

Cinquante ans de crises financières

Exposé de Monsieur Jacques de Larosière, Forum Financier Belge
Mons, 2 février 2017



Jacques de Larosière - Ancien Directeur Général du FMI, Gouverneur honoraire de la Banque de France

À l'occasion de la publication de ce livre de mémoires, je me suis penché sur les crises financières qui ont émaillé mon parcours professionnel, ces 50 dernières années. Et je voudrais partager avec vous certaines de ces réflexions pour essayer de comprendre la portée actuelle de ce qui s'est passé.

Nous avons vécu depuis une cinquantaine d'années un continuum pratiquement constant de crises financières. Elles se succèdent à un rythme malheureusement de plus en plus rapide. Je peux en citer quelques-unes: en 1971, cela a été l'effondrement du système de change de Bretton Woods ; en 1973 et 1978, les grands chocs pétroliers et leurs conséquences économiques et financières ; en 1982, la crise de l'endettement de l'Amérique latine ; en 1992-93, les crises du Système monétaire européen ; en 1995, une nouvelle crise au Mexique ; en 1996, la crise de l'Asie du Sud-Est ; en 1998, la crise russe ; en 2007-08, la crise financière mondiale dont nous ne sommes toujours pas sortis.

Ces crises ont des caractéristiques diverses mais toujours une source commune : l'excès d'endettement. Les formes peuvent être différentes. Il y a eu, par exemple, des cas d'exacerbations à la hausse du prix des matières premières. J'ai parlé du pétrole mais on peut aussi se référer à la crise des Tulipes en 1637 ! Il y a eu de nombreuses crises immobilières dont la dernière, en 2005-06 aux États-Unis, a précédé la grande crise. Vous avez eu des crises boursières, celle de 1929 en particulier. Mais dans chaque cas - je n'ai pas trouvé une seule exception -, il y a un excès d'endettement. Autrement dit, pour parler en termes journalistiques, les spéculateurs empruntent trop pour acheter des actifs, les prix montent pour finir par se retourner puis s'effondrer et c'est la crise. Les emprunteurs ont alors du mal à rembourser les engagements qu'ils ont pris.



Réfléchissons un instant sur la gravité, à mon avis tout à fait particulière, de la situation des 50 dernières années. Cette gravité tient à mon sens – et c'est le fil conducteur que je propose à mes lecteurs - à l'effondrement du système de Bretton Woods. Je vais vous expliquer le fond de ma pensée sur cette affaire. C'est une thèse qui est encore controversée, elle n'est pas universellement adoptée mais elle est de plus en plus prise en considération.

La thèse est la suivante : dans le système de Bretton Woods comme dans le système de l'étalon-or qui a quand même présidé pendant plus de 70 ans aux affaires internationales, les pays devaient conserver un rapport fixe entre leur monnaie et l'étalon : ce pouvait être l'or comme au XIXe et début du XXe siècle ou le dollar, choisi après la guerre car c'était la monnaie la plus forte, la plus utilisée, la monnaie du pays qui avait gagné la guerre. Et c'était une monnaie convertible en or. Donc il fallait garder un rapport fixe entre le franc français, le franc belge, etc. et le dollar en l'occurrence. Ceci amenait à pratiquer une politique économique cohérente avec celle du groupe des principaux pays-membres de ce système, qui suivaient une politique de stabilité financière. Si un pays voulait déroger à la politique de stabilité financière de l'ensemble, alors sa monnaie avait tendance à se déprécier, l'inflation avait tendance à monter parce que le pays pratiquait une politique de déficits budgétaires ou une politique d'émission monétaire exagérée. À ce moment-là, la monnaie se dépréciait et il n'était plus possible de respecter le rapport fixe avec l'étalon. Alors il fallait prendre sa canne et son chapeau, aller à Washington pour obtenir du Fonds une dévaluation mais tout le système qui avait été mis en œuvre au lendemain de la seconde guerre mondiale était hostile au flottement généralisé des monnaies et aux dévaluations répétitives causées par le fait qu'on pratiquait la politique qu'on voulait. Il fallait donc négocier les termes de la dévaluation et ce n'était pas facile. L'autorisation de dévaluer comportait une conditionnalité : le pays devait donner des gages sur la politique économique qu'il suivrait à l'avenir, de façon à ne pas retomber dans les errements précédents. Les États-Unis qui étaient le centre du système puisque c'était leur monnaie qui était l'étalon, n'étaient pas tenus de la même manière par la contrainte du FMI mais ils étaient tenus indirectement par le fait qu'ils avaient accepté de convertir en or les balances de dollars détenus par les banques centrales étrangères lorsque celles-ci voudraient les convertir en métal. On peut donc dire que dans ce concept de Bretton Woods, l'essence d'un système monétaire international, c'étaient moins les détails de la manière dont on organisait la fixité de l'échange, leur souplesse dans certains cas, mais c'était plutôt l'acceptation par les pays qui se soumettaient à ce régime d'une discipline concernant leur politique économique. C'était en fait une politique économique commune et disciplinée, et c'était vrai aussi de l'étalon-or.

