7,6	113,6
1953	0,1	-	1,9	2,0	101,6	4,4	-	-	-	4,8	112,8
1954	0,1	-	1,5	1,6	102,7	4,1	-	-	-	3,5	111,9
1955	0,1	-	1,2	1,3	107,6	3,1	-	-	-	3,3	115,3
1956	0,1	-	0,6	0,7	111,5	6,1	-	-	-	2,8	121,1
1957	0,1	-	0,8	0,9	112,7	4,5	-	-	-	6,1	124,2
1958	0,1	-	0,7	0,8	117,3	4,7	-	-	-	5,0	127,8
1959	0,2	-	0,6	0,8	118,3	3,9	-	-	-	5,5	128,5
1960	0,2	-	0,8	1,0	124,1	3,1	-	-	-	22,7	150,9
1961	0,2	-	0,9	1,1	129,1	8,7	-	-	-	29,7	168,6
1962	0,2	-	0,8	1,0	138,5	3,9	-	-	-	19,3	162,7
1963	0,2	-	0,8	1,0	150,5	3,6	-	-	-	37,2	192,3
1964	0,2	-	0,7	0,9	160,3	1,9	-	1,3	-	41,7	206,1
1965	0,2	-	0,7	0,9	170,3	2,7	-	-	-	37,9	211,8
1966	0,2	-	0,7	0,9	175,3	2,7	-	-	-	40,1	219,0
1967	0,2	-	0,7	0,9	177,5	3,5	-	-	-	56,0	237,9
1968	0,2	-	1,0	1,2	183,2	3,2	-	-	-	39,1	226,7
1969	0,2	-	0,7	0,9	183,0	4,9	-	-	-	60,9	249,7
1970	0,2	-	0,8	1,0	188,2	4,7	-	-	3,5	58,8	256,2
1971	0,3	-	3,1	3,4	201,8	3,9	-	-	7,0	46,6	262,7

Source : BNB (statistiques économiques belges), complété par le département des Études de la BNB.

TABLEAU A3 COMPOSITION DE L'OFFRE DE MONNAIE, 1947-1972
(milliards de francs)

	Stock de monnaie fiduciaire	Stock de monnaie scripturale	Total	Monnaie fiduciaire en pourcentage du total
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1)/(3)
1947	83,8	58,6	142,4	58,8
1948	88,5	61,6	150,1	58,9
1949	91,0	65,2	156,2	58,3
1950	92,3	63,0	155,3	59,4
1951	99,1	69,4	168,5	58,8
1952	102,0	72,5	174,5	58,5
1953	105,9	74,4	180,3	58,7
1954	106,7	76,9	183,6	58,1
1955	110,8	81,8	192,6	57,5
1956	114,3	84,0	198,3	57,6
1957	115,5	82,5	198,0	58,3
1958	120,3	89,2	209,5	57,4
1959	121,3	95,0	216,3	56,1
1960	126,8	93,6	220,4	57,5
1961	132,2	105,2	237,4	55,7
1962	141,7	112,8	254,5	55,7
1963	153,7	124,1	277,8	55,3
1964	163,7	133,7	297,4	55,0
1965	173,4	145,2	318,6	54,4
1966	178,7	161,0	339,7	52,6
1967	180,1	170,4	350,5	51,4
1968	185,4	191,1	376,5	49,2
1969	185,2	201,1	386,3	47,9
1970	190,7	227,8	418,5	45,6
1971	204,7	256,3	461,0	44,4
1972	225,6	304,9	530,5	42,5

Source : BNB (statistiques économiques belges).

TABLEAU A4 ORIGINES DES VARIATIONS DU STOCK DE MONNAIE, 1950-1972
(milliards de francs)

	Stock monétaire	Liquidités quasi-monétaires	Total*	Opérations avec l'étranger	Crédits aux entreprises et particuliers	Financement monétaire des pouvoirs publics		Monétisation d'effets publics		Crédits à des intermédiaires financiers non monétaires	Emprunts obligataires des banques de dépôts	Divers	Refinancement en dehors des organismes monétaires (augmentation : -)	
						État	Autres	Achats sur le marché par les organismes monétaires	Par l'intermédiaire du F. R.				de créances commerciales sur l'étranger	de crédits aux entreprises et particuliers
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
1950	2,5	0,2	2,7	- 11,8	5,9	6,5	0,7	0,3	1,6	- 0,6	0,0	0,1	0,0	nd
1951	12,5	3,0	15,5	11,4	5,5	4,5	0,3	1,0	- 2,6	- 0,2	- 0,3	- 1,2	- 0,4	- 2,5
1952	6,0	3,9	9,9	7,9	1,2	5,2	- 0,8	1,6	- 1,3	- 0,8	- 0,4	- 1,0	- 0,8	- 0,9
1953	5,8	0,7	6,5	- 1,3	2,1	5,4	0,1	1,4	- 0,3	0,1	- 0,9	- 0,5	0,3	0,1
1954	3,3	1,1	4,4	- 3,9	4,4	0,8	1,0	2,1	1,1	0,9	- 1,0	1,2	- 0,8	- 1,4
1955	8,9	2,5	11,4	3,5	2,2	3,1	1,5	2,4	- 0,4	0,2	- 0,9	- 1,3	0,6	0,5
1956	5,8	- 0,3	5,5	2,9	6,4	- 3,6	0,2	1,3	1,5	- 0,1	- 0,5	- 0,7	- 0,1	- 1,8
1957	- 0,3	1,3	1,0	1,5	3,1	- 0,4	- 1,6	1,2	- 1,7	0,1	- 0,6	- 0,7	- 0,2	0,2
1958	12,9	2,4	15,3	15,3	- 5,2	5,7	- 0,1	1,9	2,2	1,7	- 1,7	- 0,9	- 0,4	- 3,3
1959	6,8	5,8	12,6	- 0,1	3,1	3,7	0,7	1,8	1,4	0,9	- 0,3	- 0,1	0,2	1,3
1960	4,4	6,1	10,5	- 1,6	6,0	6,5	2,2	0,2	1,9	- 0,1	- 0,7	- 3,2	0,5	- 1,0
1961	16,7	9,1	25,8	7,8	9,9	3,6	2,0	1,5	0,4	2,5	- 1,1	2,0	- 1,1	- 1,7
1962	17,1	4,3	21,4	4,7	11,5	0,8	2,2	0,5	0,7	2,4	- 2,4	1,1	- 0,2	0,1
1963	25,6	8,2	33,8	- 1,4	16,4	23,5	- 0,3	- 1,6	- 0,1	1,4	- 0,4	- 4,9	- 0,1	1,3
1964	19,6	6,1	25,7	7,0	11,1	12,6	1,5	- 2,2	- 1,0	0,2	0,0	- 1,8	- 0,1	- 1,6
1965	21,1	11,6	32,7	13,2	16,0	7,0	2,4	- 1,1	- 2,0	1,3	0,0	- 1,2	- 1,2	- 1,7
1966	21,2	12,8	34,0	- 4,0	20,2	11,8	3,2	- 1,1	- 0,6	2,4	- 0,6	- 0,6	1,1	2,2
1967	11,0	21,6	32,6	17,1	26,1	1,4	- 0,1	- 2,0	- 0,9	1,5	- 1,6	- 2,2	- 2,7	- 4,0
1968	26,1	18,2	44,3	- 8,1	25,6	23,7	3,1	- 2,1	0,7	4,0	- 3,0	- 0,4	0,8	0,0
1969	9,8	29,4	39,2	12,6	11,1	20,1	2,7	- 2,1	- 0,7	4,9	- 4,4	- 5,7	- 2,8	3,5
1970	32,2	13,1	45,3	13,5	25,0	4,5	8,6	- 1,2	- 1,2	8,2	- 4,6	- 0,2	- 4,8	- 2,5
1971	42,1	31,4	73,5	32,1	35,7	4,1	3,9	- 1,2	- 6,0	3,6	- 4,8	2,8	3,0	0,3
1972	65,3	43,4	108,7	22,6	52,6	28,7	11,7	- 1,4	0,3	- 3,9	- 5,3	3,6	0,7	- 0,9

Source : BNB (statistiques économiques belges), complété par le département des Études de la BNB.
* (3) = (1) + (2) ou somme de (4) à (14),

TABLEAU A5 PRINCIPAUX TAUX D ESCOMPTE ET D 'INTÉRÊT DE LA BANQUE NATIONALE, 1940-1972
(pourcentages)

	Date effective	Traites acceptées domiciliées en banque	Acceptations de banques visées représentatives d'importations	Promesses
1940	25 janvier	2,00		3,00
1945	16 janvier	1,50	1,00	3,00
1946	7 novembre	2,50	2,00	4,00
	16 décembre	2,50	2,00	4,00
	19 décembre	3,00	2,50	4,50
1947	28 août	3,50	3,00	5,00
1948	19 février	3,50	3,20	5,00
1949	6 octobre	3,25	3,25	5,00
1950	11 septembre	3,75	3,75	5,50
	7 décembre	3,75	3,75	5,50
1951	5 juillet	3,50	3,50	5,50
	13 septembre	3,25	3,25	5,50
1952	18 décembre	3,00	3,00	5,50
1953	5 mars	3,00	3,00	5,00
	21 mai	3,00	3,00	4,75
	29 octobre	2,75	2,75	4,50
1955	4 août	3,00	3,00	4,75
1956	6 décembre	3,50	3,50	5,25
1957	25 juillet	4,50	4,50	6,25
1958	27 mars	4,25	4,25	6,00
	5 juin	4,00	4,00	5,75
	3 juillet	3,75	3,75	5,50
	28 août	3,50	3,50	5,25
	30 octobre	3,50	3,50	5,00
1959	8 janvier	2,25	3,25	4,75
	24 décembre	4,00	4,00	5,25

Source : BNB (statistiques économiques belges).

TABLEAU A5 PRINCIPAUX TAUX D ESCOMPTE ET D 1NTÉRÊT DE LA BANQUE NATIONALE, 1940-1972 (suite)
(pourcentages)

	Date effective	Traites acceptées domiciliées en banque	Acceptations de banques visées représentatives d'importations		Promesses
1960	4 août	5,00	5,00		6,25
	10 novembre	5,00	5,00		6,25
1961	24 août	4,75	4,75		6,00
	28 décembre	4,50	4,50		5,75
1962	18 janvier	4,25	3,25		5,50
	22 mars	4,00	3,00		5,25
	9 août	3,75	3,00		5,00
	6 décembre	3,50	2,75		5,00
1963	18 juillet	4,00	3,25		5,50
	31 octobre	4,25	3,75		6,25
1964	4février	4,25	3,75		6,25
	3 juillet	4,75	4,25		6,25
	18 décembre	4,75	4,25		6,25
1966	2 juin	5,25	4,75		6,75
	27 octobre	5,25	4,75		6,75
1967	2 février	5,00	4,50		6,75
	23 mars	4,75	4,25		6,50
	20 avril	4,75	4,25		6,50
	11 mai	4,50	4,00		6,25
	14 septembre	4,25	3,75		6,00
	26 octobre	4,00	3,50		5,75
1968	7 mars	3,75	3,25		5,50
	19 décembre	4,50	4,00		6,25
			CEE	Autres	
1969	1 janvier	4,50	4,50	4,00	6,25
	6 février	4,50	4,50	4,00	6,25
	6 mars	5,00	5,00	4,50	7,00
	10 avril	5,50	5,50	5,00	7,50
	29 mai	6,00	6,00	5,50	8,00
	31 juillet		7,00		9,00
	18 septembre		7,50		9,50
1970	22 octobre		7,00		9,00
	10 décembre		6,50		8,50
1971	25 mars		6,00		7,50
	23 septembre		5,50		7,00
1972	6 janvier		5,00		6,50
	3 février		4,50		6,00
	2 mars		4,00		5,00

Source : BNB (statistiques économiques belges).

