

# Echec monétaire et avenir financier du DTS

Christian Chavagneux<sup>1</sup>

## Résumé

*Dans une période où la demande de régulation économique au niveau mondial s'exprime de plus en plus, il est utile de s'interroger sur l'échec de l'un des rares instruments supranationaux existants, le droit de tirage spécial (DTS). Ceci met en évidence un double constat.*

*D'une part, les demandes d'allocation de DTS destinées à en faire le principal actif de réserve international sont vouées à l'échec. Pour des raisons historiques, la création du DTS a été le fruit d'un compromis dont l'enjeu portait sur la domination du système monétaire international par le dollar et n'a pas reflété un consensus vers une régulation financière supranationale. Pour des raisons géopolitiques, les Etats-Unis ont toujours refusé les projets visant à substituer au dollar un actif monétaire géré par des conventions internationales. Pour des raisons économiques, les réserves officielles en devises, et a fortiori celles exprimées en DTS, ne représentent qu'une part minime de la liquidité internationale. Vouloir contrôler cette dernière par les premières paraît peu crédible.*

*D'autre part, les demandes d'allocation de DTS basées sur la volonté d'accroître les transferts financiers vers les pays en développement sont également vouées à l'échec. Le caractère de liquidité inconditionnelle du DTS est en totale contradiction avec les principes de l'ajustement structurel tels qu'ils ont été développés et renforcés au cours des années quatre-vingt et serait donc peu susceptible de recevoir l'accord du G7. Si la conditionnalité apparaît comme une contrainte d'acceptation politique, la meilleure façon de l'introduire n'est pas d'affecter toute nouvelle création de DTS au FMI pour lui permettre d'accroître ses ressources et*

1. Christian Chavagneux est chargé de mission au Commissariat général du Plan. L'auteur remercie D. Plihon pour ses remarques ainsi que J. Adda, M. Lelart et M.-F. L'Héritier pour leurs commentaires sur une version antérieure de l'article. Les positions et les insuffisances qu'il contient ne sauraient les engager, pas plus que le Commissariat général du Plan.

*de distribuer de nouveaux prêts : les pays qui s'ajustent durablement sont déjà victimes d'un poids élevé du service de la dette multilatérale.*

*Dans une dynamique financière qui reste incomplète, le FMI ne dispose aujourd'hui d'aucun mécanisme pour alléger le poids de la dette multilatérale des pays qui font l'effort de s'ajuster. L'enjeu dépasse le continent africain car des pays comme l'Inde, le Pakistan, l'Indonésie et demain le Brésil et la Russie, sont ou seront concernés.*

*Ceci conduit à la proposition suivante : les DTS créés par une nouvelle allocation serviraient à financer une facilité « de sortie d'ajustement » ou « de récompense », distribuée par le FMI, en fonction des efforts réalisés par les pays sous ajustement structurel. Les pays récompensés bénéficieraient d'allègements du service de leur dette dans la mesure où ils poursuivraient leurs efforts. Les DTS obtenus par cette allocation seraient considérés comme détruits lors de leur utilisation par le pays.*

*Un tel mécanisme présenterait cinq avantages : il allégerait le service de la dette des créances multilatérales qui ne peuvent faire l'objet d'aucune réduction. Il diminuerait aussi le service de la dette des créances bilatérales sans peser sur les budgets nationaux. Il inciterait fortement les pays à maintenir le cap de la stabilisation économique et de l'ajustement. Il introduirait un financement non créateur de dette avec une conditionnalité marginale par rapport à celle déjà contenue dans les facilités d'ajustement structurel. Il pourrait enfin faire l'objet d'un consensus politique international.*

**D**epuis leur création les droits de tirages spéciaux (DTS) ont toujours montré de la bonne volonté : pourvoyeurs de réserves quand il fallait soutenir des changes fixes, réducteurs d'incertitude quand il fallait s'accommoder des changes flottants, prêts à aider les plus pauvres quand le tiers-monde s'enfonçait dans la dette. La possibilité de ces mutations, réelles ou suggérées, illustre la souplesse d'une innovation financière issue de l'esprit de Bretton Woods qui restera pourtant en marge de la finance mondiale. Tenter de mieux comprendre l'histoire de cet échec peut s'avérer utile pour la recherche de règles du jeu au moment où la mondialisation de l'économie semble imposer ses lois. Des contraintes historiques ont pesé sur le développement du DTS en tant qu'instrument régulateur de la liquidité mondiale qui tiennent à la géopolitique, à l'économie politique internationale. Le renouveau du DTS pourrait passer par l'objectif, qui peut paraître a priori plus limité, de contribuer à instaurer les conditions financières d'un ajustement structurel durable pour les pays en difficulté du Sud et de l'Est.

## La création des DTS : un élan de supranationalité ?

Pour mieux comprendre ce qui a permis la naissance des DTS, il faut brièvement revenir sur les principes affichés par la conférence de Bretton Woods et les raisons qui les ont suscités.

Les dirigeants de l'entre-deux-guerres qui considéraient le régime de l'étalon or comme celui de l'âge d'or du système monétaire international (SMI), ont échoué à en reconstituer les fondements et n'ont pas su créer les moyens de la stabilité du régime de changes fixes auquel ils étaient attachés. C'est dans ce contexte que les négociateurs de Bretton Woods, désireux de se maintenir dans la lignée des changes fixes, vont se donner les moyens nécessaires à la longévité du système. D'une part, en choisissant des parités fixes mais également des marges de fluctuations et la possibilité d'un ajustement des taux de change en cas de « déséquilibre fondamental ». D'autre part, en s'assurant que le système disposerait bien, en cas de besoin, d'une liquidité suffisante pour maintenir les parités retenues : le mécanisme reposerait sur la création d'un pool centralisé d'or et de devises disponibles, de manière temporaire, sous la forme de facilités d'emprunts à des conditions fixées à l'avance, d'où le système de quotas-souscriptions/tranches de crédit du Fonds monétaire international (FMI).

Une certaine confiance dans l'avenir qui laissait croire à la survenance de crises faibles et temporaires a ainsi contribué à confier la fourniture de liquidités à un pool de crise, sans qu'un mécanisme institutionnel voit le jour pour assurer une croissance des liquidités compatible avec l'expansion de l'économie mondiale.

Cet optimisme, on le sait, s'avèrera excessif. A la fin des années cinquante, R. Triffin montre le défaut structurel d'un système qui bute sur une forme particulière de la « loi de Tinbergen » avec un seul instrument, le dollar, pour deux objectifs : assurer un niveau adéquat de la liquidité internationale et maintenir la confiance dans le système, c'est-à-dire la crédibilité de la parité dollar-or.

Deux stratégies, s'attachant chacune à l'un des objectifs, vont être adoptées pour tenter de résoudre ce dilemme. La première est suivie d'emblée par les autorités politico-monnaies et consiste à essayer de mettre fin aux mouvements de capitaux spéculatifs afin de solidifier le système en augmentant la confiance : concours directs des banques centrales à l'institut d'émission américain par l'intermédiaire de *swaps*, pool de l'or, Accords généraux d'emprunts, bons Roosa, *equalization tax*, jusqu'à la déconnexion du prix officiel et du prix de marché de l'or en 1968.

La seconde est suivie d'abord par les techniciens, vite relayés par les autorités politiques. Les milieux universitaires, sous l'impulsion notamment de F. Machlup, se sont en effet intéressés dès le début des années soixante à la création d'un nouvel actif de réserve pour répondre aux besoins de liquidité du système de Bretton

Woods. Les officiels prennent le relais à partir de 1963-1964 et le groupe des Dix<sup>2</sup> confie à ses suppléants le soin « d'entreprendre un examen approfondi des perspectives de fonctionnement du SMI et de ses besoins futurs probables en liquidités » et plus spécifiquement « d'étudier la création d'instruments de réserves ». Comme le précise un rapport de la Banque des règlements internationaux, « deux sujets avaient toutefois été exclus de cet examen : le prix officiel de l'or et le flottement des taux de change » (Banque des règlements internationaux, 1976).

Deux conceptions vont alors s'affronter qui vont opposer la France et les Etats-Unis.

