

RENCONTRES DE LA DETTE ET DU CHANGE – Paris 19 Février 2019

La chute de Bretton-Woods explique en grande partie

la vulnérabilité de notre système financier d'aujourd'hui

Je suis heureux de partager avec vous une réflexion qui porte sur les sources profondes des déséquilibres financiers d'aujourd'hui.

Je pense (et je m'empresse de dire que cette vue n'est pas celle du « consensus » habituel) que les évolutions dramatiques qui se sont produites depuis les quarante dernières années (par exemple, une économie surendettée, le recours prolongé à une politique monétaire hyperactive, des taux d'intérêt très bas, l'exacerbation des cycles financiers ...) ont une origine commune : la chute de Bretton Woods.

J'ai, moi-même, vécu en 1971-73 cette chute du système des changes de l'après-guerre. En réfléchissant, plus tard, à ces événements, il m'est apparu clairement que l'abandon du système des taux de change stables ne pouvait qu'avoir des conséquences profondes, conséquences qui n'ont pas été comprises à l'époque et sont encore largement sous-estimées aujourd'hui.

J'organiserai mes remarques autour de deux questions :

- 1) Quelles ont été les conséquences majeures de l'éclatement du système de Bretton-Woods ?
- 2) Comment ceci peut-il expliquer les « lames de fond » dramatiques et les déséquilibres structurels qui nous assaillent aujourd'hui toujours davantage ?

*

* *

I – Les conséquences majeures de la chute de Bretton-Woods.

La chute du système de Bretton-Woods a entraîné de profondes conséquences pour nos sociétés.

En effet, il faut comprendre que le système monétaire international créé en 1944-45 était beaucoup plus qu'un dispositif technique sur les taux de change.

Il était, en fait et avant tout, une manière de maintenir un cadre de stabilité ainsi qu'une coordination des politiques économiques parmi les principaux participants au système monétaire international. Si un pays membre décidait de suivre une politique nationale en contradiction avec la base commune (par exemple en ouvrant les vannes du déficit budgétaire ou de l'expansion du crédit), le taux de change d'un tel pays était inévitablement soumis à des tensions : les sorties de capitaux et l'inflation affaiblissaient sa balance des paiements ainsi que son taux de change, lequel serait venu buter sur la limite de 1% de la marge de fluctuation autorisée.

A cette époque, le pays en question ne pouvait pas aisément dévaluer : il devait en demander la permission au FMI. Alors, la conditionnalité du fonds entraînait en jeu et la politique économique et monétaire du pays « déviant » devait être modifiée pour redevenir compatible avec le consensus anti-inflationniste ambiant. Le système ne permettait pas les « cavaliers libres » ou les dévaluations répétées et compétitives des années 30, qui avaient contribué à la genèse de la seconde guerre mondiale.

Ce fut précisément pour échapper à cette discipline commune que les Etats-Unis ont décidé, le 15 août 1971, de mettre fin à la convertibilité du dollar en or.

Ils tenaient à financer la guerre du Vietnam par le déficit budgétaire et regagner une liberté de manoeuvre, qui avait été sérieusement contrainte par le système de Bretton-Woods, ainsi que par les limites des réserves en or du Trésor US¹. Le « dilemme Triffin » devait être surmonté.

A l'époque, les économistes professionnels étaient très favorables à l'idée de se débarrasser du système des taux de change stables.

¹ En 1971, les avoirs en dollars des Banques Centrales étrangères dépassaient deux fois le stock d'or américain, ce qui rendait problématique le droit à conversion en or des balances dollars.

Le « consensus » développait la thèse fameuse du « trilemme ».

Selon cette vue, un pays ne pouvait pas poursuivre en même temps les trois objectifs suivants :

- ✓ L'autonomie de sa politique économique pour maximiser sa croissance ;
- ✓ La liberté des mouvements de capitaux (qui était supposée être un facteur majeur de croissance) ;
- ✓ Et la fixité du taux de change.

Un de ces trois éléments devait céder : c'était, disait-on, la fixité des taux de change.

Le consensus ajoutait qu'un système de taux de change flottants avait d'autres vertus :

- ✓ Il aiderait, à travers la dépréciation de leur taux de change, les pays débiteurs à regagner leur compétitivité ;
- ✓ Il encouragerait aussi – à travers l'appréciation des changes – les pays créanciers à s'ajuster.