TABLEAU A6 SYNTHÈSE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS, 1946-1971
(milliards de francs)

	Transaction de biens et services	Transferts	Total balance courante	Capitaux publics	Capitaux privés	Total balance des capitaux	Total correspondant au mouvement des avoirs extérieurs nets des organismes monétaires
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6) = (4) + (5)	
1946	- 17,9	1,7	- 16,2	n.d.	n.d.	0,0	0,0
1947	- 14,0	0,7	- 13,3	- 1,9	10,8	8,9	- 4,1
1948	- 9,3	0,9	- 8,4	2,7	5,4	8,1	- 0,6
1949	4,3	0,6	4,9	- 0,3	0,8	0,5	5,1
1950	- 7,6	1,1	- 6,5	3,6	- 4,7	- 1,1	- 9,5
1951	12,5	1,7	14,2	0,0	- 1,4	- 1,4	10,6
1952	10,9	0,6	11,5	- 3,6	- 2,9	- 6,5	3,4
1953	0,0	0,6	0,6	1,8	- 2,4	- 0,6	0,1
1954	- 3,8	1,0	- 2,8	2,6	- 3,4	- 0,8	- 3,6
1955	9,8	1,1	10,9	2,5	- 7,7	- 5,2	4,4
1956	12,0	1,3	13,3	- 3,6	- 8,0	- 11,6	0,4
1957	8,5	1,5	10,0	0,6	- 6,7	- 6,1	2,1
1958	17,5	1,2	18,7	1,2	- 3,8	- 2,6	15,9
1959	1,2	2,4	3,6	- 4,0	- 1,6	- 5,6	- 4,1
1960	4,9	0,6	5,5	4,9	- 2,5	2,4	6,2
1961	1,8	0,7	2,5	- 5,2	3,8	- 1,4	0,6
1962	3,5	0,7	4,2	- 1,8	0,4	- 1,4	4,0
1963	- 4,3	- 0,9	- 5,2	2,5	2,1	4,6	- 0,1
1964	- 0,4	0,3	- 0,1	1,5	8,8	10,3	10,7
1965	8,1	- 0,5	7,6	- 5,8	6,0	0,2	7,3
1966	- 2,9	- 1,7	- 4,6	- 2,5	0,6	- 1,9	- 5,3
1967	13,3	- 3,5	9,8	- 6,8	8,1	1,3	9,6
1968	5,0	- 3,6	1,4	- 3,4	- 4,4	- 7,8	- 3,7
1969	10,0	- 6,3	3,7	- 2,1	14,2	12,1	15,1
1970	43,5	- 7,8	35,7	- 0,7	- 13,8	- 14,5	15,2
1971	49,3	- 8,0	41,3	- 11,0	- 9,3	- 20,3	23,4

Source : BNB (statistiques économiques belges), complété par le département des Études de la BNB.

TABLEAU A7 DÉTAIL DE LA BALANCE COMMERCIALE (TRANSACTION DE BIENS ET SERVICES), 1946-1971
(milliards de francs)

	Opérations sur marchandises (f.o.b.)	Mouvement de l'or non monétaire	Déplacements à l'étranger	Transports	Primes et indemnités d'assurances	Revenus d'investissements	Transactions gouvernementales non comprises ailleurs	Transactions courantes diverses	Total
1946	- 26,1	0,0	0,2	- 3,8	- 0,3	0,1	9,1	2,9	- 17,9
1947	- 16,3	..	0,3	- 5,8	- 1,1	0,1	2,4	6,4	- 14,0
1948	- 6,9	..	- 2,0	- 4,0	- 0,4	0,8	0,1	3,1	- 9,3
1949	7,5	- 0,1	- 1,3	- 2,8	- 0,1	0,3	- 0,2	1,0	4,3
1950	- 2,5	0,1	- 1,4	- 4,9	- 0,1	0,2	- 0,3	1,3	- 7,6
1951	21,5	0,0	- 2,1	- 7,9	- 0,3	0,9	- 0,3	0,7	12,5
1952	15,3	- 0,1	- 1,5	- 4,6	- 0,2	0,8	0,6	0,6	10,9
1953	1,9	0,0	- 0,8	- 2,3	0,0	1,1	- 0,4	0,5	0,0
1954	- 2,6	0,0	- 0,2	- 2,7	- 0,1	1,1	- 1,1	1,8	- 3,8
1955	4,9	- 0,1	0,3	1,1	- 0,7	2,1	- 0,2	2,4	9,8
1956	5,5	- 0,8	1,0	0,8	- 0,6	3,5	- 1,0	3,6	12,0
1957	- 1,2	- 1,1	1,1	3,0	- 0,6	3,3	0,1	3,9	8,5
1958	4,5	0,0	3,3	2,8	- 0,7	2,5	- 0,6	5,7	17,5
1959	- 1,8	- 0,6	- 1,4	2,5	- 0,7	1,1	- 2,2	4,3	1,2
1960	1,3	- 0,6	- 1,4	1,2	- 0,9	2,3	- 2,4	5,4	4,9
1961	- 1,1	- 0,9	- 2,1	- 0,4	0,0	1,3	- 0,1	5,1	1,8
1962	0,5	- 0,5	- 2,2	0,5	0,0	0,1	- 0,2	5,3	3,5
1963	- 3,3	- 0,7	- 3,2	0,8	- 0,3	-1,0	- 1,0	4,4	- 4,3
1964	1,9	- 0,8	- 3,4	1,0	- 0,4	- 0,9	- 2,3	4,5	- 0,4
1965	6,3	- 2,0	- 4,1	2,0	- 0,4	0,6	0,3	5,4	8,1
1966	- 4,2	- 1,5	- 4,5	1,4	- 0,3	1,1	0,2	4,9	- 2,9
1967	8,5	- 2,4	- 6,4	1,4	1,6	1,2	3,7	5,7	13,3
1968	- 0,7	- 1,3	- 6,2	1,2	1,2	1,7	3,3	5,8	5,0
1969	9,2	- 0,4	- 6,9	0,7	0,6	0,8	1,1	4,9	10,0
1970	38,6	0,0	- 7,2	0,9	1,5	3,4	0,6	5,7	43,5
1971	41,1	0,1	- 10,2	4,4	- 0,2	4,2	3,4	6,5	49,3

Source : BNB (statistiques économiques belges), complété par le département des Études de la BNB.

TABLEAU A8 DÉTAIL DE LA BALANCE DES CAPITAUX, 1946 – 1971
(milliards de francs)

	Pouvoirs publics					Particuliers et entreprises					
			Total capitaux publics					Total capitaux privés			Total
	État	Autres pouvoirs publics		dont capitaux long terme	dont capitaux court terme	Organismes paraétatiques d'exploitation	Autres		dont capitaux long terme	dont capitaux court terme	
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8) = (6) + (7)	(9)	(10)	(11)
1946			n.d.					n.d.			0,0
1947			- 1,9	- 1,9	-			10,8			8,9
1948			2,7	1,0	1,7			5,4			8,1
1949			- 0,3	0,9	- 1,2			0,8			0,5
1950	3,6	0,0	3,6	- 3,0	6,6	0,0	- 4,7	- 4,7	- 4,7	0,0	- 1,1
1951	0,0	0,0	0,0	- 0,5	0,5	0,0	- 1,4	- 1,4	- 1,9	0,5	- 1,4
1952	- 3,6	0,0	- 3,6	- 0,7	- 2,9	0,0	- 2,9	- 2,9	- 1,7	- 1,2	- 6,5
1953	1,8	0,0	1,8	0,9	0,9	0,0	- 2,4	- 2,4	- 3,2	0,8	- 0,6
1954	2,6	0,0	2,6	3,2	- 0,6	0,0	- 3,4	- 3,4	- 3,9	0,5	- 0,8
1955	2,3	0,2	2,5	1,9	0,6	0,0	- 7,7	- 7,7	- 7,2	- 0,5	- 5,2
1956	- 3,8	0,2	- 3,6	- 1,9	- 1,7	0,0	- 8,0	- 8,0	- 9,0	1,0	- 11,6
1957	0,8	- 0,2	0,6	0,2	0,4	0,0	- 6,7	- 6,7	- 6,6	- 0,1	- 6,1
1958	1,2	0,0	1,2	- 1,9	3,1	1,8	- 5,6	- 3,8	- 4,9	1,1	- 2,6
1959	- 3,2	- 0,8	- 4,0	- 5,7	1,7	0,7	- 2,3	- 1,6	- 0,7	- 0,9	- 5,6
1960	3,2	1,7	4,9	- 0,7	5,6	- 0,1	- 2,4	- 2,5	- 2,8	0,3	2,4
1961	- 5,3	0,1	- 5,2	5,6	- 10,8	1,9	1,9	3,8	3,9	- 0,1	- 1,4
1962	- 2,2	0,4	- 1,8	- 1,8	0,0	- 0,1	0,5	0,4	0,3	0,1	- 1,4
1963	2,4	0,1	2,5	1,5	1,0	- 0,1	2,2	2,1	2,0	0,1	4,6
1964	0,4	1,1	1,5	1,2	0,3	0,3	8,5	8,8	8,4	0,4	10,3
1965	- 5,8	0,0	- 5,8	- 4,5	- 1,3	1,7	4,3	6,0	5,7	0,3	0,2
1966	- 2,5	0,0	- 2,5	- 4,1	1,6	0,7	- 0,1	0,6	0,3	0,3	- 1,9
1967	- 6,3	- 0,5	- 6,8	- 5,1	- 1,7	- 1,3	9,4	8,1	7,5	0,6	1,3
1968	- 3,2	- 0,2	- 3,4	- 1,4	- 2,0	- 0,4	- 4,0	- 4,4	- 4,3	- 0,1	- 7,8
1969	- 1,9	- 0,2	- 2,1	- 1,9	- 0,2	1,6	12,6	14,2	14,5	- 0,3	12,1
1970	- 0,5	- 0,2	- 0,7	- 3,7	3,0	- 2,4	- 11,4	- 13,8	- 10,6	- 3,2	- 14,5
1971	- 11,0	0,0	- 11,0	- 5,8	- 5,2	- 0,5	- 8,8	- 9,3	- 8,1	- 1,2	- 20,3

Source : BNB (statistiques économiques belges), complété par le département des Études de la BNB.