Du côté français, le Général de Gaulle engage la lutte contre l'asymétrie du système de Bretton Woods représentée par l'avantage démesuré dont bénéficie, à ses yeux, le dollar : son rôle de monnaie de réserve internationale permet aux Etats-Unis de maintenir des déficits extérieurs sans être forcés d'ajuster leur croissance, un privilège dont les autres pays ne peuvent bénéficier. Les propositions françaises seront donc sans équivoque : elles visent à remplacer le dollar comme principal actif de réserve afin de mettre fin à son hégémonie. En septembre 1964, Valéry Giscard d'Estaing, ministre des Finances, propose à l'assemblée annuelle du FMI à Tokyo la création d'un nouvel actif monétaire dont la valeur est adossée à celle de l'or, le « Collective » ou « Composite Reserve Unit » (CRU). Le principe en est simple : chaque pays reçoit des CRU en proportion de son stock d'or, CRU et or circulant comme liquidités internationales. Cette proposition s'inspire en partie des travaux de J. Rueff pour qui les compensations entre banques centrales doivent s'effectuer par des transferts d'or. Si le stock d'or vient à être insuffisant pour répondre aux besoins de liquidités internationales, la situation consiste simplement à augmenter le prix de l'or, c'est-à-dire, dans le contexte de l'époque, dévaluer le dollar par rapport à l'or. La valeur du CRU est si étroitement liée à l'or que la mise en circulation de cet actif aurait de fait correspondu à une réévaluation du métal précieux face aux principaux actifs de réserve et plus particulièrement face au dollar. Le projet français consiste donc à proposer un nouveau SMI reposant sur l'or comme actif central qui se substitue au dollar<sup>3</sup>. Le Général de Gaulle déclarait ainsi en 1968, « la France ne participera à aucun effort pour renforcer le dollar jusqu'à que le système monétaire mondial actuel soit remplacé par un nouveau, lié à l'or »<sup>4</sup>.

Ce discours français ne pouvait ignorer l'engagement solennel pris par le Président Kennedy et repris par l'administration Johnson de l'intangibilité de la parité du dollar en or. Aussi les américains présentèrent-ils un autre projet. Si les banques centrales étrangères ne souhaitent pas détenir des dollars et préfèrent

2. Le groupe des Dix a été constitué en 1961 et regroupe les pays qui ont participé aux Accords Généraux d'Emprunts. Il comprenait la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni, les Etats-Unis, la Belgique, le Canada, la Suède, l'Italie, le Japon et les Pays-Bas. La Suisse les rejoindra en 1964.

3. Sur la continuité historique des propositions françaises en faveur d'un SMI basé sur l'or et l'opposition franco-américaine des années soixante, voir M. D. Bordo, D. Simard & E. White, 1994.

4. Pour plus de précisions sur les positions françaises de l'époque et leurs conséquences voir l'article de J. M. Jeanneney dans ce numéro.

thésauriser de l'or, celui-ci va manquer, les réserves en dollars ne pourront croître comme avant et il y aura insuffisance de liquidités. Aussi s'avère-t-il nécessaire de créer un nouvel actif, dont la valeur n'est adossée à rien, afin que les réserves internationales continuent à augmenter. Cette proposition présente l'avantage de permettre aux Etats-Unis de ne pas avoir à ajuster leurs déficits extérieurs en fonction des besoins de réserves des autres pays. Ce nouvel actif dont la création est suggérée apparaît alors comme un complément au dollar dans les portefeuilles des banques centrales et un substitut à l'or, soit exactement l'inverse de la proposition française. Les américains entendent bien conserver au dollar son rôle prééminent et favorisent d'ailleurs dans le même temps l'utilisation privée du dollar en aidant au développement des euromarchés.

En dépit des réticences françaises, le principe de la création d'un nouvel instrument de réserve est approuvé à l'assemblée générale du FMI à Rio en septembre 1967. Les droits de tirages spéciaux vont ainsi voir le jour : actif de réserve international, ils représentent un « droit de tirage » dans la mesure où ils permettent d'acquérir des devises étrangères, « spéciaux » car contrairement aux droits de tirages « normaux » ou « ordinaires » du FMI, ils ne prennent pas la forme d'un crédit et sont de fait traités en dehors du compte général du Fonds dans un « compte de tirage spécial ».

### **Encadré 1** **L'histoire du DTS**

1963-1964 : demande par le groupe des Dix d'une étude sur la création d'un instrument de réserve.

1967 : acceptation du principe de la création d'un nouvel instrument de réserve à la conférence annuelle du FMI à Rio.

1968 : acceptation définitive du projet à l'assemblée annuelle du FMI à Washington.

1969 : premier amendement aux statuts du FMI en juillet instituant la création des DTS. Leur valeur est définie en or de manière à ce que la parité en or soit égale à celle du dollar. Taux d'intérêt de 1,5 %. Obligation de reconstitution de 30 %.

1970 : première tranche d'une allocation de 9,3 milliards de DTS distribués sur trois ans.

1974 : valeur du DTS déterminée par rapport à un panier de 16 monnaies suivant une recommandation du comité des Vingt. Taux d'intérêt déterminé par référence (environ 50 %) aux taux pratiqués sur les marchés monétaires des cinq devises les plus importantes.

1976 : le taux d'intérêt passe de 50 à 80 % du taux combiné. Début de la levée des restrictions sur l'utilisation des DTS.

1978 : deuxième amendement des statuts du FMI qui demande de mettre tout en œuvre pour faire du DTS le principal actif de réserve. Poursuite de la libéralisation des conditions d'utilisation du DTS comme l'avait suggéré le comité des Vingt.

1979 : première tranche d'une allocation de 12,1 milliards de DTS distribués sur trois ans. L'obligation de reconstitution passe de 30 à 15 %.

1980 : échec de la proposition du compte de substitution déjà suggérée par le comité des Vingt.

1981 : la valeur du DTS est déterminée par rapport à un panier de cinq monnaies. Le taux d'intérêt est porté de 80 à 100 % du taux combiné. L'obligation de reconstitution est supprimée.

1982-1983 : reprise des discussions sur le lien entre allocation de DTS et aide au développement déjà suggéré par le comité des Vingt.

1986 : nouvelle pondération des monnaies dans le panier de détermination de la valeur du DTS.

1991 : nouvelle pondération des monnaies dans le panier de détermination de la valeur du DTS.

Après deux années d'excédent de la balance des paiements américaine, confrontés à la chute du montant des réserves par rapport aux besoins engendrés par le commerce mondial, les pays membres du FMI adoptent en juillet 1969 le premier amendement aux statuts du Fonds et décident d'activer le mécanisme du DTS : 9,3 milliards de DTS sont ainsi créés et distribués sur trois ans entre 1970 et 1972 (tableau 1). « A cette époque le Fonds prévoyait que la demande de réserves internationales s'accroîtrait de 4 % par an, soit de 3,5 à 5 milliard de dollars par an, au début des années 1970. Sur ce total seulement 1-1,5 milliard de dollars devait trouver son origine dans le déficit de la balance des paiements des États-Unis. Autant d'éléments qui aboutirent à la décision d'allouer 9,5 milliards de DTS sur la période triennale 1970-1972 » (Sengupta, 1986).

TABLEAU 1

### L'évolution des réserves

En semaines	1955	1960	1965	1966	1967	1968	1969
Réserves totales moins l'or/importations	10,7	9,5	8,3	8,3	8,7	8,7	7,8

Source : « Statistiques financières internationales », FMI

Un certain nombre de règles et de principes sont alors mis en œuvre pour déterminer les conditions d'utilisation des DTS. La valeur du DTS est fixée par rapport à l'or de telle façon que sa parité en or soit égale à celle du dollar soit 1/35 d'once. Au moment de sa création un DTS vaut donc exactement un dollar.

Lorsqu'un pays obtient des devises contre ses DTS, il se trouve en position de débiteur par rapport à son allocation initiale, tandis que le pays qui lui a fourni les devises se trouve en position créditrice. A l'origine, un taux d'intérêt de 1,5 % est attaché au DTS, un taux plutôt bas choisi sous la pression américaine pour minimiser les chances de concurrence du dollar par le DTS. Un pays peut, pendant une période déterminée, avoir utilisé tous ses DTS mais il est obligé de conserver, en moyenne, sur une période de cinq ans, un minimum de 30 % de ses allocations cumulatives. C'est ce que l'on appelle l'obligation de reconstitution, comparable à l'obligation de remboursement d'un crédit. Cette disposition est le fruit d'un compromis entre Français et Américains, les premiers souhaitant que le nouveau mécanisme prennent la forme d'un crédit, les seconds étant favorables à la création d'un nouvel actif. Enfin, afin de pouvoir obtenir des devises contre ses DTS<sup>5</sup>, le pays membre doit se trouver dans une position difficile de balance des paiements. Cette contrainte vise un objectif particulier : réserver l'utilisation de DTS aux problèmes de balance des paiements et éviter qu'il ne serve à modifier la composition des réserves et du même coup à esquiver les problèmes d'instabilité et de confiance liés aux mouvements de capitaux qui se placent alternativement sur différents actifs (Bordo, 1993). En cela, le DTS représente également une tentative de solution officielle multilatérale au problème de la diversification du commerce mondial liée au retour en force de l'Europe, sans mouvements de changes violents.

Avec le recul de l'histoire, la création des droits de tirages spéciaux peut s'analyser sous des angles différents.