Mais, en réalité, les Accords de la Jamaïque de 1976, résultat de la négociation internationale, furent très différents de ce schéma théorique des changes flottants.

La liberté totale donnée aux Etats-membres pour choisir leur régime de change – principe qui fut acté par les nouveaux statuts du FMI – fut l'objet de graves abus. Les pays créanciers structurels craignaient de perdre leur compétitivité s'ils laissaient le marché apprécier leur devise. Dès lors ces pays intervinrent massivement, en achetant des dollars, pour éviter une telle appréciation.

Quatre résultats furent constatés :

- 1) Les pays créditeurs ont accumulé d'énormes réserves en dollars, ce qui s'est traduit par une expansion considérable de la liquidité internationale ;

- 2) Les Etats-Unis ont pu aisément financer leurs déficits structurels courants sans avoir à souffrir de l'appauvrissement qui aurait été l'inévitable conséquence d'un système réellement flottant (l'inflation importée à la suite d'une dépréciation du dollar fut ainsi évitée) ;
- 3) La coordination des politiques – qui fut au cœur de Bretton-Woods – avait disparu. Le système monétaire qui, jusque-là, avait été ancré sur des taux de change stables, avait été remplacé par un « non-système » dans lequel chaque pays pouvait intervenir comme il le souhaitait sur le marché des changes ;
- 4) Et, de manière plus importante, les réformes structurelles pouvaient être différées puisqu'il était devenu si facile d'emprunter avec le nouveau paradigme : « Empruntez autant que vous le souhaitez et le pouvez. Ne vous préoccupez pas de votre taux de change. Le marché s'en occupera. »

*
* *

Ce « non-système » - je devrais dire cet « anti-système » - exerce des influences délétères sur ce que nous appelons notre « système multilatéral » :

- 1) Il érode la confiance en la monnaie, et plus particulièrement le dollar. Plus la dette s'accumule, plus l'incertitude et la vulnérabilité monétaires s'accroissent ;
- 2) Le « non-système » permet de choisir des « stratégies monétaires nationales », qui sont elles-mêmes causes de distorsions commerciales et de pratiques compétitives.

*
* *

II – Les fragilités de notre système financier sont en grande partie le résultat de la chute de Bretton-Woods.

Nombreuses sont les manifestations de l'excès d'endettement qui ont surgi depuis lors. Quelques exemples :

- ✓ Le montant des réserves officielles est passé de :

2% du PIB mondial en 1969 (moins d'1 trillion \$)

à 10% en 2011 (5 trillion \$),

soit un accroissement de cinq fois (en termes réels) en 40 ans ;
- ✓ Les encours de crédit octroyés au secteur privé (non financier) ont plus que doublé de 2000 à 2016 : de 52 trillions \$ à 105 trillions \$;
- ✓ De 2000 à 2007 le crédit a augmenté en moyenne de 5% par an, soit environ deux fois plus que la croissance économique.

Cette évolution vers davantage de produits et de services financiers a été accélérée par la déréglementation et l'innovation qui ont prospéré depuis le début des années 80. Il en est résulté :

- ✓ Une augmentation massive de l'effet de levier de l'économie, accompagnée d'une fragilité croissance du système financier (les institutions de crédit, de même que les emprunteurs, s'affaiblissent et deviennent davantage sujets à la volatilité du cycle financier lorsque la dette augmente sans contrôle). N'oublions pas, à cet égard, que c'est l'excès de dette qui a été la cause fondamentale de la crise de 2007 ;
- ✓ Un report systématique des réformes structurelles puisque la liquidité, abondante et à faible taux, était disponible depuis la fin de Bretton-Woods.

Ce qui est étrange c'est que, loin d'être l'objet d'étude, de critiques ou, au moins, de questions, le système financier actuel a été « théorisé » et, en général, approuvé par les vues dominantes de la profession économique. Le « consensus » de Washington » établi dans les années 80 était fondé sur deux présupposés dogmatiques :

- ✓ Le développement et l'intégration des marchés financiers sont censés favoriser la croissance économique ;
- ✓ Les marchés sont rationnels et se corrigent eux-mêmes assez rapidement en cas de déviations par rapport aux fondamentaux.

Le premier de ces dogmes n'a jamais été empiriquement prouvé.

Quant au second, la crise de 2007-2008 a montré abondamment son inanité.