TABLEAU A9 a COMMERCE EXTÉRIEUR : VALEUR DES IMPORTATIONS PAR ORIENTATION GÉOGRAPHIQUE
(milliards de francs)

	Pays-Bas	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	UEP	CEE	Amérique du nord	Autres pays	Total général
1936-1938	2,1	3,2	2,7	0,2	2,0			2,7	11,3	24,2
1945-1946	1,7	4,9	1,0	0,4	6,5			8,5	12,5	35,5
1947	5,0	9,7	2,3	1,1	7,9			24,3	35,3	85,6
1948	7,2	7,6	5,4	1,5	8,5			17,0	40,3	87,5
1949	7,6	8,1	5,6	1,3	7,2			17,2	34,7	81,7
1950	9,8	11,1	7,9	1,6	9,4			18,2	39,8	97,8
1951	13,9	13,1	11,2	1,9	10,6	76,1		24,6	51,9	127,2
1952	16,1	12,5	13,3	1,7	10,1	78,0		22,5	46,9	123,0
1953	16,6	13,4	14,9	1,8	10,9	81,8		15,3	48,2	121,1
1954	17,0	15,3	17,4	1,9	10,7	85,6		15,6	49,6	127,5
1955	18,8	17,7	19,7	2,2	12,1	96,5		18,2	53,5	142,2
1956	21,3	19,5	24,3	2,4	13,2	108,5		22,7	60,2	163,6
1957	24,4	20,4	26,7	3,2	14,1	117,9		23,4	59,4	171,6
1958	24,6	18,1	26,8	3,4	11,6	109,7	72,9	17,7	54,2	156,4
1959	27,2	21,7	28,1	4,0	14,3		81,0	18,5	58,3	172,1
1960	29,4	26,9	33,7	4,7	14,6		94,7	22,0	66,6	197,9
1961	32,3	31,0	37,7	5,8	15,9		106,8	21,4	66,8	210,9
1962	33,7	33,3	42,8	6,7	18,3		116,5	25,1	67,9	227,8
1963	37,7	38,5	49,2	8,8	21,1		134,2	26,3	74,0	255,6
1964	44,0	43,8	61,4	11,3	22,8		160,5	30,1	85,6	299,0
1965	48,2	49,8	69,1	12,6	24,4		179,7	31,9	88,8	324,8
1966	52,4	55,8	77,6	14,6	26,6		200,4	32,7	99,0	358,7
1967	54,0	53,2	75,9	16,2	25,1		199,3	34,0	100,4	358,8
1968	60,8	63,6	86,5	17,9	30,1		228,8	39,8	118,0	416,7
1969	71,2	79,5	115,9	20,1	34,7		286,7	43,5	134,5	499,4
1970	83,0	97,4	132,6	21,3	33,2		334,3	57,3	143,3	568,1
1971	103,4	111,5	158,1	24,7	38,9		437,9	46,9	143,3	626,8

Source : BNB (statistiques économiques belges).

TABLEAU A9 b COMMERCE EXTÉRIEUR : VALEUR DES EXPORTATIONS PAR ORIENTATION GÉOGRAPHIQUE
(milliards de francs)

	Pays-Bas	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	UEP	CEE	Amérique du nord	Autres pays	Total général
1936-1938	2,6	3,7	2,5	0,3	3,1			1,9	8,2	22,3
1945-1946	2,7	2,9	0,0	0,3	1,0			2,1	7,9	16,9
1947	7,9	7,6	0,9	2,0	6,1			3,2	34,0	61,7
1948	11,4	7,0	3,4	1,2	6,7			5,1	39,3	74,1
1949	11,7	5,9	8,6	2,5	7,5			5,1	38,5	79,8
1950	18,5	7,6	5,9	2,6	6,4			8,1	33,7	82,8
1951	23,8	12,1	8,0	2,8	13,3	94,0		12,3	60,3	132,6
1952	18,7	9,2	11,7	3,4	13,6	86,3		10,8	55,1	122,5
1953	20,1	9,1	10,5	3,7	8,8	77,3		13,1	47,7	113,0
1954	24,2	11,1	11,1	3,2	7,2	82,8		10,5	47,9	115,2
1955	28,8	13,9	16,3	3,1	8,9	101,0		13,6	54,4	139,0
1956	34,6	16,9	16,1	3,2	10,1	112,6		17,6	59,6	158,1
1957	36,2	17,6	16,3	3,3	8,9	114,3		15,2	61,8	159,3
1958	31,6	16,1	17,6	3,4	8,7	106,5	68,7	15,8	59,1	152,3
1959	35,0	15,0	21,9	4,3	9,7		76,2	23,9	55,0	164,8
1960	40,2	19,6	29,8	5,8	10,5		95,4	20,0	62,9	188,8
1961	45,9	22,1	30,2	6,3	10,3		104,5	20,3	61,1	196,2
1962	49,4	26,8	38,2	8,6	10,8		123	22,9	59,5	216,2
1963	54,7	35,2	44,8	12,4	13,9		147,1	22,7	58,3	242,0
1964	64,1	42,3	57,9	10,6	13,8		174,9	25,2	65,6	279,5
1965	70,4	46,4	69,7	10,9	15,3		197,4	29,9	76,5	319,1
1966	76,0	55,2	72,0	11,3	16,1		214,5	32,6	78,2	341,4
1967	75,4	62,3	69,7	14,1	16,7		221,5	32,0	81,4	351,6
1968	85,9	75,8	85,5	15,4	17,9		262,6	41,1	86,6	408,2
1969	97,4	105,8	115,2	21,6	20,2		340	37,6	105,5	503,3
1970	112,5	114,9	142,9	27,3	21,4		397,6	37,2	124,3	580,5
1971	118,5	123,0	157,4	27,0	22,4		442,3	44,1	125,7	618,1

Source : BNB (statistiques économiques belges).

TABLEAU A9 c COMMERCE EXTÉRIEUR : VALEUR DES EXPORTATIONS NETTES PAR ORIENTATION GÉOGRAPHIQUE
(milliards de francs)

	Pays-Bas	France	Allemagne	Italie	Royaume-Uni	UEP	CEE	Amérique du nord	Autres pays	Total général
1936-1938	0,5	0,5	- 0,2	0,1	1,1			- 0,8	- 3,1	- 1,9
1945-1946	1,0	- 2,0	- 1,0	- 0,1	- 5,5			- 6,4	- 4,6	- 18,6
1947	2,9	- 2,1	- 1,4	0,9	- 1,8			- 21,1	- 1,3	- 23,9
1948	4,2	- 0,6	- 2,0	- 0,3	- 1,8			- 11,9	- 1,0	- 13,4
1949	4,1	- 2,2	3,0	1,2	0,3			- 12,1	3,8	- 1,9
1950	8,7	- 3,5	- 2,0	1,0	- 3,0			- 10,1	- 6,1	- 15,0
1951	9,9	- 1,0	- 3,2	0,9	2,7	17,9		- 12,3	8,4	5,4
1952	2,6	- 3,3	- 1,6	1,7	3,6	8,3		- 11,7	8,3	- 0,5
1953	3,5	- 4,3	- 4,4	1,9	- 2,1	- 4,5		- 2,2	- 0,5	- 8,1
1954	7,2	- 4,2	- 6,3	1,3	- 3,5	- 2,8		- 5,1	- 1,7	- 12,3
1955	10,0	- 3,8	- 3,4	0,9	- 3,2	4,5		- 4,6	0,9	- 3,2
1956	13,3	- 2,6	- 8,2	0,8	- 3,1	4,1		- 5,1	- 0,6	- 5,5
1957	11,8	- 2,8	- 10,4	0,1	- 5,2	- 3,6		- 8,2	2,4	- 12,3
1958	7,0	- 2,0	- 9,2	0,0	- 2,9	- 3,2	- 4,2	- 1,9	4,9	- 4,1
1959	7,8	- 6,7	- 6,2	0,3	- 4,6		- 4,8	5,4	- 3,3	- 7,3
1960	10,8	- 7,3	- 3,9	1,1	- 4,1		0,7	- 2,0	- 3,7	- 9,1
1961	13,6	- 8,9	- 7,5	0,5	- 5,6		- 2,3	- 1,1	- 5,7	- 14,7
1962	15,7	- 6,5	- 4,6	1,9	- 7,5		6,5	- 2,2	- 8,4	- 11,6
1963	17,0	- 3,3	- 4,4	3,6	- 7,2		12,9	- 3,6	- 15,7	- 13,6
1964	20,1	- 1,5	- 3,5	- 0,7	- 9,0		14,4	- 4,9	- 20,0	- 19,5
1965	22,2	- 3,4	0,6	- 1,7	- 9,1		17,7	- 2,0	- 12,3	- 5,7
1966	23,6	- 0,6	- 5,6	- 3,3	- 10,5		14,1	- 0,1	- 20,8	- 17,3
1967	21,4	9,1	- 6,2	- 2,1	- 8,4		22,2	- 2,0	- 19,0	- 7,2
1968	25,1	12,2	- 1,0	- 2,5	- 12,2		33,8	1,3	- 31,4	- 8,5
1969	26,2	26,3	- 0,7	1,5	- 14,5		53,3	- 5,9	- 29,0	3,9
1970	29,5	17,5	10,3	6,0	- 11,8		63,3	- 20,1	- 19,0	12,4
1971	15,1	11,5	- 0,7	2,3	- 16,5		4,4	- 2,8	- 17,6	- 8,7

Source : BNB (statistiques économiques belges).
Remarque : Ces chiffres sont issus des statistiques douanières. Les exportations nettes ne correspondent donc pas au solde de la balance commerciale.

Annexe 2

GRAPHIQUES

1. Données de long terme

Graphique 1 Niveau du PIB par habitant, 1920-1990
Graphique 2 Cours de différentes monnaies par rapport au dollar, 1928-1998

2. Données macroéconomiques de bases

Graphique 3 Taux de croissance du PNB réel en Belgique
Graphique 4 Mesures de l'inflation
Graphique 5 Indice des prix à la consommation
Graphique 6 Facteurs de compétitivité

3. Bilan de la Banque nationale

Graphique 7 Bilan de la Banque nationale : évolution et répartition de l'actif
Graphique 8 Bilan de la Banque nationale : évolution et répartition du passif
Graphique 9 Couverture-or de la base monétaire

4. Taux de change

Graphique 10 Cours du dollar en francs belges
Graphique 11 Cours de la livre sterling en francs belges
Graphique 12 Cours du franc français en francs belges
Graphique 13 Cours de la lire italienne en francs belges
Graphique 14 Cours du florin en francs belges
Graphique 15 Cours du mark allemand en francs belges

5. Stock monétaire

Graphique 16 Stock de monnaie
Graphique 17 Stock de monnaie en pourcentage du PNB
Graphique 18 Part de la monnaie fiduciaire dans le stock de monnaie

6. Finances publiques

Graphique 19 Recettes et dépenses des pouvoirs publics en pourcentage du PIB
Graphique 20 Dette officielle du Trésor en pourcentage du PIB
Graphique 21 Répartition de la dette de l État
Graphique 22 Détenteurs de la dette du secteur public