Ce système a déraillé à la fin des années 60 parce que l'inflation américaine, les déficits budgétaires croissants suite à la guerre du Viet-Nam, le renforcement de l'Etat-Providence, ont affaibli la position des États-Unis, créé des déficits externes et budgétaires importants et le dollar s'est affaibli. Mais le dollar ne pouvait pas s'affaiblir puisqu'il était au centre du système et qu'il avait une valeur-or fixe de \$35 l'once. Les États-Unis ont été très gênés à la fin des années 60 par ce système où ils étaient en quelque sorte piégés par leur position centrale dans le système et par l'impossibilité de dévaluer. Ils auraient pu dévaluer en réévaluant l'or mais ils étaient très réticents à l'égard de cette politique (notamment préconisée par Jacques Rueff) parce que 1) ils ne voulaient pas changer le rapport très



symbolique entre le dollar et l'or qui, après les dévaluations de la période Roosevelt, était devenu un point d'arrimage important pour les marchés et 2) ils ne voulaient pas faire un cadeau à l'Afrique du Sud, le plus grand producteur d'or, ni à des pays comme la France qui avait converti massivement des dollars en or à la demande du Général de Gaulle.

On a fait quelques essais après août 1971 pour rétablir le système mais sans succès. Le 15 août 1971, les Américains ont fini par dévaluer le dollar de fait en établissant des droits de douane sur les importations et en supprimant l'obligation pour eux de convertir les balances globales en or. Ils ont mis fin unilatéralement au système en faisant une dévaluation non-négociée avec le FMI et en supprimant la convertibilité du dollar en or. Le système a donc été détruit par le pays qui l'avait construit en 1945 et on est entré dans un système de flottement généralisé, de grande flexibilité. Je voudrais expliquer les conséquences très importantes de cet effondrement, les conséquences de ce que j'appelle le non-système qui a suivi et dans lequel nous vivons toujours.

On nous a beaucoup expliqué que c'était une très bonne chose d'avoir supprimé la fixité des rapports de change sous l'autorité d'une organisation internationale. Les économistes nous disaient que le triangle des incompatibilités ne pouvait être résolu dans un système de taux de change fixes. Il y a trois pôles dans ce triangle : 1) la liberté de la politique monétaire 2) la fixité des changes 3) la liberté complète de circulation des capitaux. Il n'est pas possible d'atteindre ces trois objectifs (chacun d'entre eux désirables) en même temps : il y en a un qui cède toujours. Par exemple, si vous avez une grande liberté dans votre politique économique et que vous avez de grands mouvements de capitaux, vous ne pouvez pas tenir le taux de change. En revanche, si vous avez un taux de change fixe que vous êtes obligé de tenir d'une façon très rigoureuse, vous avez moins de liberté pour faire ce que vous avez envie de faire sur le plan de la politique économique ou alors vous êtes tenté de rétablir des restrictions à la liberté de circulation des capitaux. Donc les économistes nous disaient : « Il est évident que le système des taux de change fixes ne peut pas marcher. D'ailleurs, les États-Unis l'ont bien montré, eux qui voulaient regagner une certaine liberté dans la politique macroéconomique, ils n'ont pas pu rester dans les confins d'un système de taux de change fixes. Et donc on était sensés retrouver, par le flottement des monnaies, le monde idéal : vous avez la liberté de politique économique, la liberté des mouvements de capitaux et les changes flottants. On a été très séduit, à l'époque, par cette théorie du triangle des incompatibilités et des vertus supposées des taux de change flottants.

En réalité, la manière dont ce système flottant a fonctionné a conduit à une fragilité très grande du système financier. Les pays structurellement créditeurs (les pays exportateurs de pétrole, la Chine à la faveur de l'ouverture du commerce mondial, les pays émergents, le Japon, ...) étaient tentés d'intervenir pour empêcher leur monnaie de trop s'apprécier. Ils n'ont donc pas voulu jouer le jeu du système de flottement des monnaies parce qu'ils refusaient que leurs excédents naturels de balance de paiements se traduisent par une hausse, exagérée à leurs yeux, du taux de change. Que peut-on faire dans cette situation ? Si on est créditeur, on encaisse beaucoup de recettes externes du fait des exportations et l'on ne souhaite pas que le change monte. On ne peut faire qu'une chose : acheter massivement la monnaie du pays qui importe vos biens, en l'occurrence le dollar. Ces pays se sont donc mis à acheter des montants considérables de dollars, à la faveur de leurs interventions et ce faisant, ils ont créé de la liquidité internationale. L'acte créateur de monnaie le plus élémentaire pour