Ainsi, un écart croissant s'est accru entre la « réalité » et les « croyances » qui sous-tendent les paradigmes à la mode.

Mon dernier livre donne 10 exemples de tels « préjugés » et idées fausses.

L'écart entre croyances, d'une part, et observation objective des faits, d'autre part, est d'autant plus inquiétant que les décideurs politiques ont systématiquement adopté les « mantras », sans les passer au crible de l'examen des faits.

Je vais vous en donner quelques exemples dans le domaine monétaire et financier.

*
* *

1^{er} préjugé : « La création de monnaie et l'activisme de la politique monétaire favorisent la croissance économique », dit le consensus.

Regardons les faits :

- a) La politique monétaire généreuse des dernières années a encouragé l'expansion du crédit (les taux directeurs de la Fed ont été négatifs en termes réels pendant 12 années entre 2000 et 2017). Et c'est la très forte expansion du crédit qui a été la cause majeure des bulles d'actifs et de la crise.

- b) Poursuivie trop longtemps, la politique d'argent facile agit comme une drogue : plus longue et intense est l'euphorie, plus il est difficile de renverser les choses et de normaliser la politique ;
- c) Un objectif d'inflation établi de façon systématique à 2% en termes de prix à la consommation, comme celui qui a été poursuivi de façon constante pendant près de 20 ans, n'est plus cohérent avec certaines tendances fondamentales qui ont eu pour effet de faire baisser durablement le niveau de l'inflation (du fait du vieillissement des populations et de l'ouverture du commerce mondial aux importations à très bas salaires venant de Chine). Si l'objectif avait été établi de manière plus réaliste (à 1% par exemple), la politique monétaire aurait été significativement moins accommodante, mais plus pertinente, qu'elle ne l'a été ;
- d) La politique monétaire a été, en général, conduite de façon asymétrique (c'est-à-dire assouplie dès le premier signe de ralentissement économique, mais durcie sans aucune hâte) ;
- e) En fait, avec l'assouplissement quantitatif (QE), les Banques Centrales sont devenues les acheteurs principaux des titres émis par les gouvernements. Ainsi, elles ont agi – de facto – comme les « bras armés » des Trésors et ont pris sur leurs épaules une grande partie de la responsabilité en matière de finances publiques, ce qui ne pouvait que nuire à leur indépendance ;
- f) L'observation montre que l'abondance de monnaie finit, en raison des distorsions qu'elle implique, par affaiblir les marchés plus qu'elle ne stimule la croissance. On reconnaît aujourd'hui que la cause principale de la crise financière de 2007-2008 a été l'excès d'endettement. Les bulles d'actifs sont une conséquence inévitable du QE.

2^{ème} préjugé : « Des taux d'intérêt très bas (voire négatifs) sont bons pour l'investissement », dit le consensus.

Or une étude objective des faits montre que des taux très bas pendant très longtemps ne favorisent pas l'investissement, mais encouragent la préférence pour la liquidité, ce qui est problématique pour la relance de l'investissement.

Keynes montre que les taux d'intérêt doivent être fondamentalement en ligne avec la rentabilité marginale de capital², et qu'il ne faut pas les baisser en dessous de ce qu'il nomme « le taux minimum acceptable ».

En dépit de la politique très accommodante et à taux zéro des dernières années, la croissance de l'investissement en Europe a été à la traîne : elle a été en moyenne annuelle de 1% entre 2010 et 2017.

3^{ème} préjugé : « Une dette publique élevée n'est pas un problème majeur ».

Les études empiriques montrent, au contraire, qu'au-delà d'un certain seuil (autour de 80% du PIB) l'endettement public s'accompagne d'une croissance inférieure à celle que l'on observe chez les pays où la dette publique est plus modérée et où la politique budgétaire est axée sur la réduction de l'endettement de l'Etat.

On peut ajouter que l'énorme augmentation de la dépense publique décidée par de nombreux pays après la crise de 2007-2008 a significativement aggravé les problèmes de l'endettement public. Ceci affecte la situation économique de ces pays et met en cause la soutenabilité de leur gestion budgétaire.

Un pays comme la France, dont la dette publique avoisine 100% du PIB et dont le chômage est proche de 9% de la population active, se compare défavorablement à d'autres Etats qui ont su combiner discipline budgétaire et plein emploi.

Il est indéniable que les politiques budgétaires keynésiennes de stimulation de la demande pour lutter contre les récessions ont constitué une avancée majeure.