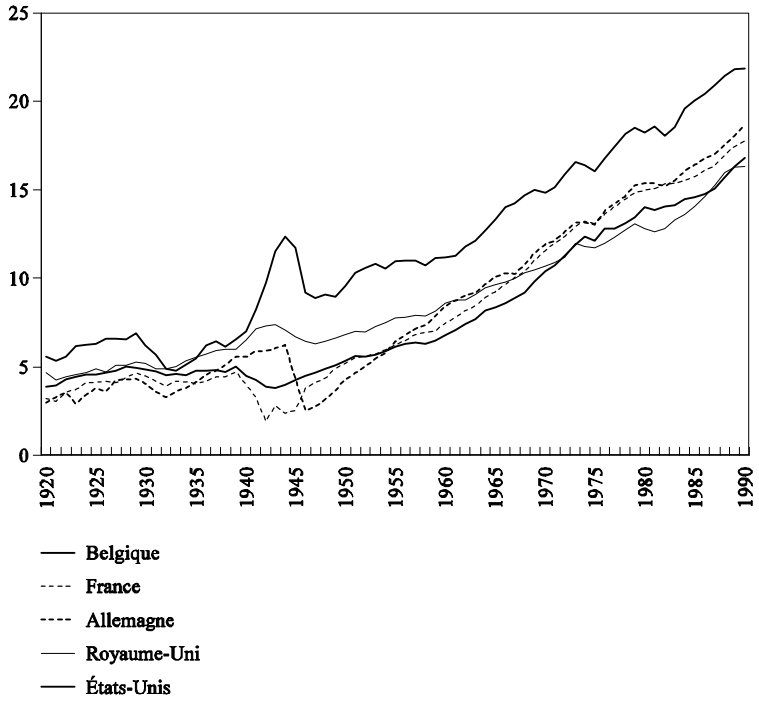
7. Commerce extérieur

Graphique 23 Balance des paiements de l UEBL
Graphique 24 Balance des paiements : mouvements de capitaux
Graphique 25 Balance des paiements : mouvements des capitaux publics
Graphique 26 Balance des paiements : mouvements des capitaux privés
Graphique 27 Structure géographique des importations
Graphique 28 Structure géographique des exportations

8. Taux d Intérêt

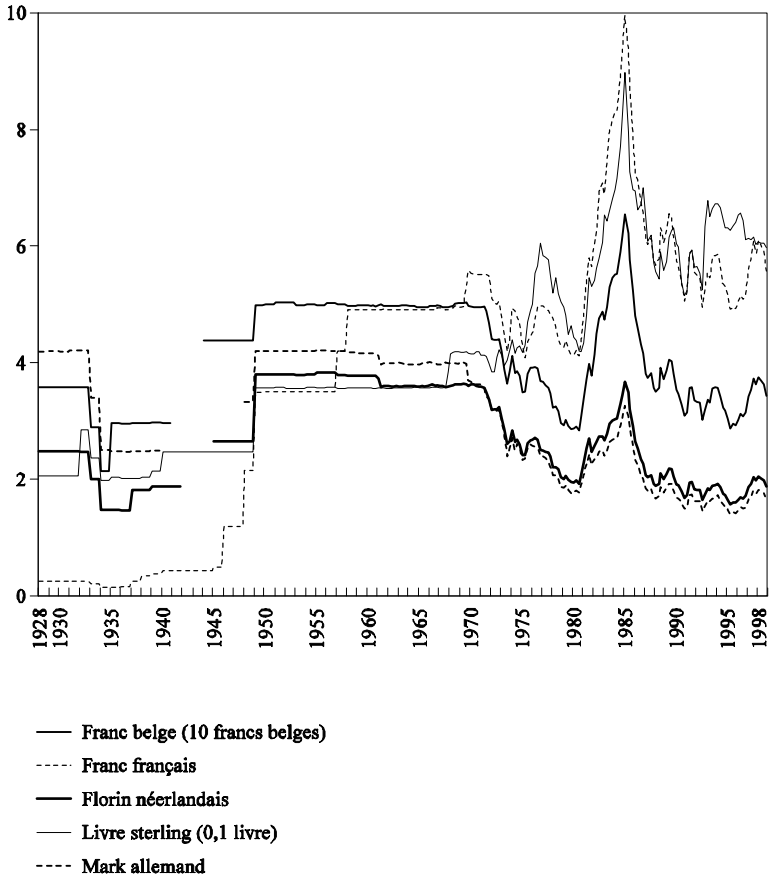
Graphique 29 Principaux taux d intérêt de court terme

GRAPHIQUE 1 NIVEAU DU PIB PAR HABITANT, 1920-1990
(milliers de dollars Geary-Khamis de 1990)



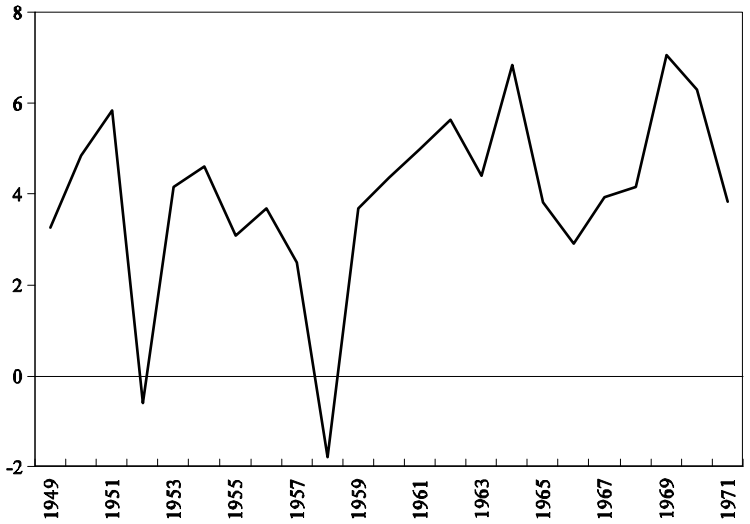
Source : Maddison (2001).

GRAPHIQUE 2 COURS DE DIFFÉRENTES MONNAIES PAR RAPPORT AU DOLLAR, 1928-1998



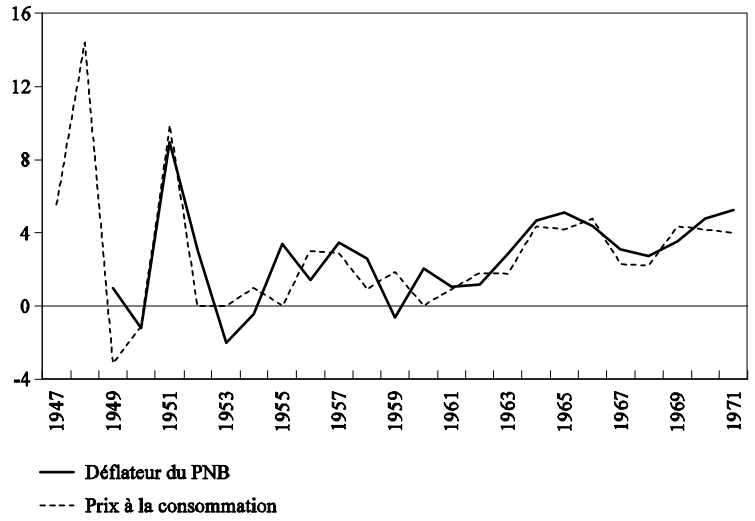
Sources : 1928-1948 : Annuaire statistique des Nations Unies (1948) ;
1949, à : Fonds monétaire international (statistiques financières internationales).

GRAPHIQUE 3 TAUX DE CROISSANCE DU PNB RÉEL EN BELGIQUE
(pourcentages)



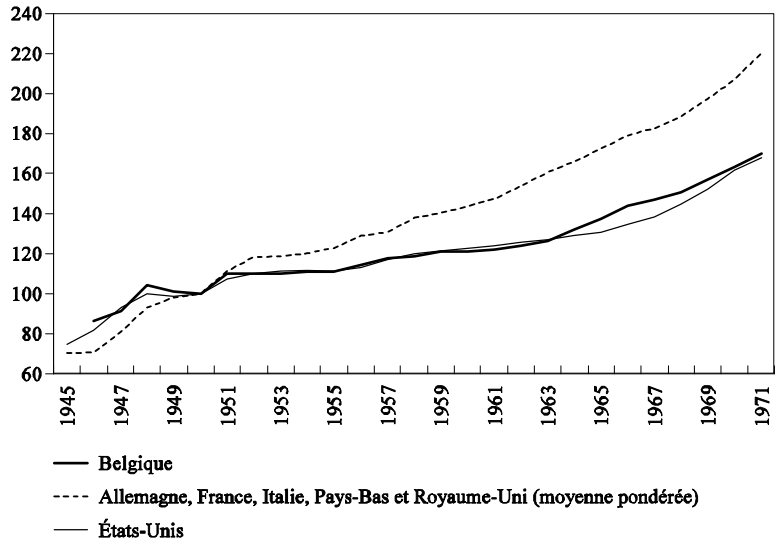
Source : Institut des comptes nationaux, repris dans Cassiers et Durré (2000).

GRAPHIQUE 4 MESURES DE L 1NFLATION
(pourcentages)



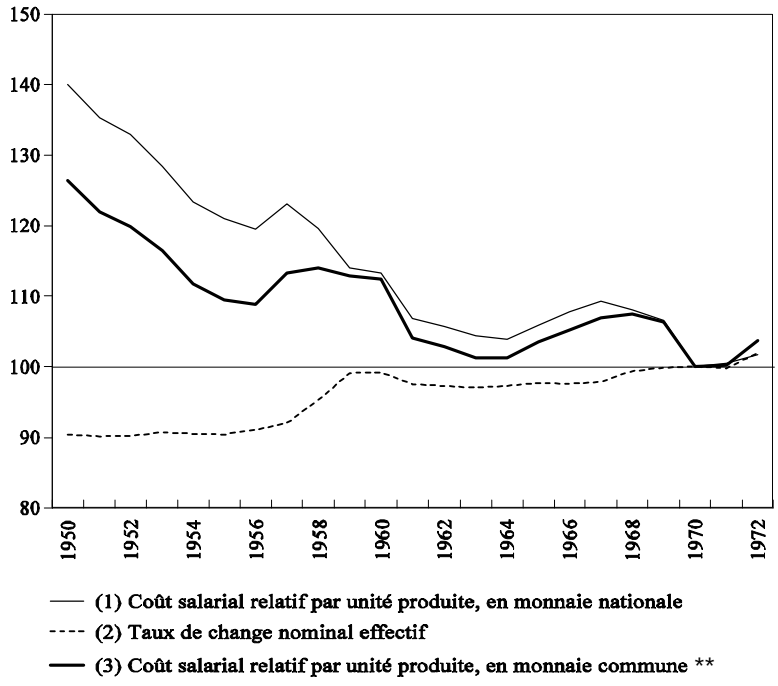
Sources : Déflateur du PNB : Institut des comptes nationaux ;
Prix à la consommation : Mitchell (2003).

GRAPHIQUE 5 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION
(1950 = 100)



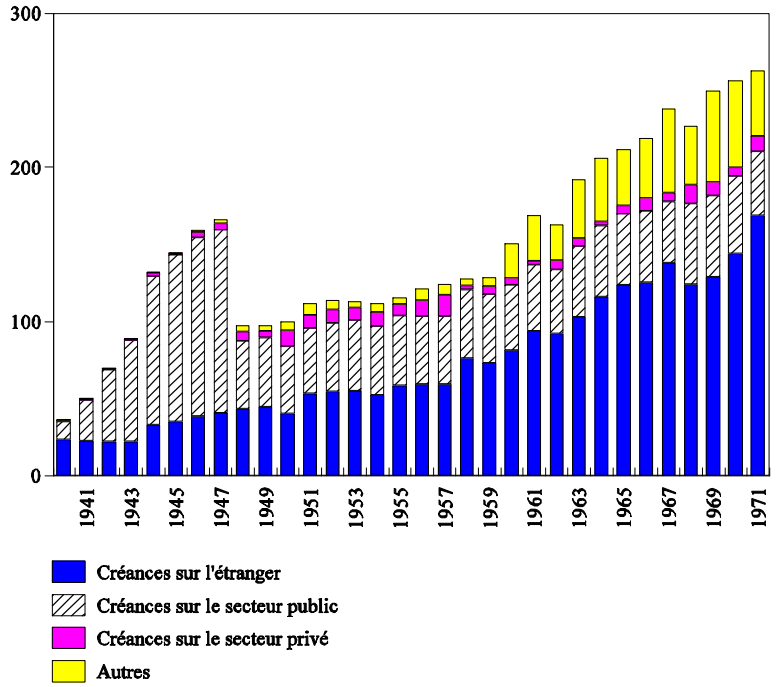
Sources : Mitchell (2003). Moyenne pondérée : calculs propres sur base des PNB à prix constant issus de Maddison (2001).