Le premier consiste à voir dans cette décision un simple prolongement de l'esprit de Bretton Woods, organisé autour des parités fixes et de leur défense, par la mise à disposition de liquidités suffisantes pour répondre aux périodes de crise, l'une des dernières décisions de tentative de renforcement d'un ordre ancien qui n'allait pas tarder à sombrer.

Le deuxième consiste à reconnaître que les techniciens monétaires des années soixante ont « mis l'imagination au pouvoir » dès 1967 en inventant un nouvel actif de réserve international, créé *ex-nihilo*, sans que sa valeur soit adossée à celle d'une autre actif quelconque existant. Ceci représente une rupture historique par rapport au « mythe de l'adossement » (*myth of backing*) tel que le décrivait alors F. Machlup, très présent dans les années soixante comme l'illustre la multiplicité des différentes propositions de l'époque qui réclamaient l'adossement de la valeur du tout nouvel actif aux réserves existantes, à des titres de long terme ou à des matières premières<sup>6</sup> (cette dernière proposition avait été soutenue politiquement en France par Pierre Mendès-France).

Enfin, dans le contexte actuel de mouvements de capitaux spéculatifs déstabilisants et d'insuffisance tant décriée de la coordination des politiques monétaires,

5. Les transactions s'effectuaient soit « par désignation », le Fonds désignant un pays disposant d'une situation stable de balance des paiements et de réserves et lui demandant de fournir des devises contre le DTS, soit « par accord » entre deux pays, autorisées sous des conditions particulières.

6. Sur le thème de l'adossement et des différentes propositions voir B. J. Cohen, 1977.

la période de la création du DTS peut apparaître comme un âge d'or où la raison supranationale l'a emporté pour tenter de répondre à un problème de nature internationale. Trois remarques tempèrent toutefois cette interprétation par trop optimiste :

- la genèse du DTS s'inscrit dans l'asymétrie du système de Bretton Woods et la position favorable qui échoit au dollar ;
- les conditions de création et de destruction des DTS imposent de recueillir une majorité élevée de 85 % des droits de vote, résultat d'un nouveau compromis entre Français et Américains, les 15 % nécessaires pour exercer un droit de veto bénéficiant alors aux Etats-Unis et à la Communauté économique européenne des Six du traité de Rome <sup>7</sup> ;
- plus généralement, cette contrainte de majorité élevée sera l'une des décisions originales concernant le DTS qui survivra à travers le temps pour être toujours en vigueur aujourd'hui. Le droit de veto qu'elle donne aux Etats-Unis et aux pays de l'Union européenne s'apparentera dans les années soixante et quatre-vingt à un droit de maintenir le *statu quo* et non de le changer. Un droit réservé essentiellement aux pays industrialisés puisque, même si formellement il peut être exercé par un groupe de pays en développement totalisant 15 % des voix, il ne leur est d'aucune utilité puisqu'ils resteront favorables à la création de DTS <sup>8</sup>.

Le DTS est donc loin de représenter les prémices d'un nouvel instrument supranational de régulation mondiale et s'inscrit plutôt dans un ensemble de conflits et de compromis d'intérêt. Cette caractéristique originelle l'a empêché jusqu'ici de jouer un rôle prépondérant en dépit de ses tentatives d'adaptation à l'évolution de la scène financière internationale.

## L'adaptation aux changes flottants

Après la dévaluation du dollar et les accords de décembre 1971, la communauté internationale va tenter une nouvelle donne monétaire en constituant en juillet 1972 un groupe de réflexion sur l'avenir du SMI baptisé comité des Vingt (C20), regroupant pays industrialisés et pays en développement. Le comité arrêtera ses travaux en juin 1974 sans avoir pu concrétiser d'accord global : les divergences de vues entre les différents pays d'une part, et l'émergence de nouveaux problèmes économiques internationaux (choc pétrolier, montée de l'inflation) d'autre part, auront raison de cette tentative de réforme. Pourtant, le comité présentera un certain

7. Voir M. D. Bordo, *opus cité*.

8. Ce qui reste vrai pour les autres grands changements réclamant une majorité élevée de 85 % (augmentation des quote-parts, ventes d'or, retour aux changes fixes,...). Sur tous ces points, voir M. F. L'Héritau (en collaboration avec C. Chavagneux), 1990.

nombre de recommandations dont une en particulier demandera de faire du DTS le principal actif de réserve internationale. Entre 1974 et le début des années quatre-vingt, les partisans du DTS vont tenter de consolider cet objectif : dans un premier temps, jusqu'en 1978, à l'aide d'améliorations techniques, puis par des tentatives plus imaginatives proposant des sauts qualitatifs importants pour l'utilisation du DTS mais qui seront refusés et n'induiront qu'une nouvelle vague d'améliorations d'ordre technique.

Deux mesures sont prises en 1974 afin de rendre le DTS plus attractif vis-à-vis des autres actifs de réserve.

Une nouvelle méthode d'évaluation de la valeur du DTS est proposée. Le DTS étant défini en or à parité avec le dollar, le taux de change du DTS vis-à-vis des autres devises correspondait au taux de change de marché des devises considérées vis-à-vis du dollar. Avec le passage au régime de changes flottants et l'abandon *de facto* du prix officiel de l'or, cette définition rendait la valeur du DTS particulièrement instable et peu attractive dans une période de dépréciation du dollar. Une nouvelle définition est alors adoptée sur la base de la méthode dite du « panier-type » (*standard basket*) visant à la fois à découpler l'évolution de la valeur du DTS de celle du dollar et à affirmer l'internationalisation du DTS : la valeur du DTS sera ainsi déterminée par une moyenne pondérée de montants fixes des seize principales devises du commerce mondial, celle dont la part dans les importations mondiales de biens et services a été, en moyenne, supérieure à 1 % au cours de la période 1968-1972. Mais le coefficient affecté à chaque monnaie a été « corrigé » de manière à tenir compte de l'importance relative des différentes devises dans le commerce mondial, laissant ainsi un poids prépondérant au dollar<sup>9</sup>. Le mode de calcul devait être revu deux ans après mais il a été prolongé jusqu'en 1978 où l'évolution du commerce mondial a permis d'intégrer le riyal saoudien et le rial iranien tandis que la couronne danoise et le rand sud-africain sont sortis du panier.

Un taux d'intérêt plus élevé a été fixé. A partir de 1974 le taux d'intérêt sur le DTS est déterminé par référence aux taux pratiqués sur les marchés des cinq devises les plus importantes (dollar, deutsche mark, yen, livre sterling, franc français) soit, à l'époque, 5 %, environ la moitié du taux combiné des marchés financiers.

Afin d'accroître encore l'acceptabilité du DTS, une deuxième série de mesures sera annoncée en 1976 à l'occasion de la conférence de la Jamaïque avec pour objectif d'introduire une plus grande liberté d'utilisation du DTS : les domaines d'applicabilité des transactions par accord ont été largement élargis et la nécessité de se trouver dans une position difficile de balance des paiements pour pouvoir utiliser les DTS a été supprimée. Contrairement aux années soixante où elle devait servir à maîtriser les mouvements entre actifs, cette obligation devenait en effet un obstacle au moment où l'on souhaitait favoriser le remplacement des devises par le DTS dans les portefeuilles d'actifs de réserve détenus par les banques centrales.

9. Voir en annexe la liste des devises et leur pondération.

Par ailleurs, le taux d'intérêt sur le DTS a été porté d'environ 50 % à 80 % du taux combiné des marchés.

Enfin une troisième série de mesures a été prise en 1978 avec l'introduction du deuxième amendement aux statuts du FMI dont la décision principale a concerné la démonétisation de l'or. Reprenant la suggestion du comité des Vingt, le deuxième amendement demande aux pays-membres de tout mettre en œuvre pour faire du DTS le principal actif de réserve du système monétaire international. Les transactions par accord sont encore plus libéralisées, autorisant désormais le libre emploi des DTS entre participants au mécanisme. Le Fonds obtient également toute latitude pour promouvoir des utilisations du DTS non encore autorisées. Ainsi, entre 1978 et 1980, le FMI développera toute une gamme de nouvelles possibilités : accords de swaps, opérations à terme, octroi de crédits, utilisation comme garantie d'engagements financiers pour les dons et enfin, il faut le souligner, comme instrument de règlement de dettes financières. L'obligation de reconstitution sera ramenée de 30 à 15 %. Enfin, pour que toutes ces mesures aient un sens, il fallait accroître le volume disponible de DTS. Une nouvelle allocation de 12,1 milliards de DTS a donc été décidée et distribuée sur trois ans, entre 1979 et 1981.