une banque centrale, c'est d'acheter de la devise sur le marché des changes. On a calculé les montants créés depuis 1973 par les banques centrales pour contrer la logique du système des taux de change flottants et ce sont des montants considérables. Ils ont provoqué une baisse de 1 à 2% des taux d'intérêt par rapport à ce qu'aurait été leur mouvement naturel. Donc la liquidité internationale s'est massivement accrue, les taux d'intérêt ont baissé et il en est résulté une financiarisation de l'économie. Pour les États-Unis, c'était le meilleur des mondes : ils avaient des déficits structurels très importants dans leur balance de paiements, ce qui leur permettait de consommer beaucoup tout en produisant moins. Le fait que les créanciers du monde entier achetaient la monnaie américaine pour compenser le déséquilibre extérieur américain était une grande facilité qui encourageait la continuation des causes des déficits structurels jumeaux : les déficits budgétaires et les déficits de balance de paiements. Il en est donc résulté une boulimie en matière d'endettement. C'était facile de s'endetter, on n'avait pas la contrainte du taux de change.

Ces phénomènes n'ont pas été vraiment compris ni soulignés à l'époque. On a vécu cet effondrement de Bretton Woods sans toujours comprendre ce qui se passait. Cette politique d'achat de dollars par les pays créditeurs a eu des conséquences très importantes. Quand on a un régime de flottement des taux de change et que le dollar reste la monnaie prépondérante - c'est ce qu'avait très bien compris l'économiste belge Triffin -, on restait dans un système bancal : il était soi-disant flottant mais « flottait qui voulait ». Le dollar restait la monnaie prépondérante et il y avait en fait une instabilité très grave du système, un grand laxisme dans les politiques économiques et un excès d'endettement. Ce n'est pas par hasard que les pays dits avancés sont entrés dans la voie des déficits continus de leurs finances publiques à partir de la seconde moitié des années 70. À cette époque-là, les déficits publics des pays de l'OCDE étaient autour de 20% de leur PIB. Aujourd'hui, ils évoluent entre 90 et 100%. La responsabilité de la fin de Bretton Woods dans ce que j'appelle la « financiarisation fragile » du système est importante. Quand vous regardez l'évolution de l'endettement des états et des entreprises privées, vous voyez des chiffres ahurissants. Aujourd'hui, aux États-Unis, l'endettement public et privé est plus important qu'en 1929, période considérée comme extrême par les historiens. Quand on voit que la BCE achète tous les mois pour 80 milliards d'euros d'obligations, soit à peu près les deux-tiers des émissions considérées, on constate qu'il y a un mouvement général de création de liquidités. Je ne peux m'empêcher de craindre que ces excès de liquidités ne forment des bulles qui sont toujours génératrices de crises.

Voilà l'essentiel de ce que je voulais dire. Est-ce qu'il y a une manière de revenir, non pas à Bretton Woods parce qu'il ne faut jamais copier les systèmes du passé mais à un Bretton Woods modernisé, qui tiendrait compte de l'ampleur des mouvements de capitaux qui prévalent aujourd'hui mais qui n'existaient pas en 1971. Il y a de bons esprits qui préconisent une réforme de ce genre. Triffin en a été un des exemples les plus illustres. Personnellement, je suis assez sceptique sur la possibilité de « rediscipliner » le système monétaire international. Il faudrait en effet que les grands acteurs - les États-Unis, la Chine, l'Europe - acceptent de se soumettre à des politiques économiques qui seraient conçues d'une manière homogène par un organe central du type du FMI. Il y aurait une homogénéité dans les politiques économiques pour engendrer un système plus stable, ce qui veut dire que les pays structurellement créditeurs devraient adopter des politiques économiques qui les rendent moins



créditeurs et que les pays débiteurs comme les États-Unis adoptent des politiques qui les rendent moins débiteurs. Je me demande s'il y a aujourd'hui une acceptation d'une réduction de l'extrême liberté qui s'est propagée depuis 1971. Personnellement, je suis assez sceptique sur la possibilité politique de voir ça arriver. On peut imaginer que les banques centrales se coordonnent davantage, en ayant à l'esprit les conséquences possibles des mesures qu'elles peuvent prendre sur les taux d'intérêt, sur le plan des rapports de change et des mouvements irrationnels de capitaux mais cela reste relativement modeste. Je pense que la vraie solution est que chaque pays qui est responsable d'une part de l'excédent structurel et excessif des balances courantes et que les pays qui sont responsables d'une partie du déficit de ces balances de paiements pratiquent - volontairement - une politique qui crée une plus grande homogénéité et une plus grande égalité dans les rapports mondiaux. Je ne suis pas sûr qu'on y arrivera. On y arrivera peut-être à la suite des crises ultérieures mais, pour l'instant, je ne pense pas que cela soit possible.

J'en reste là pour vous donner l'occasion de poser des questions.