GRAPHIQUE 6 FACTEURS DE COMPÉTITIVITÉ
(1970 = 100)
Belgique en comparaison des cinq partenaires européens*



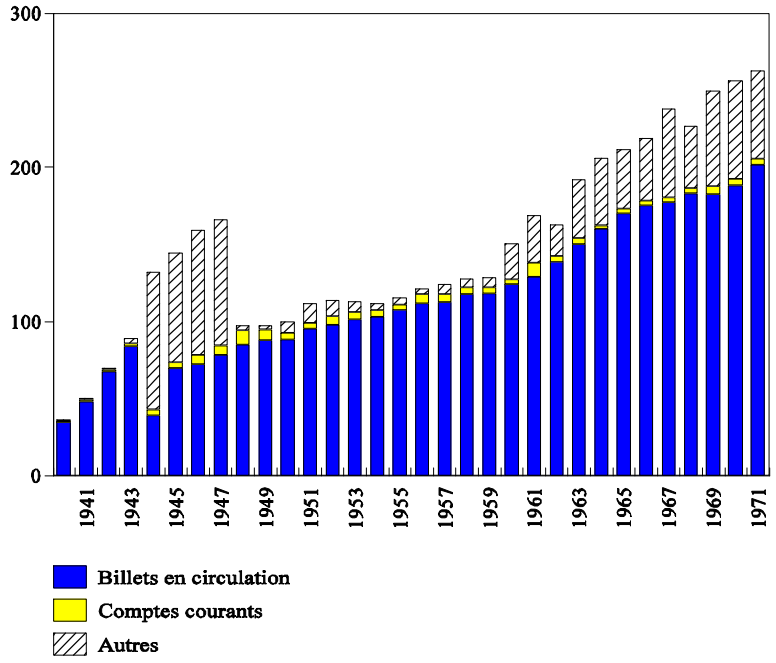
Source : KBC.
* Allemagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni : moyenne pondérée.
** (3) = $\frac{(1) \times (2)}{100}$ et fournit un indicateur synthétique.

GRAPHIQUE 7 BILAN DE LA BANQUE NATIONALE : ÉVOLUTION ET RÉPARTITION DE L'ACTIF
(milliards de francs)



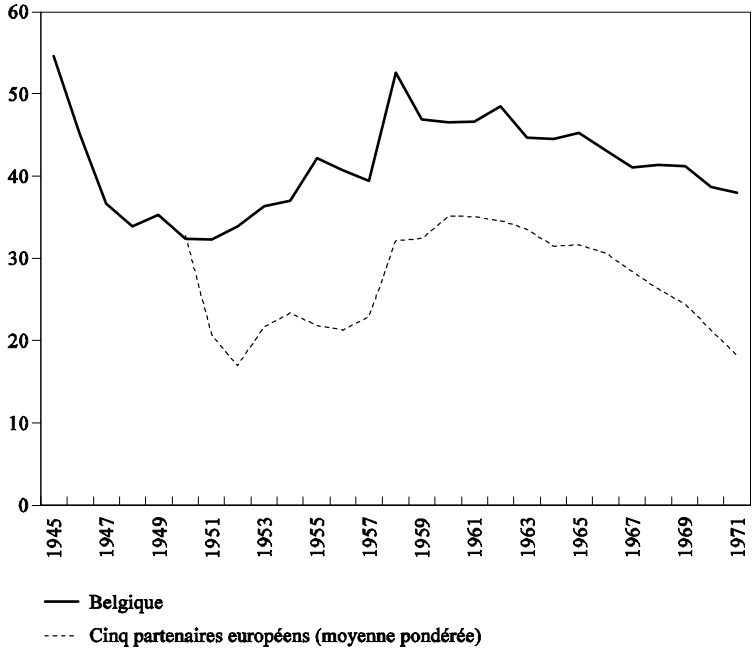
Source : Tableau A1.

GRAPHIQUE 8 BILAN DE LA BANQUE NATIONALE : ÉVOLUTION ET RÉPARTITION DU PASSIF
(milliards de francs)



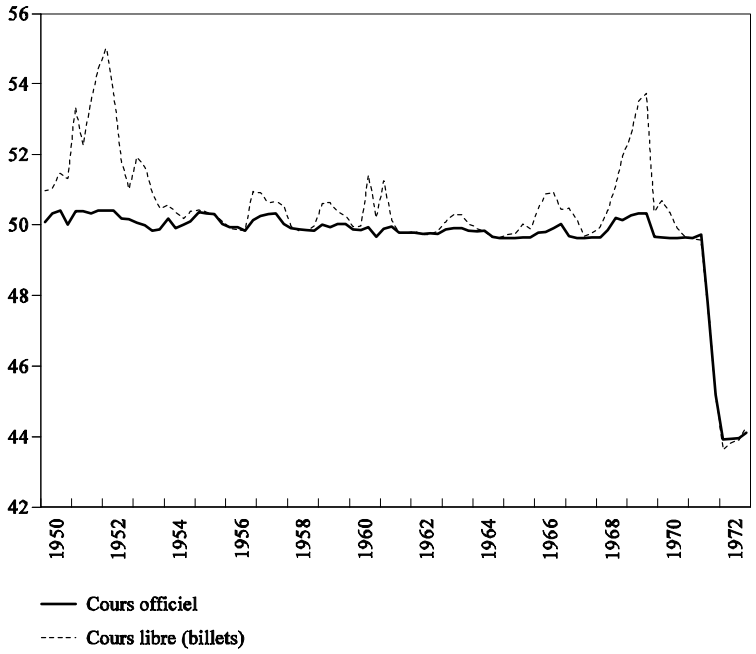
Source : Tableau A2.

GRAPHIQUE 9 COUVERTURE-OR DE LA BASE MONÉTAIRE
(pourcentages)



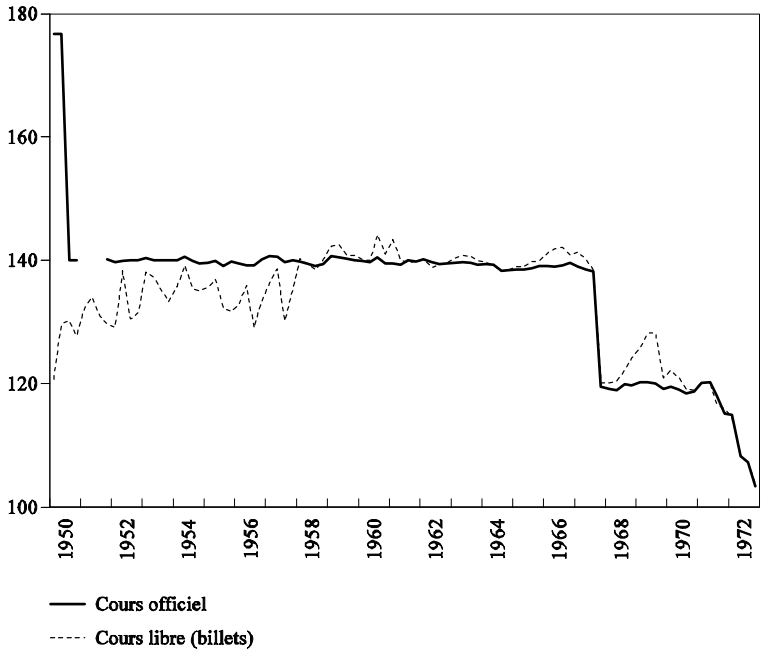
Sources : Belgique : calculs propres sur base du tableau A1.
Partenaires européens (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni) :
Fonds monétaire international (statistiques financières internationales).
Calculs propres ; pondération selon la base monétaire.

GRAPHIQUE 10 COURS DU DOLLAR EN FRANCS BELGES



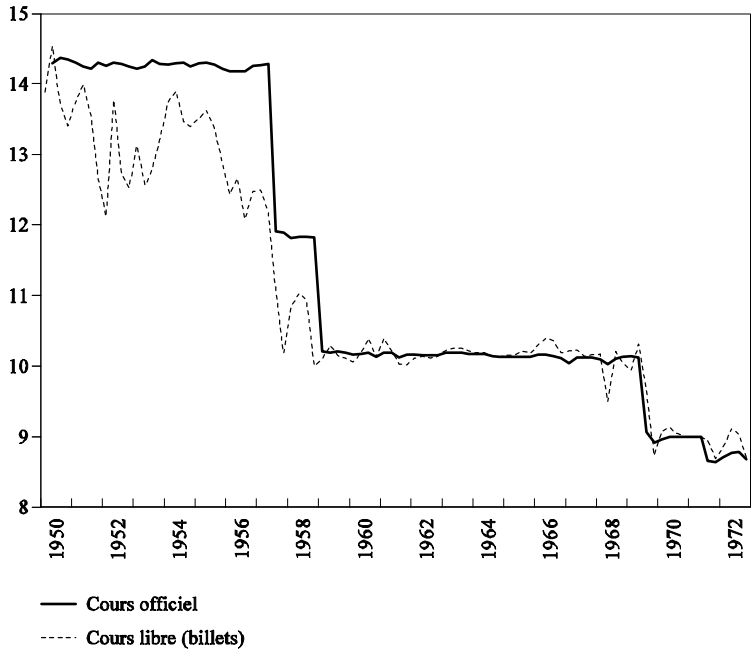
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 11 COURS DE LA LIVRE STERLING EN FRANCS BELGES



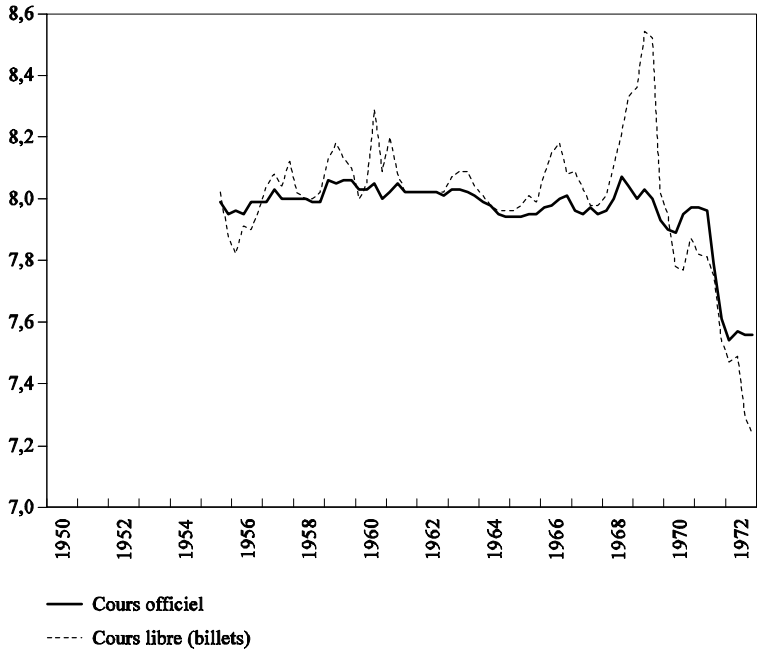
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 12 COURS DU FRANC FRANÇAIS EN FRANCS BELGES