Mais il faut comprendre que des facteurs structurels peuvent réduire l'efficacité du multiplicateur keynésien.

J'en citerai seulement quelques-uns :

- 1) L'efficacité de la stimulation dépend beaucoup de l'état des finances publiques (plus ou moins d'endettement) au moment où l'on démarre la politique en question ;

² L'efficacité marginale du capital peut être définie comme le rendement escompté d'un investissement durant sa durée de vie.

Depuis Keynes, la dette publique a beaucoup augmenté et il est clair qu'un pays très endetté a moins de marge pour relancer la demande, et que les externalités négatives dues à l'excès de dette sont de nature à freiner les effets de la stimulation. Les multiplicateurs budgétaires sont, en effet, corrélés au cycle des indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs.

- 2) Les rigidités du marché du travail et l'insuffisance de la mobilité de l'emploi peuvent aussi compromettre les politiques de stimulation keynésiennes³.
- 3) Dans une économie ouverte où le secteur industriel a perdu sa compétitivité, une politique de stimulation de la demande a de fortes chances d'entraîner un surcroît d'importations ou d'épargne plutôt qu'un accroissement de la production nationale.

La question est donc plus complexe que l'interrogation habituelle : « Veut-on ou non du stimulus budgétaire ? »

Afin d'assurer l'efficacité du multiplicateur, il faut donc éliminer les obstacles qui mettent en péril l'écosystème indispensable à la croissance.

Il existe des pays où la capacité productive a été étouffée par un excès de taxes et de contributions sociales, par exemple. Les entreprises de tels pays sont parfois incapables de tirer parti d'une politique de stimulation.

- 4) Les bulles d'actifs financiers sont une conséquence directe du QE.

Dans un récent article⁴, le Prix Nobel d'Economie, M. Edmund Phelps, montre que la vitesse de récupération économique a été plus rapide dans des pays comme l'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas (qui ont eu recours seulement marginalement à la stimulation budgétaire) qu'en France, en Italie ou au Portugal, où le fort déficit budgétaire a été accompagné par une faible croissance économique.

Une des raisons de cette relative inefficacité de la politique de stimulation par la dépense publique est liée à la dégradation de la confiance des milieux d'affaires et à la méfiance des investisseurs, deux éléments que l'accroissement des déficits publics n'est évidemment pas de nature à atténuer.

³ Voir Vito Tanzi : « The limits of stabilization policies » – *Acta Oeconomica* 2018.

⁴ Voir *Wall Street Journal* October 29th 2018.

4^{ème} préjugé : « L'Union Monétaire Européenne facilite un développement harmonieux de l'ensemble ».

Contrairement à cette vue assez commune, la création – ou l'existence – de l'Union Monétaire Européenne ne saurait, en elle-même, résoudre les problèmes structurels et contribuer à la croissance des gains de productivité. L'Euro n'est pas un facteur d'intégration, mais plutôt un révélateur de divergences.

Et je pourrais continuer

*
* *

Depuis la chute de Bretton-Woods, un changement profond est intervenu :

Le monde est entré dans une ère d'économie d'endettement. Le capital des institutions financières est méticuleusement « optimisé », ou transféré aux actionnaires au moyen de rachats d'actions : les fonds propres sont maintenus au minimum réglementaire alors que les autres éléments de financement, assortis de bas taux d'intérêt, sont accrus dans toute la mesure du possible. Dans les bilans bancaires on constate, depuis quarante ans, la montée des ressources empruntées par rapport aux dépôts.

Le graphique du service de Recherche de CAIXA BANK, publié en 2017, est explicite.

Il montre que le facteur de déstabilisation des Etats-Unis (et du monde) a été l'écart croissant entre l'expansion du crédit et la croissance potentielle de l'économie. La courbe illustrant l'expansion du crédit au-delà de la croissance potentielle est fortement ascendante alors que celles de la croissance réelle et de l'inflation sont stables, voire en déclin.

En d'autres termes, l'évolution du crédit a constamment dépassé la croissance potentielle.

Avant la chute de Bretton-Woods, crédit et croissance avaient continué de progresser plus ou moins au même rythme. Mais, depuis la fin des années 70, la montée du crédit (plus de 5% par an en moyenne) a dépassé deux fois la croissance économique. Ceci a conduit à l'hypertrophie - et à la prédominance - des marchés financiers (« financiarisation »).

