

Le plan-Keynes pour refondre le SMI

Claude Gnos¹

Version provisoire (04/03/2011)

Afin de corriger les excès du système monétaire actuel, particulièrement l'instabilité des changes qu'il génère, Stiglitz (2011) a proposé la création d'un nouveau système de réserve qui viserait à donner un rôle accru aux DTS, afin de constituer un « système global de liquidités internationales ». Cette proposition a été également évoquée aux Nations Unies, lors d'une conférence sur la crise financière et économique tenue en juin 2009.

Le diagnostic présenté par Stiglitz est correct. L'accumulation de réserves en devises dont les détenteurs peuvent à tout moment décider de modifier la composition, en fonction de l'évolution des taux de change ou des taux d'intérêt, est incontestablement source d'instabilité. Et, selon cette logique, l'émergence d'autres monnaies de réserve que le dollar, en particulier l'euro, loin de stabiliser le système, en accentue au contraire l'instabilité.

La proposition présentée n'est pas pour autant pertinente. On montrera en effet, dans une première section, qu'à la fois elle reconduit les défauts du système actuel et soulève des difficultés que, déjà, les négociateurs américains à la conférence de Bretton Woods avaient opposées à la proposition faite par Keynes de créer une monnaie internationale.

Est-ce à dire que la référence au plan Keynes pour refondre le SMI constitue une fausse piste ? Nous ne le pensons pas (cf. Gnos 2006, Gnos et Rochon 2005, Gnos, Ponsot et Monvoisin

¹ Centre d'Etudes monétaires et financières, équipe du Laboratoire d'Economie et Gestion (Umr Cnrs 5118). Contact : claudio.gnos@u-bourgogne.fr.

2010). La raison en est que le plan Keynes, et par son auteur lui-même qui affirmait à la fin de la Conférence de Bretton Woods qu'il n'y avait pas de différence fondamentale entre sa proposition et celle du Trésor américain, a fait l'objet d'interprétations réductrices. Dans une seconde section, nous nous proposons en effet de montrer que ce plan comporte des dispositions originales qui, si elles avaient été considérées sérieusement, auraient permis d'éviter les inconvénients cités.

1. L'extension du rôle des DTS comme monnaie de réserve internationale: une fausse solution

Comme on le sait, Keynes proposait la création d'une monnaie internationale, le bancor, émise par une institution, une Union de Compensation, chargée d'enregistrer et de compenser les flux de paiements internationaux. En réponse au plan Keynes, les représentants américains à la conférence de Bretton-Woods s'inquiétèrent des difficultés que pourraient rencontrer les pays créditeurs, et particulièrement leur propre pays, à limiter et à contrôler leurs engagements financiers au sein d'une institution dont les décisions seraient soumises à une procédure de vote (cf. Horsefield, 1969, pp. 28). Ils auraient pu être ainsi amenés, contre leur gré, à échanger leur monnaie nationale contre des bancors que les pays déficitaires auraient obtenus de l'Union de compensation. Parallèlement, la création de bancors aurait eu selon les experts américains un effet inflationniste sur les pays créditeurs, contraints de créer leur propre monnaie contre les bancors reçus : ils craignaient, comme le rapporte Horsefield, '[...] that the open-ended obligation to provide credit, involved in the Clearing Union, might have an inflationary effect in the United States, with adverse results on the dollar' (Horsefield, 1969, p. 49).

Keynes répondit que les Etats-Unis ne seraient créditeurs de l'Union, et par conséquent n'offriraient de financement aux pays débiteurs que si leur balance commerciale était excédentaire :

There is no foundation whatever for the idea that the object of the proposals is to make the United States the milch cow of the world in general and of this country [U.K] in particular. In fact the best hope for the lasting success of the plan is the precise contrary. The plan does not require the United States, or any other country, to put up a single dollar which they themselves choose or prefer to employ in another way whatever. (Keynes, 1943, p. 276)

Et, dès lors, être créancier de l'Union ne serait pas un inconvénient mais un avantage : l'Union permettrait aux Etats-Unis, comme à tout pays créancier, de conserver des avoirs en monnaie internationale en attendant de les dépenser. Et si les Etats-Unis devaient accumuler des réserves qu'ils jugent excessives, ce serait le signe qu'ils ne sont pas parvenus à équilibrer leurs paiements (p. 277).