L'ensemble de ces évolutions visent à faire du DTS un actif financier plus attractif à détenir dans une période où la faiblesse du dollar entraîne le régime de change international vers un système sans pivot central où la concurrence permanente entre les devises importantes provoque une forte instabilité. Ainsi, à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, le problème d'une régulation adaptée de la liquidité mondiale n'est toujours pas réglé (Aglietta, 1985). Aussi les partisans du DTS vont-ils essayer de le placer au cœur des réserves mondiales, en tentant non seulement de le rendre plus attractif, mais aussi de déterminer le chemin le plus adéquat pour le faire évoluer de sa position marginale à celle de principal actif de réserve. De nombreuses propositions seront faites les unes assez révolutionnaires, les autres favorables à une transition plus graduelle. Se rangent par exemple dans la première catégorie, les travaux de J.J. Polak qui visent à asseoir le fonctionnement du FMI sur le DTS : les crédits accordés par le FMI entraîneraient la création de DTS, et leur remboursement leur destruction ; les ressources du Fonds augmenteraient plus facilement puisque le relèvement des quote-parts n'impliquerait plus le versement de monnaies nationales par les pays membres, supprimant les contraintes budgétaires liées à ces opérations, etc... (Pollak, 1979). Ces propositions ont été peu discutées au niveau officiel.

Par contre, un projet plus transitoire a retenu pendant environ une année l'attention des experts internationaux : celui du compte de substitution.

L'idée avait déjà été suggérée par le comité des Vingt et remise à l'ordre du jour officiel lors de l'assemblée annuelle du FMI à Belgrade à l'automne 1979, à la suite des propositions faites par le comité intérimaire réuni en mars 1979. Le principe en était simple : afin d'éviter l'évolution du SMI vers un système multipolaire déstabilisant, il était proposé aux banques centrales d'échanger leurs réserves contre un actif unique, censé s'imposer comme le principal actif de réserve. Cet échange s'effectuerait à un guichet spécial du FMI appelé compte de substitution.

La mise en œuvre politique d'un tel processus supposait de régler un certain nombre de questions (Bird, 1985).

Quels types d'actifs les banques centrales déposeraient-elles au compte ? Le projet concernait les réserves en devises mais l'idée avait été évoquée au milieu des années soixante-dix d'y intégrer l'or. Le trésorier du FMI, W.O. Habermeier proposait de limiter l'échange aux seules réserves en dollars tandis que le groupe des Trente laissait entendre que toutes les devises pourraient être concernées <sup>10</sup>.

Quel actif le compte remettrait-il en échange ? Plutôt que des transformations statutaires nécessaires pour que le DTS joue ce rôle, le projet proposait l'émission d'un nouvel avoir prenant la forme de « certificats » libellés en DTS. Afin que la substitution soit acceptée, ce nouvel actif devait être aussi attractif à détenir et à utiliser que les devises. Pour assurer un rendement et une liquidité satisfaisante, plusieurs mesures étaient suggérées : un taux d'intérêt proche de la moyenne pondérée des taux à court terme des principaux marchés financiers et ajusté périodiquement <sup>11</sup>, le versement des intérêts en dollar ou sous la forme de nouveaux certificats, l'ouverture d'un marché officiel de gré à gré, la participation du secteur privé « après une période de rodage » notamment avec la création d'un marché secondaire privé, l'émission de certificats à échéance illimitée puisque la substitution devait être permanente.

Quel serait le degré d'obligation du mécanisme ? Les possibilités allaient d'un mécanisme entièrement contraignant à un mécanisme complètement volontaire. Le besoin, reconnu par les acteurs du projet, d'un nombre minimum de participants pour que la substitution ait une signification et le gain collectif attendu, plaidait pour un certain degré d'obligation étalé sur plusieurs années. La perte de liberté partielle et progressive que devaient subir les banques centrales dans le choix de la composition de leurs réserves apparaissait alors comme le prix à payer pour s'assurer de la mise en œuvre du dispositif <sup>12</sup>. Un prix que les participants potentiels refuseront de payer, le projet prévoyant un échange totalement volontaire.

L'échange devait-il se faire graduellement ou en une seule fois ? Le moment idéal pour l'échange correspondait aux périodes propices à la diversification des portefeuilles en devises des banques centrales, c'est-à-dire en période de faiblesse du dollar, ce qui était le cas à la fin des années soixante-dix, lors de la discussion du projet. Celui-ci proposait donc de retenir une date particulière pour un premier échange, l'opération pouvant se répéter à d'autres moments « si une telle opération est monétairement justifiable ». Aucun mécanisme continu d'échange n'était donc prévu, ce qui imposait la nécessité d'une négociation pour chaque opération et laissait des portefeuilles diversifiés pour les nouvelles réserves acquises entre temps. Aussi, pour éviter ce dernier problème aurait-il fallu augmenter le rythme de création des DTS pour qu'ils puissent jouer leur rôle d'actif de réserve. Compte

10. Pour une présentation globale du projet voir *Bulletin du FMI*, 11 février 1980 et 10 mars 1980.

11. En fait tous les trois mois. Les variations de taux d'intérêt ne semblaient pas nécessiter à l'époque un ajustement plus rapproché.

12. Voir G. Bird, *opus cité*.

de substitution et création de DTS étaient donc les deux piliers complémentaires d'un même projet.

Que faire des réserves déposées dans le compte ? Les devises seraient placées sous forme de titres libellés en dollar sur le marché obligataire américain. Cette substitution de placements à court terme des réserves, à des placements à long terme, revenait à une consolidation progressive d'une partie de la dette extérieure américaine avec pour corollaire un service de la dette plus élevée puisque à l'époque les taux à long terme étaient supérieurs aux taux à court terme. Mais le niveau des taux d'intérêt étant variable, cela posait une dernière question.

Le compte devrait-il être constamment équilibré ? De par sa construction, le compte de substitution pouvait être amené à subir des pertes ou enregistrer des profits en fonction du différentiel entre les taux d'intérêt de son actif (taux à long terme américains) et de son passif (moyenne pondérée de taux à court terme de différentes places financières). Le projet prévoyait le maintien de l'équilibre du compte avec la possibilité de mécanismes *ad hoc* en cas d'évolution défavorable des taux d'intérêt : couvrir le déficit à l'aide d'une partie des dollars déposés au compte, faire appel à un prêt des autorités américaines ou bien vendre une partie des stocks d'or du FMI. L'idée de permettre l'émission de DTS en cas de besoin ne fut pas avancée.

Aucun accord définitif n'a pu être trouvé sur cette dernière question. Ce problème technique a ainsi contribué à l'échec de la proposition de compte de substitution dont l'avenir s'est joué à la réunion du comité intérimaire du FMI de Hambourg en avril 1980 qui s'est soldé par le refus du projet. En plus de ce désaccord technique, le compte de substitution a été victime d'un environnement macro-économique défavorable et de l'opposition de plusieurs pays.

L'environnement international de la fin des années soixante-dix a été marqué par la nouvelle hausse du prix du pétrole. Ce second choc pétrolier a provoqué d'une part un important besoin de dollars et d'autre part a incité les pays industrialisés « à tolérer sinon encourager l'accumulation par les pays de l'OPEP d'avoirs libellés en certaines devises nationales, particulièrement en DM, en franc suisse et en yen » selon les termes de Wallich, c'est-à-dire à pratiquer un système multi-devises (Wallich, 1980). Par ailleurs, le retournement de la politique monétaire américaine et la force soudainement retrouvée du dollar ont rendu tout à coup ce projet moins urgent. Un échec qui fit plaisir aux Etats-Unis, opposés dès l'origine à ce mécanisme susceptible d'affecter le rôle prédominant du dollar. Mais ceci satisfaisait également les pays en développement opposés aussi au projet pour au moins deux raisons<sup>13</sup> : d'abord, ce mécanisme ne répondait pas à leur préoccupation première qui était d'obtenir une assurance de pouvoir disposer de liquidités quand ils en avaient besoin ; ensuite, ils craignaient une concurrence entre les certificats et les DTS proprement dits, et que le taux d'intérêt attractif servis sur les certificats n'entraînent une hausse du taux d'intérêt sur les DTS.

13. Pour une présentation détaillée de la position des pays en développement voir G. Bird, *opus cité*.

Pour toutes ces raisons, la proposition de compte de substitution restera lettre morte. L'expérience historique de la dernière décennie laisse penser qu'il ne faut pas en avoir trop de regrets. D'une part, les mouvements de taux de change paraissent affectés par des considérations plus fondamentales que la simple diversification des avoirs de réserve en devises. D'autre part, face au fameux triangle d'incompatibilité qui veut que l'on ne puisse disposer en même temps de taux de changes fixes ou stables, de mouvements de capitaux libérés et de politiques monétaires autonomes, le compte de substitution, comme les propositions de taxes sur les mouvements de capitaux ou d'obligation de dépôts non rémunérés sur les positions ouvertes de change, cherchent à maintenir des taux de change stables en contrôlant, sous des formes diverses, les mouvements de capitaux, en substitution et non en complément de la recherche d'une plus grande coordination des politiques économiques.