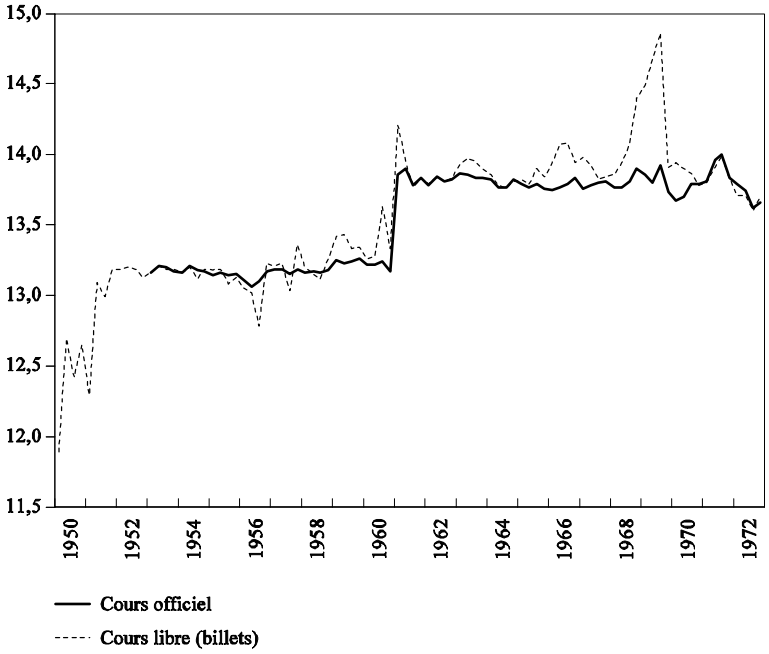
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 13 COURS DE LA LIRE ITALIENNE (100 lires) EN FRANCS BELGES



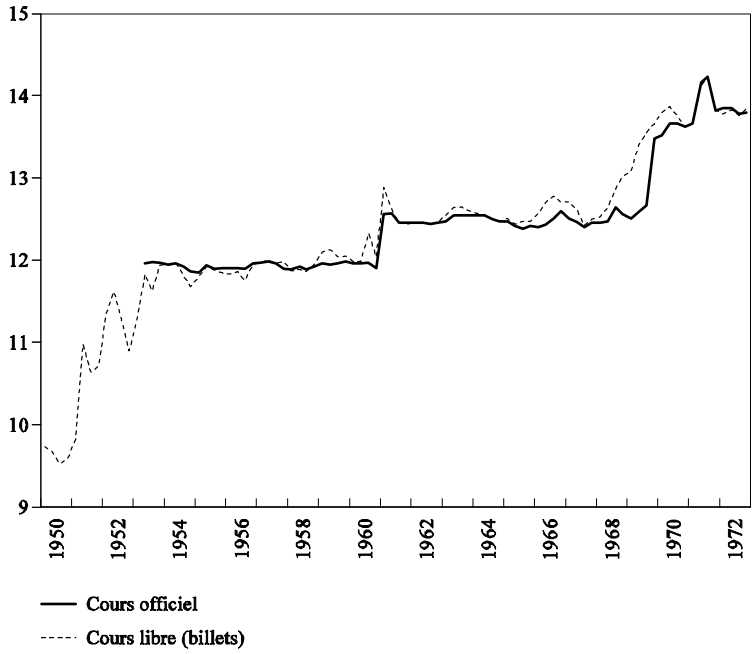
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 14 COURS DU FLORIN EN FRANCS BELGES



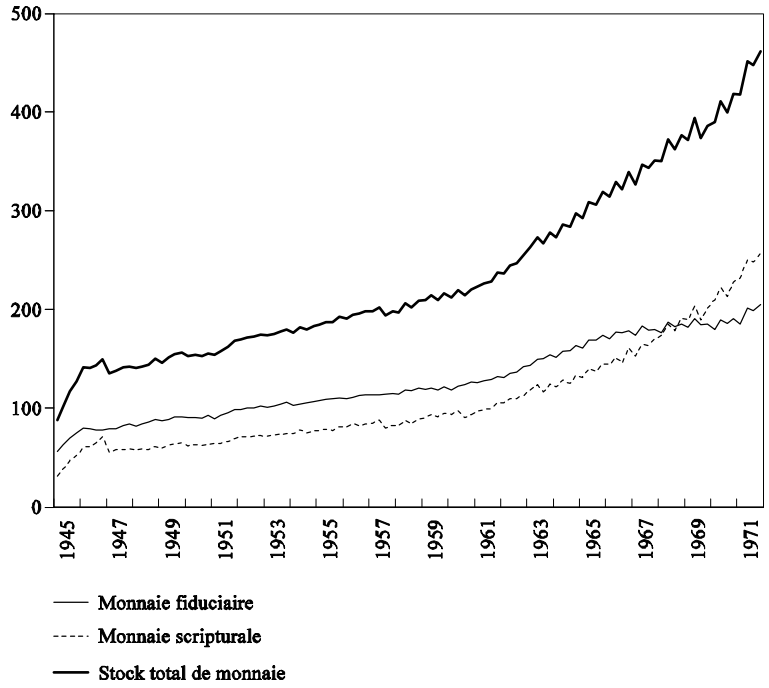
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 15 COURS DU MARK ALLEMAND EN FRANCS BELGES



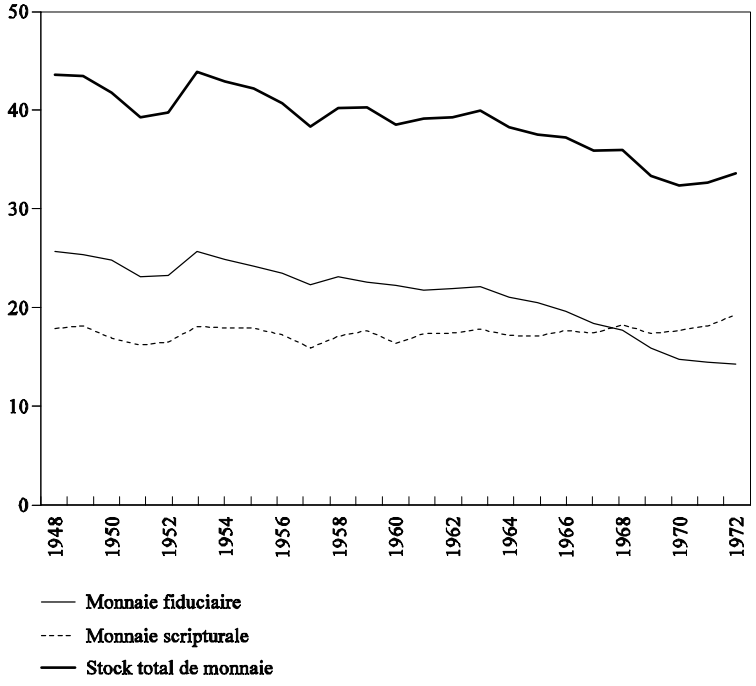
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 16 STOCK DE MONNAIE
(milliards de francs)



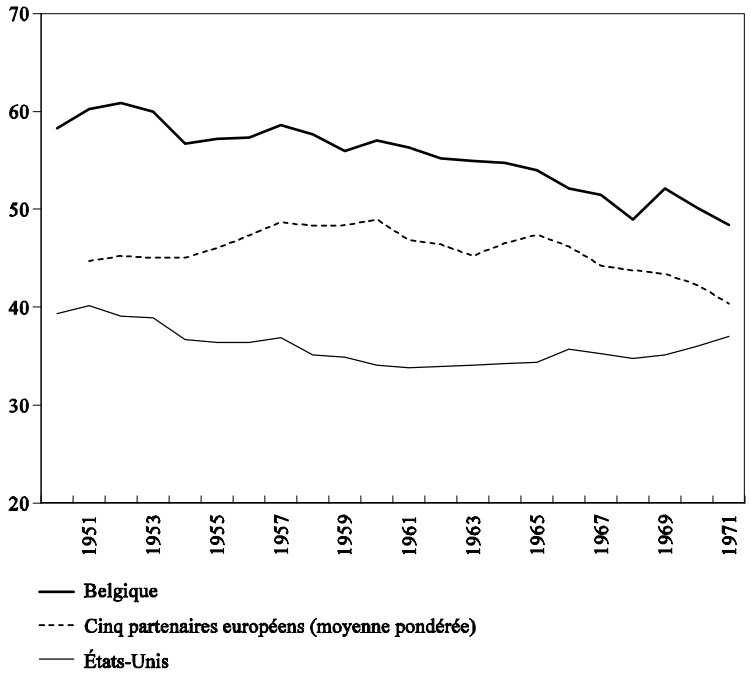
Source : BNB (rapports annuels).

GRAPHIQUE 17 STOCK DE MONNAIE EN POURCENTAGE DU PNB



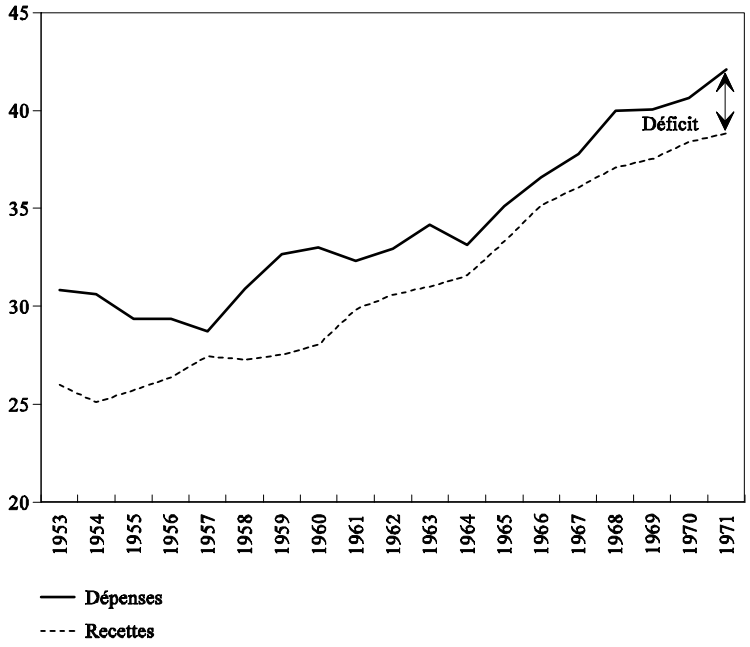
Sources : Stocks de monnaie : BNB (statistiques économiques belges), PNB : Institut des comptes nationaux, complété par le Groupe d étude de la comptabilité nationale (1960).