Cette réponse ne devait pas convaincre les négociateurs américains. Avec raison. L'argument de Keynes s'inscrit dans la logique de ses analyses qui, du *Traité sur la monnaie* publié en 1930 à ses écrits sur le « motif de finance publiés en 1937, en passant par la *Théorie Générale*, lui ont permis de définir les banques comme de simples intermédiaires monétaires et financiers, par opposition à la conception commune selon laquelle les banques pourraient accorder aux emprunteurs des financements créés *ex nihilo*. Or, selon les modalités pratiques de l'émission de monnaie, la même logique peut conduire à des résultats diamétralement opposés. Dans la deuxième section, nous reviendrons sur cette question. Ici, il nous suffit d'observer que les experts américains s'en tenaient à la conception habituelle selon laquelle les banques procurent aux emprunteurs des financements qu'elles créent de toutes pièces. Et, si on s'en tient à cette conception, il est clair qu'un pays auquel est accordé un droit de tirage sur l'Union de compensation trouve ainsi un financement pour des achats auprès d'autres pays, alors même que ceux-ci auraient pu lui refuser tout crédit s'il s'était adressé directement à eux. C'est ce qui a été qualifié par Rueff

de financement « sans pleurs » des déficits. Conformément à la logique mise en évidence par Keynes, le financement vient bien *in fine* des pays créditeurs et l'Union n'est qu'un intermédiaire financier, mais en acceptant de financer des importations *ex nihilo*, elle impose aux pays exportateurs d'accorder un financement dont ils n'ont pas eu l'initiative. De plus, cette modalité de financement est inflationniste puisque le pays exportateur qui reçoit la monnaie internationale émise dans l'opération, crée en contrepartie de la monnaie nationale destinée au paiement des exportateurs. La monnaie ainsi créée s'ajoute à la masse monétaire domestique, alors même que la quantité de biens disponibles dans l'économie a diminué du montant des exportations.

Stiglitz précise, en ce qui concerne sa proposition, que la création de la monnaie de réserve internationale pourrait servir à financer des biens publics mondiaux, ainsi les dépenses liées au changement climatique ou au développement :

Stiglitz and George Soros have long advocated the use of newly created reserves to help fund “global public goods,” including expenditures related to climate change and development. Now, this idea seems to have been endorsed by the IMF. (Stiglitz, p. 4).

Il est clair ainsi que l'auteur inscrit sa proposition dans la continuité de la conception traditionnelle, selon laquelle l'organisme chargé d'émettre la nouvelle monnaie le ferait en finançant des dépenses *ex nihilo*. Et cette conception tombe naturellement sous le coup des critiques que nous venons d'examiner.

On peut ajouter qu'un tel système, loin d'aider à résorber les déficits des paiements des pays débiteurs, risquerait de les accroître en ajoutant des liquidités en monnaie internationale aux liquidités en monnaies nationales. Stiglitz est partisan de mesures destinées à dissuader les pays excédentaires de conserver des excédents importants. Mais, ainsi que le craignaient déjà les experts américains lors de la Conférence de Bretton Woods, comment les pays excédentaires pourraient-ils

maîtriser leurs excédents, si une institution internationale finance les pays déficitaires en créant des liquidités à partir de simples droits de tirage ?

2 L'originalité du plan Keynes

Deux dispositions du plan Keynes nous intéressent plus particulièrement ici.

D'une part, considérant que les paiements internationaux se déroulent selon des modalités désuètes – [...] we have, broadly speaking continued with the uncivilised practices of the Middle Ages as between countries » (Keynes, 1943, p. 210) – Keynes a l'ambition d'appliquer aux paiements internationaux les principes bancaires modernes en vigueur dans les économies nationales. Il propose ainsi de généraliser ce qu'il nomme « le principe fondamental de la fonction bancaire », l'égalité des débits et des crédits :

The idea underlying such a Union is simple , namely, to generalize the essential principle of banking as it is exhibited within any closed system. This principle is the necessary equality of credits and debits (Keynes, 1942, p. 171)

D'autre part, Keynes indique que le bancor serait une monnaie que les pays utiliseraient par l'intermédiaire de leurs banques centrales ou leurs trésors publics tandis que les agents individuels et les entreprises continueraient d'utiliser leurs monnaies nationales :

We need an instrument of international currency having general acceptability between nations, so that blocked

balances and bilateral clearings are unnecessary; that is to say, an instrument of currency used by each nation in its transactions with other nations, operating through whatever national organ, such as a Treasury or a central bank, is most appropriate, private individuals, businesses and banks other than central banks, each continuing to use their own national currency as heretofore. (Keynes, p. 168)

Il précise que

Within any member-country [...] the provision of foreign exchange to be concentrated in the hands of its central bank which would deal with the public through the usual banks. That is to say, a member of the public here desiring to obtain dollars for a specified purpose would instruct his bank to make application to the Bank of England. [...] Central banks would buy and sell their own currencies amongst themselves only against debits and credits to their accounts at the Clearing Bank (Keynes, pp. 33-34).