Les débats autour du compte de substitution auront eu l'avantage de mettre le DTS sur le devant de la scène. Après l'échec du projet, une nouvelle série de mesures visant à accroître encore son attractivité furent prises en 1981 : le panier nécessaire à l'évaluation de la valeur du DTS a été ramené de seize à cinq devises en janvier <sup>14</sup>, l'obligation de reconstitution a été complètement supprimée en avril et le taux d'intérêt servi sur le DTS a été porté de 80 à 100 % du taux de marché composite en mai.

Depuis lors, les projets institutionnels visant à accroître l'importance du DTS en tant qu'actif de réserve international ont laissé place à quelques propositions confinées aux milieux académiques. Il n'y a pas eu de nouvelle allocation de DTS. Les années quatre-vingt ont été marquées par la domination du courant monétariste qui ont fait de tout accroissement de la masse monétaire la cause essentielle de l'inflation, au moment où les tensions inflationnistes mondiales ont représenté un sujet important de préoccupation des autorités économiques. A une époque où « le Fonds a encouragé ses membres à résister à l'inflation et à promouvoir une stabilité monétaire intérieure,..., le lancement d'un nouveau programme d'attribution de DTS a semblé particulièrement hors de propos » selon Hood (1983). Ainsi, d'après le même auteur, la surveillance des politiques économiques exercée par le FMI au cours de la période de flottement « a mis en lumière une action du Fonds qui, loin d'être favorable à une évolution du DTS en tant qu'actif monétaire international a plutôt joué en sens inverse » <sup>15</sup>.

La crainte inflationniste n'apparaît plus aujourd'hui comme le principal obstacle à l'émission de DTS car la situation actuelle est différente sous au moins deux aspects : d'une part, l'inflation ne représente plus le déséquilibre majeur des pays industrialisés qui, de plus, continuent à surveiller de près cet objectif ; d'autre part, les réserves officielles en devises, et *a fortiori* la partie des réserves exprimées en DTS, ne représentent qu'une part minime de la liquidité internationale et vouloir contrôler cette dernière par les premières paraît peu crédible. Pour autant, l'objectif

14. Voir en annexe les nouvelles pondérations.

15. Idem, voir Hood.

du deuxième amendement n'a jamais reçu le moindre début de réalisation : les DTS ont représenté en moyenne 5 à 6 % des réserves mondiales jusqu'au milieu des années quatre-vingt, avant de voir leur part régulièrement diminuer pour se situer aujourd'hui autour de 3 %. Le FMI, par la voie de son directeur général, continue de demander une nouvelle allocation de DTS dans la logique du deuxième amendement et a réclamé à la fin de 1993 une allocation de 36 milliards de DTS, avec l'objectif de ramener leur part dans les réserves mondiales à son niveau moyen des vingt dernières années. Pourtant, comme l'a par ailleurs souligné M. Camdessus, « toute proposition de réforme institutionnelle n'est réellement porteuse d'espoir que si, au moins en partie, elle est la ratification d'une pratique déjà solidement éprouvée » (Camdessus, 1993). Le DTS n'a pas réussi à s'imposer dans la pratique comme un instrument de réserve. Il faut dire que l'objectif était ambitieux puisqu'il visait à substituer au dollar un actif monétaire géré par des conventions internationales. Or, comme le soulignait N. Hellmann, « vouloir détrôner le dollar pour lui substituer le DTS serait une entreprise à peu près aussi ardue que celle qui consisterait à remplacer l'anglais comme langue mondiale par l'espéranto » (Hellmann, 1987).

Pourtant le DTS garde ses partisans. Certains conservent en priorité l'objectif, qui paraît difficile, d'en faire le principal actif de réserve mondial. D'autres ont tenté de lui redonner vigueur en l'adaptant encore une fois aux évolutions de la finance internationale et plus particulièrement à la crise du financement des pays du tiers-monde. Malheureusement, les propositions faites jusqu'ici dans ce domaine se sont révélées soit en désaccord avec les stratégies retenues par la communauté internationale soit en contradiction avec les intérêts qu'elles entendaient servir. Après avoir identifié ces problèmes, il faudra examiner quelles seraient les conditions d'utilisation des DTS susceptibles de rencontrer l'agrément de la communauté internationale.

## ■ Le DTS et la crise de la dette

L'idée de lier la création de DTS aux problèmes financiers spécifiques rencontrés par les pays en voie de développement remonte au comité des Vingt. Les PVD tentent là d'obtenir cette contrepartie en échange de leur regard bienveillant sur les réformes discutées par les pays les plus riches. Si le principe n'a pas été retenu, les pays du Sud ont pourtant obtenu la création d'une nouvelle facilité de crédit permanente du FMI (la « facilité élargie »), créée en septembre 1974, à forte conditionnalité, en même temps que deux mécanismes temporaires à faible conditionnalité dits « facilités pétrolières » en juin 1974 et avril 1975 destinés à répondre aux problèmes de balance des paiements survenus à la suite de la hausse des prix du pétrole. Le communiqué publié à l'issue de la réunion du comité des Vingt en

juin 1974 demandait par ailleurs au comité intérimaire qui allait lui succéder, d'étudier « la possibilité d'établir un lien entre l'aide au développement et l'allocation de DTS »<sup>16</sup>. Ainsi s'ouvrait ce qui allait s'imposer sous la dénomination de « la problématique du lien », peu discutée au cours des années soixante-dix, et qui trouvera une nouvelle vigueur dans les années quatre-vingt avec la crise de la dette. Les différentes propositions visant à lier demande d'allocation de DTS et aide au développement peuvent se regrouper en trois grandes catégories : une allocation directe aux PVD, une allocation destinée à accroître les ressources du FMI pour lui permettre d'augmenter ses prêts aux PVD, une allocation à un « compte spécial » dans le cadre d'un mécanisme *ad hoc* destiné à répondre à un problème spécifique.

Les pays en voie de développement se font régulièrement les défenseurs de l'allocation directe. Le processus technique est simple et consiste à remplacer le système actuel de distribution des DTS en fonction des quotas, par d'autres critères de répartition plus favorables aux PVD, du type niveau de PNB par habitant ou instabilité des recettes d'exportation. Or, ce type de proposition s'oppose totalement à la stratégie suivie dans les années quatre-vingt par la communauté internationale en réponse au développement des problèmes d'endettement du tiers-monde. En effet, le caractère de liquidité inconditionnelle du DTS est en complète contradiction avec les principes de l'ajustement structurel tels qu'ils sont utilisés et même renforcés au cours des années quatre-vingt.

Dans la première phase du traitement de la crise de la dette marquée par les rééchelonnements et « l'argent frais » (*new money*) bancaire, le FMI est présenté comme le « catalyseur » des nouveaux financements : apportant ses propres ressources et un certificat de bonne gestion économique aux pays qu'il surveille, le Fonds encourage les banques à maintenir leurs engagements en même temps qu'elles provisionnent pour répondre à la montée des risques. Médiateur, le FMI échange de la stabilisation macro-économique contre des ressources financières. Puis, les années quatre-vingt voient le renforcement de l'emprise du Fonds, par l'élargissement du nombre de pays qui sollicitent ses apports techniques et financiers, et par le renforcement de ses moyens de contrôle (notamment avec la création de la Facilité d'ajustement structurel en 1986 et de la Facilité d'ajustement structurel renforcée en 1987, cf. infra). La mise en œuvre du plan Brady visant à dévaloriser des créances, et l'obligation des pays qui souhaitent en profiter de signer avec le FMI un accord de financement à très haut degré de surveillance, confirment le rôle de médiateur de ce dernier mais pour un échange de plus haute teneur : changer les structures économiques, c'est-à-dire accepter une normalisation des modes d'organisation économiques et sociaux<sup>17</sup>, contre tenter de sortir de la crise en réduisant sa dette<sup>18</sup>.

16. Voir paragraphe 3j, la Documentation française, 1974.

17. C'est-à-dire l'acceptation d'une économie ouverte et fonctionnant selon des critères de type capitaliste. Pour une analyse détaillée des processus de normalisation et d'homogénéisation des économies voir M.-F. L'Héritau, *opus cité*.

18. Pour une synthèse récente de l'évolution de la crise de la dette voir M. Raffinot, 1993.

L'un des principes clés du traitement international de la crise de la dette est donc celui de la conditionnalité : c'est elle qui met en rapport situation financière et mode d'organisation économique, qui lie le déséquilibre de la première aux déficiences du second et organise le retour de la solvabilité par la transformation des trajectoires nationales.

Dans ces conditions, un ajustement, c'est-à-dire la possibilité donnée à des pays de maintenir ou de retrouver une structure « soutenable » de balance des paiements sans aucune contrepartie, comme le fait le DTS, apparaît en totale contradiction avec ce principe et ses objectifs tels qu'ils sont mis en œuvre depuis les années quatre-vingt.