GRAPHIQUE 18 PART DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE DANS LE STOCK DE MONNAIE
(pourcentages)



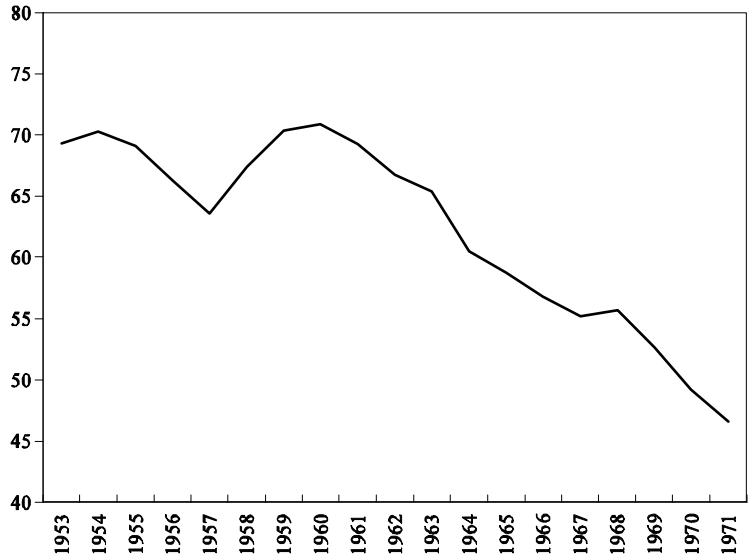
Source : Fonds monétaire international (statistiques financières internationales).
Moyenne pondérée des cinq partenaires (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni) sur la base du stock monétaire.

GRAPHIQUE 19 RECETTES ET DÉPENSES DES POUVOIRS PUBLICS EN POURCENTAGE DU PIB



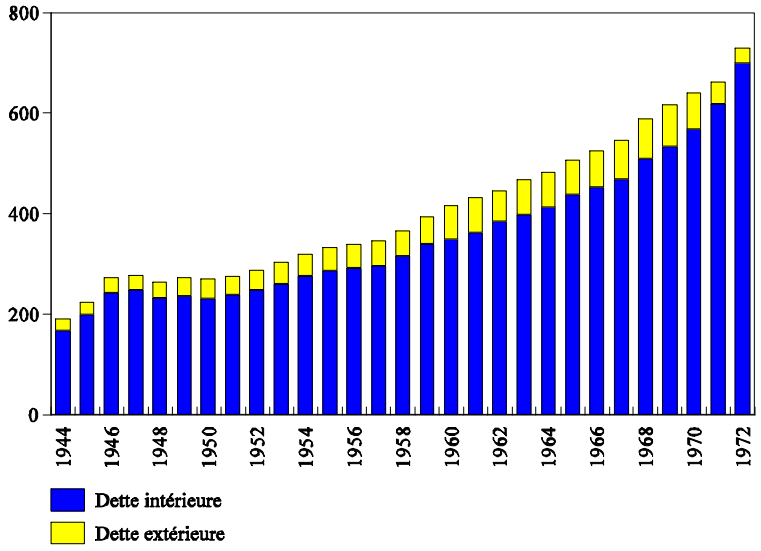
Source : Ministère des finances, sur base de l Institut national de statistiques et de l Institut des comptes nationaux.

GRAPHIQUE 20 DETTE OFFICIELLE DU TRÉSOR EN POURCENTAGE DU PIB



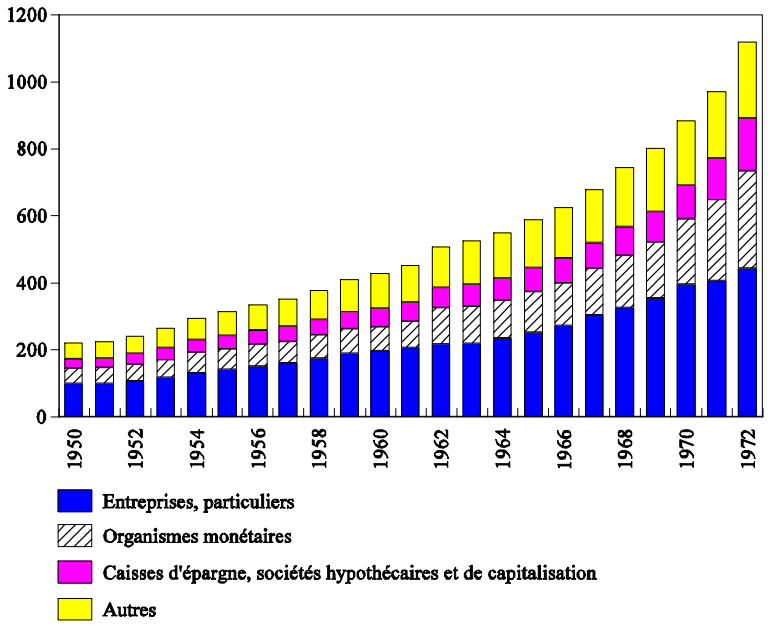
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 21 RÉPARTITION DE LA DETTE DE L ÉTAT
(milliards de francs)



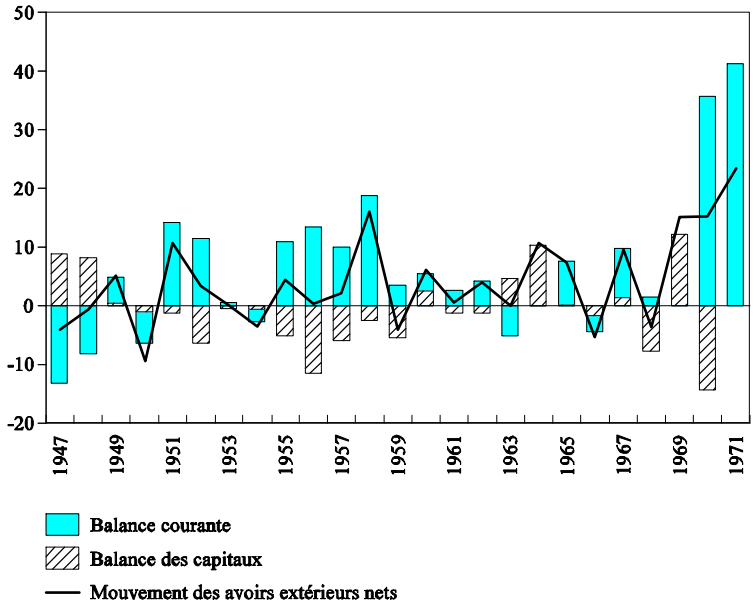
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 22 DÉTENTEURS DE LA DETTE DU SECTEUR PUBLIC
(milliards de francs)



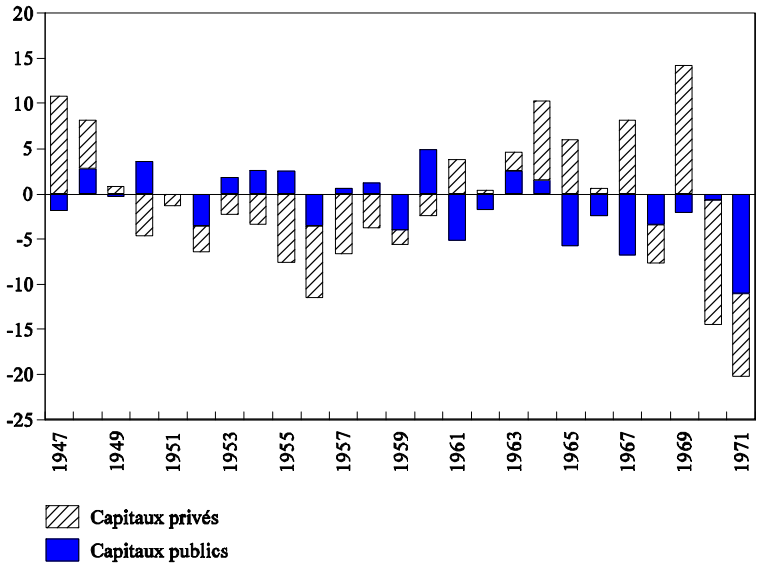
Source : BNB (statistiques économiques belges).

GRAPHIQUE 23 BALANCE DES PAIEMENTS DE L UNION ÉCONOMIQUE BELGO-LUXEMBOURGEOISE
(milliards de francs)



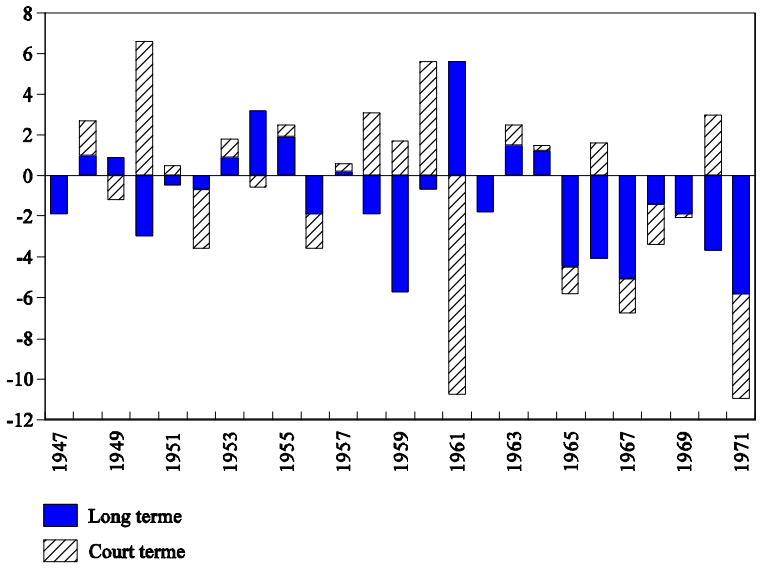
Source : Tableau A6.

GRAPHIQUE 24 BALANCE DES PAIEMENTS : MOUVEMENTS DE CAPITAUX
(milliards de francs)



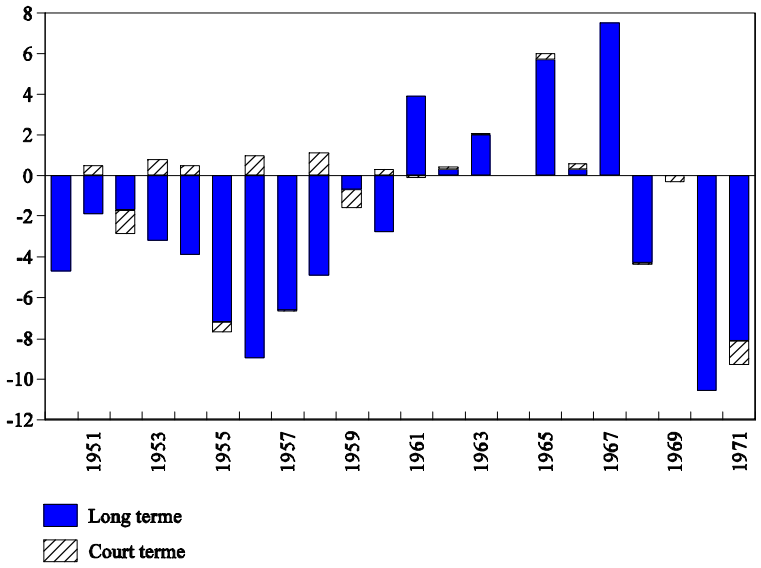
Source : Tableau A8.