Ces dispositions différencient clairement le plan Keynes par rapport à l'interprétation qu'en donnaient les experts américains à Bretton Woods et par rapport à la proposition actuelle de Stiglitz. Dans ces deux derniers cas, l'Union est supposée fournir des liquidités créées de toute pièce à la demande des pays débiteurs. Dans son schéma et, peut-on dire, selon une approche conforme à la notion actuelle de monnaie endogène, Keynes propose que l'Union enregistre comptablement, en bancors, des transactions dont l'initiative revient aux résidents des pays. Ainsi, selon la citation ci-dessus, un anglais qui achèterait des biens ou des titres financiers aux Etats-Unis, s'adresserait à sa banque qui elle-même recourrait à la Banque d'Angleterre afin d'obtenir les dollars nécessaires à la

transaction. Et la banque d'Angleterre achèterait les dollars à la Réserve Fédérale, l'Union enregistrant l'opération par débit de la première et crédit de la seconde.

Les dispositions citées présentent des avantages qui répondent parfaitement aux effets recherchés. Ainsi, la coexistence de plusieurs monnaies de réserves entre lesquelles interviendraient des réallocations disparaît, les créances et les dettes des pays les uns vis-à-vis des autres étant libellées en monnaie internationale. Et le caractère endogène de la création de la monnaie internationale comporte plusieurs avantages complémentaires. Les banques centrales étant des intermédiaires obligés dans les transactions entre résidents et non-résidents, elles pourraient acheter et vendre leurs monnaies nationales contre devises selon un ensemble de parités fixes. Elles auraient également, pour la même raison, la maîtrise des montants de monnaies achetés et vendus, en fonction des besoins de leur commerce extérieur et de leurs marchés financiers. Mais ne passe-t-on pas, ainsi, d'un extrême à l'autre, d'un système où les flux de capitaux sont largement dérégulés à un système de régulation excessive ?

Le critère pour juger de la pertinence du système proposé peut-être trouvé dans la logique des paiements internationaux. Comme en atteste la lecture d'une balance des paiements, il est notoire qu'une importation de biens, de services ou de titres financiers, n'est jamais financée par le pays importateur mais par le pays exportateur : au débit du poste concerné par la transaction, répond un crédit équivalent signifiant que l'importation est financée à crédit, et réciproquement, le pays exportateur est rendu créancier du pays importateur. Ce que Keynes proposait, c'était de moderniser le système des paiements internationaux en le rendant cohérent avec la logique des opérations bancaires. Faire un choix différent, c'est sans doute donner plus de liberté aux marchés financiers, mais c'est aussi aller à l'encontre de la logique des paiements et par conséquent prendre le risque de profonds dérèglements, ce que l'expérience démontre clairement.

REFERENCES

- Cnos C., V. Monvoisin et J.F. Ponsot (2010), « Regional currencies and regional monetary zones in Latin America : What prospects ? », *Journal of PostKeynesian Economics*, Vol. 32, n°2, pp. 155-61.
- Gnos, C. (2006), “Reforming the international monetary system; an assessment”, in LP Rochon and S. Rossi, *Monetary and Financial Systems: A Global View of Financial Crises*, Cheltenham: Elgar.
- Gnos, C. and L.-P. Rochon (2005), ‘Reforming the international financial and monetary system: from Keynes to Davidson and Stiglitz’, *Journal of Post Keynesian Economics*, **26** (4), pp. 613-629.
- Horsefield J. Keith (1969), *The International Monetary Fund 1945-1965*, Washington: IMF.
- Keynes, J.M. (1941), ‘Proposals for an International Currency Union’, in D. Moggridge (ed.), (1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, London: The Macmillan Press, pp. 42-61.
- Keynes, J.M. (1942), ‘Proposals for an International Clearing Union’, in D. Moggridge, ed., (1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, London: The Macmillan Press, pp. 168-196.
- Keynes, J.M. (1943), “Speech to a meeting of the European Allies”, in (1980) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, London: Macmillan, pp. 206-215.
- Stiglitz, J. (2011), “Towards a New Global Reserve System”, Pdf file.