Ainsi, une contrainte s'impose : si le principe de la création *ex nihilo* d'un surplus d'épargne transférable vers les pays en difficulté qui n'ont pas accès aux marchés internationaux de capitaux doit retenir l'attention, il semble difficile de promouvoir une aide financière significative qui prendrait la forme d'une allocation de DTS sans que celle-ci ne comporte une certaine dose de conditionnalité.

La question qui se pose alors est de déterminer les principes qui pourraient être retenus pour cette conditionnalité.

Une réponse est apportée par la deuxième catégorie de proposition qui vise à allouer au FMI l'intégralité d'une création massive de DTS afin d'augmenter les ressources de l'institution pour lui permettre de créer de nouvelles facilités de crédit destinées aux pays en voie de développement. Il est malheureusement à craindre que ces propositions ne déservent en fait leur objectif qui est d'alléger les contraintes financières extérieures des pays en développement, et ce pour deux raisons.

Avec la multiplication des interventions du FMI liée à la généralisation de la crise de la dette, de nombreux pays qui font l'effort de stabiliser, puis d'engager un ajustement sur le long terme de leur économie, sont déjà susceptibles d'être pénalisés par les charges de remboursement non réductibles auprès du FMI et des bailleurs de fonds multilatéraux en général. Une distribution supplémentaire de crédit ne risquerait donc que d'aggraver la situation.

La seconde raison tient au fait que, face à ce risque, la communauté internationale ne dispose pas, aujourd'hui, des moyens adéquats pour y faire face. Ce point est important au regard du rôle éventuel que pourrait tenir le DTS et mérite que l'on s'y arrête.

Afin de remédier à ce problème, les institutions multilatérales n'ont fait jusqu'à présent que reproduire la stratégie suivie par les banques au cours des années quatre-vingt : elles ont organisé l'apport de nouveaux financements qui ont servi à rembourser leurs propres créances initiales. La Banque mondiale a ainsi développé ses prêts programmes au détriment des prêts-projets<sup>19</sup>. De son côté le FMI a mis en place deux nouveaux mécanismes.

19. Les prêts-programmes représentent des financements à caractère général de soutien à la balance des paiements à la différence des prêts-projets destinés à financer des opérations sectorielles spécifiques. Pour une analyse détaillée de l'évolution de la stratégie de la Banque mondiale voir P. Mosley, J. Harrigan & J. Toye (Eds), 1991.

La Facilité d'ajustement structurel (FAS), créée en 1986 à partir des remboursements du Fonds fiduciaire<sup>20</sup>. Les conditions de taux d'intérêt (0,5 %) et de maturité (dix ans dont cinq ans de grâce) en font un instrument aux conditions financières attractives. En contrepartie, le pays bénéficiaire doit définir avec le FMI un programme d'ajustement sur trois ans formalisé dans ce que le jargon nomme un « PFP » soit *Policy Framework Paper* ou « document cadre de politique économique ». Celui-ci est réexaminé par le Fonds et, en cas de besoin, mis à jour avant chaque versement annuel. Le montant maximum mobilisable correspond à 63,5 % de la quote-part du pays.

La Facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR), instaurée en 1987 dans le prolongement de la précédente, bénéficie de versements volontaires de pays membres aboutissant à tripler les montants disponibles. Les conditions de taux et de remboursement sont les mêmes que pour la FAS. Le montant maximum mobilisable est cette fois de 250 % de la quote-part (voire 350 % à titre exceptionnel). La conditionnalité de ce type de mécanisme est très forte : les versements sont échelonnés trimestriellement et conditionnés par le respect de critères de réalisation inclus dans le PFP. La signature de ce genre de programme se traduit généralement par l'installation d'un fonctionnaire du FMI en résidence permanente auprès du ministère des Finances ou de la banque centrale.

Le Fonds a ainsi instauré une véritable dynamique financière sous la forme d'un mécanisme d'aide à ses « bons élèves » qui opère de la manière suivante.

*Première étape* : un pays membre prend contact avec le Fonds pour bénéficier d'un apport financier. Après une période de négociation du programme de redressement envisagé, le pays montre sa bonne volonté en prenant les premières mesures avant la signature finale de l'accord.

*Deuxième étape* : le Fonds octroie un accord de confirmation, caractérisé par des conditions financières peu favorables.

*Troisième étape* : les conditions économiques ou politiques incitent l'institution à se faire plus clémente en termes financiers. Elle pouvait alors passer, avant 1986-1987, à des accords élargis, ce qui lui permettait déjà de regarder de plus près les comptes du pays (certains pays qui bénéficiaient a priori d'une bonne côte pouvaient rapidement, voire directement, obtenir un accord élargi).

*Quatrième étape* : à partir de 1986, afin d'aider un pays qui suit la « bonne politique », le Fonds allège ses contraintes financières en lui octroyant une FAS et simultanément, ou peu après, une FASR à très forte conditionnalité. Ce faisant, le Fonds « rééchelonne » à des conditions préférentielles ses propres créances, trans-

20. Le Fonds fiduciaire, créé en 1976, a permis d'acheminer vers les pays en voie de développement les bénéfices provenant des ventes d'un tiers environ du stock d'or du FMI, décidées à la suite des accords de la Jamaïque. Une partie a été distribuée directement aux pays en proportion de leur quote-part et l'autre partie a fait l'objet jusqu'en 1981 de prêts à bas taux d'intérêt et à longue période de remboursement.

---

formant des prêts à court-moyen terme à taux d'intérêt élevé en des prêts à longue maturité avec période de grâce et faible taux d'intérêt.

*Cinquième étape* : on s'aperçoit que plusieurs pays qui ont bénéficié des FAS et FASR maintiennent des relations avec le FMI, de leur propre initiative, même après que le déblocage complet des fonds ait été effectué, grâce à la procédure dite de surveillance renforcée, afin de continuer à pouvoir bénéficier des conseils du FMI. Symbole significatif de cette puissance accrue du fonds, la fonction de tutelle du FMI a été rendue autonome de sa fonction financière.

De nombreux exemples mettent en évidence cette dynamique financière dans laquelle chaque pays postule en fonction de la confiance accordée a priori par le Fonds à ses dirigeants, quant à leur volonté de poursuivre l'effort d'ajustement. Ainsi le Ghana, après avoir obtenu trois accords de confirmation et un accord élargi, a été considéré comme un modèle d'ajustement et a pu bénéficier d'une FAS en 1987 puis d'une FASR en 1988 qui lui ont permis de réduire rapidement son service de la dette auprès du FMI. Alors que celui-ci était monté très rapidement pour atteindre 33,6 % des exportations de biens et services en 1988, il avait diminué de 30 % dès 1989 et ne représentait plus que 7,5 % des exportations de biens et services à la fin de 1992. En même temps qu'il récompense le pays par un allègement de ses charges financières extérieures, le FMI se retrouve avec un débiteur devenu plus solvable vis-à-vis de ses propres créances.

Plus récemment, l'Inde en 1991 et le Brésil en 1992, deux pays en pleine faillite financière, incapables d'assurer le service de leur dette auprès de leurs créanciers bancaires, n'ont pourtant bénéficié que d'accords de confirmation qui présentent les charges financières les plus importantes, à cause du manque de confiance du Fonds envers les équipes en place au moment de l'octroi des crédits. A l'inverse, le Bénin, en pleine faillite économique générale et qui n'avait pas eu de relation avec le FMI depuis de nombreuses années, s'est vu attribué directement une FAS en 1989 suivi d'une FASR en 1993. Il faut dire que le pays s'est alors engagé dans une transition démocratique que la communauté internationale a souhaité soutenir, et que le premier ministre en 1990, élu président en 1991, est un ancien administrateur de la Banque mondiale.

Le remplacement de la FASR arrivée à échéance en novembre 1993 était un enjeu dépassant largement le simple renouvellement d'un mécanisme financier. Il équivalait, en fait, à instaurer la pérennité d'un instrument nécessaire à un mécanisme régulateur des transferts d'épargne vers les pays en voie de développement les plus démunis. Seul instrument disponible à ce jour pour aider les pays qui font l'effort de stabiliser et d'ajuster leur économie, ce renouvellement apparaissait donc essentiel.

Ce moyen pour les créditeurs multilatéraux de récompenser les pays vertueux en leur accordant de nouveaux prêts à des conditions plus favorables que les prêts initiaux, n'allège pourtant que partiellement la charge de leur dette extérieure, surtout pour les pays qui s'ajustent sur le long terme et qui ont recours aux

financements publics durant une longue période. Ainsi, comme le montre le tableau 2, les sept pays considérés par le directeur général de la Banque mondiale comme ayant suivi des politiques d'ajustement sérieuses restent victimes d'une situation financière extérieure contraignante à cause de la forte charge financière que fait peser le remboursement des prêts publics, notamment multilatéraux (Preston, 1993).