La part de l'industrie financière a doublé, en termes réels, depuis la fin des années 70 (de 4 à plus de 8% du PIB US).

*
* *

En conclusion, je serais tenté de dire que le caractère « libertaire » de notre système financier a favorisé l'instabilité et la surpuissance des marchés.

En contraste par rapport aux 25 premières années d'après-guerre (1945-1970) - les « glorieuses » - , lorsque les gouvernements étaient encore responsables de la valeur externe de leur monnaie, la règle du jeu a complètement changé. La valeur de la monnaie est maintenant déterminée par le marché ainsi que par les interventions des gouvernements. Ce sont les marchés qui sont devenus le facteur déterminant d'une donnée essentielle des politiques économiques.

On peut remarquer que toutes les récessions observées depuis le début des années 80 ont été le résultat de dérèglements financiers, alors qu'autrefois elles étaient liées à la manifestation de l'évolution cyclique de l'économie réelle.

*
* *

Peut-on revenir à Bretton-Woods ?

Je ne pense pas qu'un retour à l'identique soit possible ni même souhaitable : en effet, le système de Bretton-Woods était à la fois trop mécaniste et asymétrique (puisqu'il pénalisait les débiteurs et favorisait les créditeurs).

Cela étant dit, il serait hautement désirable de stabiliser intelligemment le système des changes. C'est loin d'être impossible. Des mécanismes existent et pourraient être mis en œuvre : un panier de grandes monnaies devrait être défini et une autorité internationale devrait être mandatée pour surveiller les rapports entre ces devises. Cette autorité veillerait aussi à éviter les mouvements disruptifs de capitaux à court terme.

Dans une perspective beaucoup plus ambitieuse et sans doute irréaliste, on pourrait même penser aux idées de Keynes et de Triffin, qui préconisaient un système monétaire vraiment multilatéral. Dans un tel système, le FMI contrôlerait et ajusterait la création globale de réserves (y compris le crédit privé) et émettrait, afin de financer les transactions internationales, une monnaie commune, de manière à assurer les besoins du commerce et la stabilité monétaire. Graduellement, cette réforme mettrait fin aux inconvénients – particulièrement visibles aujourd'hui – d'une monnaie nationale servant de façon presque exclusive de monnaie internationale.

Mais de telles propositions exigeraient vision politique, volonté et leadership.

Pour le moment, rien ne semble évoluer dans une telle direction.

Les principaux acteurs de l'économie mondiale (comme les US, la Chine, le Japon) se satisfont du « non-système » actuel. Les Américains peuvent vivre et prospérer en empruntant toujours davantage. Quant aux pays exportateurs nets, ils continuent d'accumuler des dollars, tout en tirant parti de la croissance de leurs exportations. Et, bien sûr, les opérateurs financiers sont satisfaits ...

Dans cet équilibre fragile d'intérêts nationaux, je ne vois guère, pour le moment, de force réformatrice d'inspiration multilatérale.

L'élément de coopération politique, et donc de réduction de la souveraineté nationale inhérente à l'existence d'une certaine discipline des changes, ne semble guère compatible avec la force du nationalisme actuel.

En d'autres termes, les gouvernements ont cru qu'en abandonnant Bretton-Woods ils avaient, enfin, retrouvé la liberté de choisir le bon dosage de leur politique économique.

En fait, ils ont abandonné leur autonomie aux marchés, dont ils sont de plus en plus dépendants.

Comme le dit Edmund Phelps⁵ :

« Le problème fondamental de notre temps est “le grand ralentissement occidental des 50 dernières années”.

Les symptômes en sont :

- ✓ La faiblesse de l'investissement,
- ✓ La baisse des rendements,
- ✓ Le déclin des gains de productivité,
- ✓ La dégradation de la satisfaction au travail,
- ✓ La disparition de la croissance « jubilatoire » («exhilarating growth»).

Il est clair que ces sujets ne peuvent être résolus par une stimulation budgétaire ou monétaire.

L'énorme accumulation de l'endettement public entraînera, qu'on le veuille ou non, la crainte d'une augmentation future des impôts.

L'abus de la création monétaire nourrit les bulles d'actifs, déstabilise les marchés financiers et affecte la confiance des investisseurs et des chefs d'entreprise, ce qui ne peut que freiner la croissance.

Jacques de Larosière

⁵ « Misused theories behind Trump's economic policies ».