GRAPHIQUE 25 BALANCE DES PAIEMENTS : MOUVEMENTS DES CAPITAUX PUBLICS
(milliards de francs)



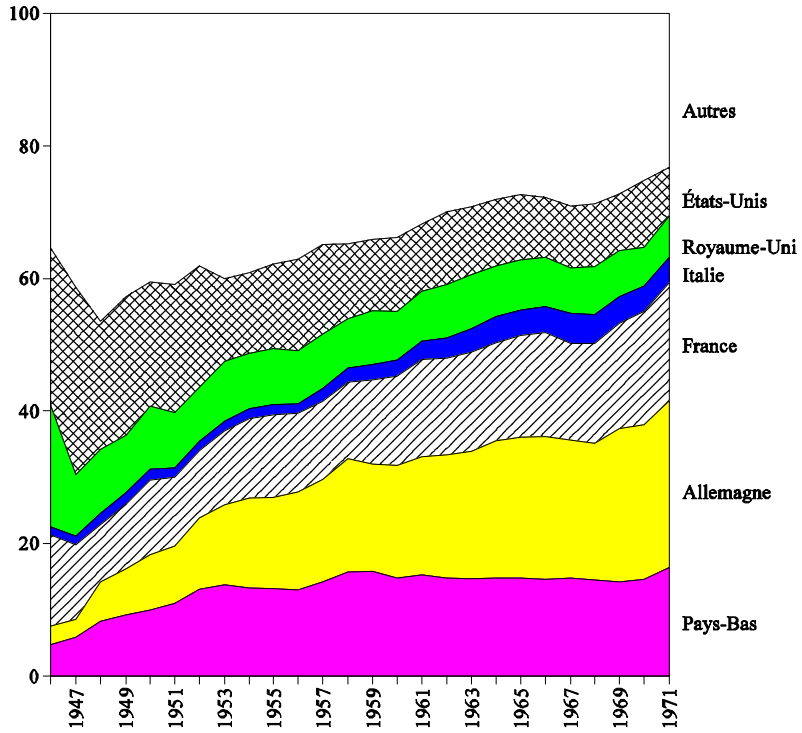
Source : Tableau A8.

GRAPHIQUE 26 BALANCE DES PAIEMENTS : MOUVEMENTS DES CAPITAUX PRIVÉS
(milliards de francs)



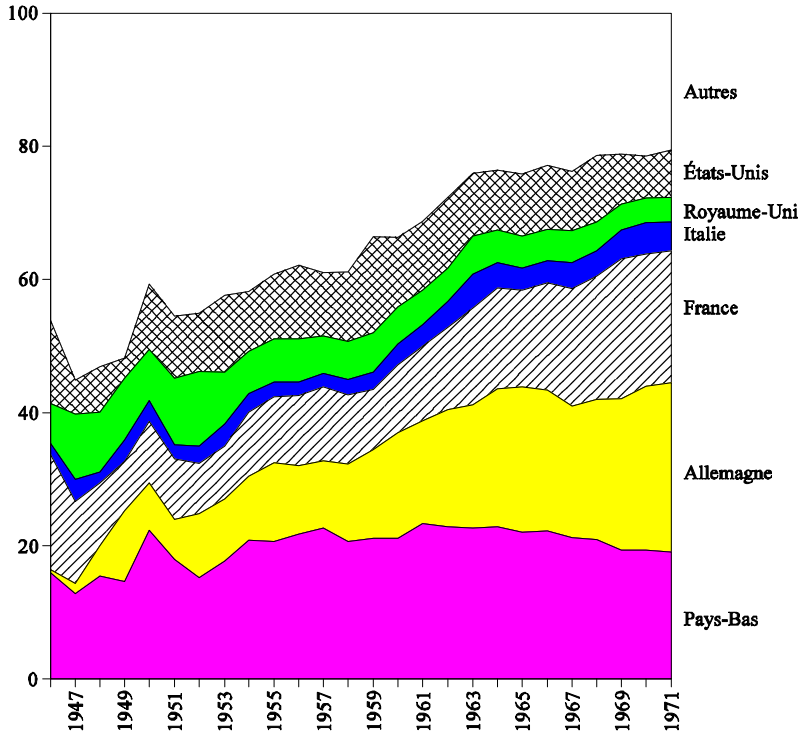
Source : Tableau A8.

GRAPHIQUE 27 STRUCTURE GÉOGRAPHIQUE DES IMPORTATIONS
(pourcentages)



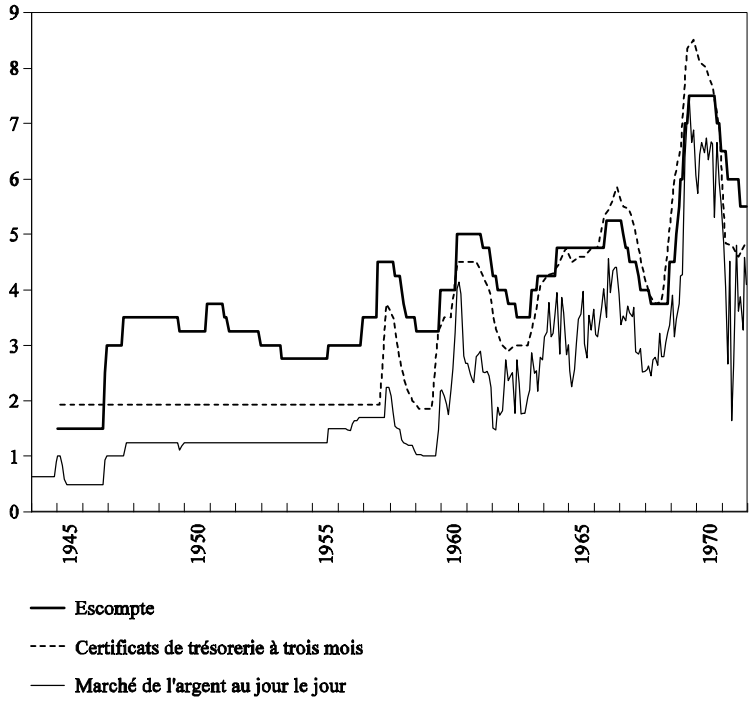
Source : Tableau A9 a.

GRAPHIQUE 28 STRUCTURE GÉOGRAPHIQUE DES EXPORTATIONS
(pourcentages)



Source : Tableau A9 b.

GRAPHIQUE 29 PRINCIPAUX TAUX D 1NTÉRÊT DE COURT TERME
(pourcentages)



Source : BNB (statistiques économiques belges).

Annexe 3

REPÈRES CHRONOLOGIQUES

	Événements internationaux	Événements nationaux
1944-1953		Gouverneur : Maurice Frère Vice-Gouverneur : Adolphe Baudewijns
1944		
1 au 22 juillet	Conférence de Bretton Woods.	
6 octobre		Création de l Institut Belgo-Luxembourgeois de Change.
26 novembre		Opération Gutt.
1945		
18 mai		Création du Fonds des rentes.
20 décembre		Le parlement approuve les accords de Bretton Woods.
1946		
31 mars		Instauration des coefficients bancaires par la Commission bancaire.
1947		
27 février	Premier accord multilatéral de paiements. Convertibilité de la Livre Sterling.	
5 juin	Proposition d ùn plan mondial de reconstruction par le général Marshall.	

... / ...

	Événements internationaux	Événements nationaux
18 novembre	Nouvel accord multilatéral élargi de paiements.	
21 novembre	Signature du « General Agreement on Tariffs and Trade » (GATT).	
1948		
28 juillet		Modification des statuts de la BNB et convention sur la limitation du financement monétaire de l'État.
16 avril	Création de l'OECE, chargée de gérer l'aide issue du Plan Marshall.	
1949		
21 septembre	Dévaluation de nombreuses monnaies européennes de 30 % par rapport au dollar. La Belgique se contente d'une dévaluation de 12,3 %.	
11 octobre		Assouplissement des mesures de 1946 instaurant les coefficients bancaires.
1950		
7 juillet	Approbation par le Conseil de l'OECE de la proposition d'organisation d'une Union Européenne des paiements.	
19 septembre	Signature des accords instituant l'UEP.	
1951		
		Création du marché libre des changes à la suite des mesures visant à ralentir la croissance de la position créditrice de l'UEBL sur l'UEP.

... / ...

	Événements internationaux	Événements nationaux
1954-1956		Gouverneur : Maurice Frère Vice-Gouverneur : Hubert Ansiaux
1954		
22 mars	Ouverture du marché de l'or à Londres.	
16 juillet		Mise en place du double marché des changes.
1955		
5 août	Signature de l'Accord Monétaire Européen.	
1956		
1er janvier		Ouverture du marché de l'or à Bruxelles.
1957-1970		Gouverneur : Hubert Ansiaux Vice-Gouverneur : Franz De Voghel
1957		
25 mars	Signature du traité de Rome.	
12 avril		Rétablissement du statut du franc.
10 août	Dévaluation du franc français.	
12 novembre		Réforme du marché monétaire.
1958		
1er janvier	Mise en place de la CEE.	
27 décembre	Fin de l'UEP et rétablissement de la convertibilité des monnaies européennes. Mise en œuvre de l'Accord Monétaire Européen.	
28 décembre	Dévaluation du franc français.	

... / ...

	Événements internationaux	Événements nationaux
1959		
2 février	La convertibilité des monnaies nécessite des interventions plus importantes des banques centrales. En conséquence, extension de 50 % des quotes-parts au sein du système de Bretton Woods.	
Juillet		Lois d'expansion économique.
17 novembre		Nouvelle réforme monétaire portant spécifiquement sur le Fonds des rentes.
1960		
		Crise congolaise.
20 octobre	Premières attaques spéculatives sur l'or.	
14 décembre	Création de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE).	
1961		
14 février		Loi d'expansion économique, de progrès social et de redressement financier.
3 mars	Réévaluation du mark et du florin de 5 %.	
1er novembre	Création du pool de l'or.	
1962		
1er janvier		Réforme monétaire instaurant des coefficients de réserves obligatoires.
20 juin	Accords swap pour la défense du dollar.	
1964		
8 mai	Création du Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la CEE.	

... / ...

	Événements internationaux	Événements nationaux
1967		
Juin	Sortie de la France du pool de l'or.	
4 octobre		Modification des statuts de la Banque nationale.
18 novembre	Dévaluation de la livre sterling de 14,3 %.	
1968		
17 mars	Fin des interventions des banques centrales pour la défense du cours de l'or (fin du pool de l'or). Création des Droits de Tirage Spéciaux.	
1969		
10 août	Dévaluation du franc français de 11,1 %.	
29 septembre	Flottement temporaire du mark.	
24 octobre	Réévaluation du mark de 9,29 %.	
1970		
	Préparation de « l'après Bretton Woods » en Europe : discussions du rapport Werner.	
1971-1974		Gouverneur : Robert Vandeputte Vice-Gouverneur : Cecil de Strycker
1971		
10 mai	Flottement du mark et du florin.	
15 août	Fin de la convertibilité du dollar en or.	
21 août		Instauration d'un serpent monétaire entre le franc belge et le florin.

... / ...

	Événements internationaux	Événements nationaux
18 décembre	Accord du Smithsonian Institute : dévaluation de 7,89 % du dollar par rapport à l ὸr.	Réévaluation automatique de 11,57 % du franc belge par rapport au dollar.
1972 10 avril	Accord de Bâle.	
1973 19 mars	Flottement libre du dollar.	

Publié en novembre 2005.