TABLEAU 2

## Indicateurs de dette extérieure

En %

	Bénin	Burundi	Gambie	Ghana	Mali	Tanzanie	Ouganda
Dettes totales/XBS (1)	232,0	1 037	171	381	452	1 210	1 518
Dettes publiques/DLT (2)	100,0	100	100	99	100	100	100
Dettes multi./DLT (3)	47,5	81	73	70	43	36	63
Service dettes pub./DLT (4)	100,0	100	100	96	100	100	100
Service dettes multi./DLT (5)	87,5	69	34	43	56	43	86

(1) dette totale rapportée aux exportations de biens et services

(2) part de la dette publique dans la dette à long terme

(3) part de la dette multilatérale dans la dette à long terme

(4) part du service de la dette publique dans le service de la dette à long terme

(5) part du service de la dette multilatérale dans le service de la dette à long terme

N.B. : toutes les données, 1992, sauf pour (1) pour le Mali, 1991

Source : « World Debt Tables », volume 2, 1993-1994, Banque mondiale

La situation est donc paradoxale pour des pays qui voient leurs contraintes financières se maintenir alors que, d'une part, la communauté internationale les félicite de leurs efforts et que, d'autre part, des pays dans des situations comparables, voire moins favorables en termes de respect des critères d'ajustement, ont bénéficié d'allègements de créances significatifs dans le cadre du plan Brady pour les créances bancaires.

La nécessité est donc fortement ressentie aujourd'hui de mettre en place un mécanisme régulateur qui soutiennent les pays engagés dans des efforts d'ajustement durable, en allégeant leurs contraintes financières pour leur permettre de maintenir des niveaux de croissance plus élevés et de retrouver une situation de transferts nets positifs.

Que l'on ne s'y trompe pas : si les pays cités par le directeur général de la Banque mondiale sont situés en Afrique, l'enjeu dépasse le continent noir car d'autres pays plus importants à l'échelle de l'économie mondiale sont également concernés. Une partie des pays d'Europe centrale et orientale, l'Inde, le Pakistan, l'Indonésie sont aujourd'hui engagés dans cette dynamique financière où le poids de la dette publique extérieure pèse sur l'ajustement ou le développement. La Russie et le Brésil pourraient suivre demain, ainsi que plusieurs pays latino-américains qui

masquent des déficits courants assez importants, soit par des flux significatifs d'investissements directs – soumis à la volatilité de la confiance des investisseurs qui peut être grande comme l'a montré l'exemple de la Thaïlande ; ou par des mouvements de portefeuilles en grande partie d'origine américaine, sensibles, d'une part, aux aléas politiques et, d'autre part, aux anticipations de hausse des taux d'intérêt américains et d'appréciation du dollar.

On voit bien à cet égard qu'une allocation de DTS au FMI lui permettant d'accroître ses prêts, loin de répondre au problème, aurait même plutôt tendance à le pérenniser et ne paraît pas le meilleur moyen d'intégrer une conditionnalité inévitable.

Aussi la troisième voie proposée pour lier utilisation de DTS et développement, qui consiste à proposer un mécanisme *ad hoc* destiné à remplir une mission spécifique, peut-elle apparaître préférable. Une proposition allant dans ce sens et souvent avancée consisterait à remettre sur pied une version modifiée de l'obligation de reconstitution <sup>21</sup>.

La conditionnalité serait ainsi introduite par l'obligation faite aux pays utilisateurs de DTS d'engager une politique économique telle qu'elle permette les gains en devises nécessaires à la reconstitution de l'allocation initiale de DTS. Cette proposition présente un inconvénient majeur : dans la mesure où seule une distribution significative de DTS serait à même d'apporter un réel soutien aux pays en difficulté, un tel transfert pourrait avoir pour conséquence de réduire l'incitation à l'ajustement par l'utilisation immédiate des liquidités, la reconstitution étant repoussée à plus tard, avec le risque d'une aggravation des difficultés financières pour les pays qui n'auraient pas fait l'effort de s'ajuster. De plus, il est à craindre que la communauté internationale ne soit pas prête à accepter un niveau de conditionnalité inférieur à celui mis en œuvre par les institutions multilatérales et qu'elle n'accepte qu'un taux de reconstitution de 100 %, ce qui reviendrait à faire de l'allocation un simple mécanisme de crédit supplémentaire du FMI.

Pourtant, une allocation de DTS, en allégeant immédiatement le service de la dette extérieure des pays bénéficiaires, leur permettrait de réduire le degré d'austérité nécessaire à court terme de leur stabilisation macro-économique et de rester sur un niveau de croissance plus favorable au succès d'un ajustement à moyen terme. Il faut donc trouver un autre moyen d'introduire la conditionnalité. Afin de s'assurer qu'une telle distribution de liquidités soit bien utilisée, la décision peut être prise d'aider uniquement les pays dont il est sûr qu'ils font l'effort de remédier à leurs problèmes. Un premier critère de choix s'impose alors, à savoir la sélection des pays déjà sous ajustement avec le FMI et la Banque mondiale, dont on peut penser qu'ils ont adopté les « bonnes » politiques. Ainsi, après le respect des critères de conditionnalité pendant une durée minimale, le pays vertueux pourrait se voir récompenser par une allocation de DTS qui allègerait la contrainte financière liée au service de la dette des prêts publics, afin de retrouver une situation financière

21. La plus connue est sûrement celle de J. Williamson, 1984. Voir aussi A. Sengupta, *opus cité*.

extérieure normale pour un pays en développement, à savoir des transferts extérieurs nets positifs.

Ce type de mécanisme présente trois avantages importants :

- il permet un allègement du service de la dette des créances multilatérales qui ne peuvent faire l'objet d'aucune restructuration ou réduction ; compte tenu de l'importance prise par les financements multilatéraux dans les années quatre-vingt pour les pays qui n'ont pas accès aux marchés internationaux de capitaux, cet allègement conditionne le retour à une situation financière assainie <sup>22</sup> ;
- en fonction de la part respective, pour chacun des pays, de la dette bilatérale et de la dette multilatérale, il permet également un allègement du service de la dette des créances bilatérales sans peser sur les budgets nationaux des états créditeurs, libres, en fonction de leurs priorités ou de leurs moyens, d'apporter un complément sous forme de réduction ou d'annulation de créances ;
- il représente enfin une forte incitation au maintien de la stabilisation économique et de l'ajustement, la vertu étant largement récompensée ; en effet, ce type de mécanisme qui récompense les pays qui font des efforts est aujourd'hui quasiment absent.

## Deux propositions

Quelle forme pourrait prendre ce nouveau mécanisme basé sur une création de DTS ? Plusieurs solutions sont possibles, la capacité d'innovation financière s'étant largement développée depuis plusieurs années.

Les DTS créés par une nouvelle allocation serviraient de financement pour la création d'une nouvelle facilité dite de « sortie d'ajustement » ou « de récompense » dont la distribution serait décidée une fois par an par le FMI, en fonction des efforts réalisés par les pays en difficulté. La liste des pays ayant accès à cette facilité serait la même que celle pour l'accès aux FAS et FASR <sup>23</sup>. Après une durée minimale qui suivrait de plus ou moins loin celle des tirages, les pays récompensés bénéficieraient d'allègements de leur service de la dette pendant une durée qui reste à définir, chaque année, dans la mesure où ils poursuivraient leurs efforts dans le temps. Ce mécanisme pourrait être lié à celui de la surveillance renforcée qui deviendrait plus automatique. Les DTS obtenus par cette allocation seraient considérés comme détruits lors de leur utilisation par le pays.

22. Le projet d'utilisation des DTS en ce sens ferait actuellement l'objet d'un débat au sein du FMI où il comporterait de nombreux adeptes tant au niveau des fonctionnaires que des dirigeants, d'après P. S. Mistry, 1994.

23. Soit les pays dont le revenu par tête est inférieur à un certain seuil qui les autorise à recevoir les prêts concessionnels de l'Agence internationale pour le Développement, filiale de la Banque mondiale.

Autre solution, les DTS créés seraient placés dans un « Fonds de rachat » qui aurait pour mission de récupérer uniquement les dettes publiques et prioritairement les dettes multilatérales des pays que l'on souhaiterait aider. Celui-ci appliquerait alors immédiatement une décote de 50 %<sup>24</sup> ou plus<sup>25</sup> sur les créances, à charge pour lui d'assurer le service total de la dette auprès du créateur primaire, le FMI, grâce aux allocations de DTS. La liste des pays bénéficiaires et les conditions d'utilisation seraient déterminées de la même façon que pour la proposition précédente.

La communauté internationale pourrait accepter la mise en œuvre d'un tel mécanisme, favorable à l'économie mondiale sans heurter les intérêts de ses différents membres.

En dépit de la conditionnalité qui lui serait attachée, les pays en développement seraient à même de s'y associer pour trois raisons. Tout d'abord, la liaison entre la possibilité d'obtention de ce mécanisme et la signature préalable d'un accord de type FAS / FASR permettrait de limiter le « coût marginal » du surcroît de conditionnalité, compte tenu du niveau déjà élevé de conditionnalité des deux facilités. Ensuite, les pays bénéficiaires qui feraient de toute façon l'effort de s'ajuster ressentiraient moins que les autres la pression de la conditionnalité. Enfin, contrairement aux autres développements récents de la conditionnalité (démocratique, écologique ou sociale), cette nouvelle conditionnalité n'aurait pas un caractère potentiellement restrictif vis-à-vis des transferts financiers mais organiserait à l'inverse la création d'un supplément de ressources financières.

Cette introduction de la conditionnalité représenterait par ailleurs une condition nécessaire pour l'acceptation du projet par les pays les plus importants. La France, le Japon, l'Italie, la Belgique ou les Pays-Bas, traditionnellement favorables aux DTS, seraient enclins à soutenir ce type de mécanisme. Cette offre supplémentaire de liquidités s'effectuant, d'une part, à partir d'une demande précise, quantifiable et temporaire et survenant, d'autre part, dans un contexte de maîtrise de l'inflation au niveau international, pourrait recueillir alors l'assentiment de la Bundesbank dont il faut rappeler qu'elle est décisionnelle en Allemagne en la matière. Comme un tel mécanisme aurait une durée de vie limitée, celle nécessaire à l'assainissement des situations financières extérieures des pays en difficulté et que les DTS, une fois utilisés seraient détruits, il est par ailleurs clair que ce projet ne se réfère plus en aucune manière aux objectifs du deuxième amendement : ce type de mécanisme ne permettrait pas au DTS de disposer de qualités supplémentaires pour en faire un substitut, ne serait-ce qu'à un horizon lointain, au dollar et de ce fait pourrait également recevoir l'assentiment des Etats-Unis. Finalement, un accord unanime, souhaitable mais non obligatoire, du G7 en ce domaine supposerait l'assentiment de la Grande-Bretagne et du Canada dont l'opposition à l'utilisation des DTS repose sur le refus d'un instrument de création publique « artificielle » que le marché ne réclamerait pas. Il est pourtant certain que ces pays auraient, comme les autres,

24. Généralisation de ce qui se fait au Club de Paris depuis fin 1991.

25. Comme le réclame la Banque mondiale, 1993.

intérêt à ce que les pays en développement s'ajustent et se dégagent des contraintes financières ; on peut imaginer que le pouvoir diplomatique de conviction des autres pays parviennent à entraîner leur adhésion à un mécanisme qui, par ailleurs, ne leur coûterait absolument rien budgétairement.

Finalement, outre des débouchés à l'exportation sur des marchés plus sains, l'économie mondiale bénéficierait d'au moins deux autres avantages :

- le FMI s'acquitterait de façon plus efficace de ses responsabilités en complétant sa dynamique financière ;
- les problèmes politiques, largement évoqués aujourd'hui, de contrôle nécessaire des flux de ressources à destination des pays en développement et de leur utilisation, seraient pris en compte par un tel mécanisme indirect de transfert, chargé d'un rôle précis.

S'il est statutairement impossible au Fonds d'opérer une allocation sur une base relative en vertu du principe de traitement comparable de tous les Etats-membres, les exemples de la FAS et de la FASR destinées aux pays les plus pauvres ou de la Facilité de transformation systémique réservée pour l'essentiel aux anciens membres du CAEM, montrent que, lorsque les Etats-membres en sont d'accord, le traitement particulier d'un groupe de pays est possible (Lenain, 1993). De plus, il faut rappeler que l'utilisation du DTS à des fins de règlement d'obligations financières est autorisée depuis la fin des années soixante-dix.

Comme le souligne Williamson, les décideurs monétaires des années soixante ont été assez imaginatifs pour inventer un instrument qui a permis de satisfaire les besoins de financement du développement sans cures d'austérité trop marquées, sans transferts financiers trop défavorables, sans une montée de la dette extérieure trop forte<sup>26</sup>. Aujourd'hui, il paraît regrettable de ne pas se servir de cet actif existant, même si son utilisation se révèle d'une intensité inférieure aux espoirs plus profonds de faire du DTS l'instrument d'une régulation globalisée. Face au déni d'abandon de souveraineté encore largement mis en avant par les nations, l'objectif ne doit-il pas être de rechercher le niveau maximum d'acceptabilité de solutions communes ? Si « l'institutionnalisation des relations économiques internationales est une création politique », le DTS peut en être l'un des vecteurs, à charge, pour ses partisans, d'en faire émerger les conditions (Mistral, 1986).

26. Williamson, *opus cité*.

## Annexe

**TABLEAU 3**

### Poids des différentes devises dans la détermination de la valeur du DTS

En %

Monnaies	1974-1978	1978-1981	1981-1986	1986-1991	Depuis 1991
Dollar américain	33,0	33,0	42	42	40
Deutsche mark	12,5	12,5	19	19	21
Livre sterling	9,0	7,5	13	12	11
Franc français	7,5	7,5	13	12	11
Yen japonais	7,5	7,5	13	15	17
Dollar canadien	6,0	5,0			
Lire italienne	6,0	5,0			
Florin néerlandais	4,5	5,0			
Franc belge	3,5	4,0			
Couronne suédoise	2,5	2,0			
Dollar australien	1,5	1,5			
Couronne norvégienne	1,5	1,5			
Peseta espagnole	1,5	1,5			
Couronne danoise	1,5	—			
Schilling autrichien	1,0	1,5			
Rand sud-africain	1,0	—			
Riyal saoudien	—	3,0			
Rial iranien	—	2,0			

Source : *Bulletin du FMI*

### Références

- Aglietta M. (1985), « The Creation of International Liquidity », in L. Tsoukalis (Ed), *The Political Economy of International Money. In Search of a New Order*, RIIA, Sage Publications.
- Banque des règlements internationaux (1976), *46<sup>e</sup> rapport annuel*, juin. Repris dans *Problèmes économiques*, n° 1483, 28 juillet.
- Banque mondiale (1993), *World Debt Tables*, volumes 1 et 2.
- Bird G. (1985), « World Finance and Adjustment. An Agenda for Reform », Mac Millan.
- Bordo M. D. (1993), « The Bretton Woods International Monetary System : a Historical Overview », in M.D. Bordo & B. Eichengreen (Eds), *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*, The University of Chicago Press.
- Bordo M. D., D. Simard & E. White (1994), « France and the Bretton Woods International Monetary System : 1960 to 1968 », *NBER working paper* N° 4642, février.
- Camdessus M. (1993), *La régulation d'une économie mondialisée*, août, non publié.
- Cohen B. J. (1977), *Organizing the World's Money. The Political Economy of International Monetary Relations*, Mac Millan.
- Documentation française (1974), *La politique étrangère de la France. Textes et documents*, premier semestre.

## Fonds monétaire international :

- *Rapports annuels*, diverses années ;
- *Bulletin du FMI*, 11 février et 10 mars 1980.

Hellmann N. (1987), « Droit de tirage spécial : victime du dollar ? », *Eurépargne*, février. Repris dans *Problèmes économiques* n° 2024, 14 mai 1987.

Hood Wm. C. (1983), « Devise internationale, crédit et le DTS », *Finances et Développement*, septembre.

L'Héritieu M.-F. (en collaboration avec C. Chavagneux) (1990), *Le Fonds monétaire international et les pays du tiers monde*, PUF, 2<sup>e</sup> édition.

Lenain P. (1993), *Le FMI*, collection Repères, la Découverte.

Mistral J. (1986), « Régime international et trajectoires nationales », in R. Boyer (Ed), *Capitalismes fin de siècle*, PUF.

Mistry P. S. (1994), *Multilateral Debt. An Emerging Crisis ?*, Fondad, février.

Mosley P., J. Harrigan & J. Toye (Eds) (1991), *Aid and Power. The World Bank and Policy-Based Lending*, Routledge.

Pollak J. J. (1979), « Thoughts on a IMF Based Fully on the SDR », *Pamphlet Series* N° 28, FMI.

Preston L. (1993), « Private Sector, Key to Africa's Future », *Financial Times*, 27 septembre.

Raffinot M. (1993), *La dette des tiers-mondes*, collection Repères, la Découverte.

Sengupta A. (1986), « Lier l'allocation de DTS aux besoins de réserves », *Finances et Développement*, septembre.

Wallich H. C. (1980), « The World Monetary System after Postponement of the Substitution Account », *Intereconomics*, juillet-août. Repris dans *Problèmes économiques* n° 1702, 17 décembre 1980.

Williamson J. (1984), *A New SDR Allocation ?*, Institute of International Economics, Washington DC, mars.

