

**Troisième partie**  
**L'équilibre des opérations**  
**en capital et des mouvements**  
**financiers**

Nous allons, dans cette partie, traiter respectivement :

- des mouvements internationaux de capitaux (chapitre 1) ;
- des régimes de change et de l'organisation financière internationale (chapitre 2).



# Chapitre 1

## Les mouvements internationaux de capitaux

Les mouvements de capitaux ont toujours joué un rôle important dans les relations économiques internationales. Du 19<sup>e</sup> siècle à 1914, les marchés monétaire et financier internationaux se sont organisés autour de la place financière de Londres. Et c'est ce qui a permis aux États-Unis de se développer, grâce au financement des opérations commerciales et aux investissements divers. Entre 1920 et 1930, se sont posés, d'une part, le problème des transferts unilatéraux dû au paiement des réparations de guerre par l'Allemagne, d'autre part, celui des mouvements de capitaux spéculatifs.

Depuis 1945, de nouvelles formes de mouvements internationaux de capitaux sont apparues (crédits gratuits, dons), à la suite du plan de restructuration de l'Europe et de la préoccupation expresse pour les pays en voie de développement. Ce qui a conduit à l'éclosion d'un marché monétaire et d'un marché financier international où le dollar joue un rôle important. Nous allons tour à tour parler de la morphologie et des déterminants des mouvements internationaux de capitaux avant de traiter de l'impact de ces mouvements sur la transmission internationale de la croissance.

### **SECTION 1 : LA MORPHOLOGIE DES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX**

Nous distinguerons les mouvements de capitaux à court terme des mouvements de capitaux à long terme.

#### **1. Les mouvements de capitaux à court terme**

Les mouvements de capitaux à court terme comprennent l'ensemble des crédits et emprunts à court terme pouvant être négociés sur le marché monétaire international.

### **A – La nature des mouvements de capitaux à court terme**

On fait la distinction entre les mouvements induits et les mouvements autonomes.

Les mouvements induits sont ceux qui sont liés à la situation de la balance des paiements courants. Ainsi, un pays qui enregistre un déficit des paiements courants le couvre soit par un paiement en or, soit en empruntant à court terme auprès des banques étrangères.

Les mouvements autonomes résultent des décisions des agents prêteurs et emprunteurs. En effet, en période d'incertitude, les capitaux à court terme peuvent se déplacer massivement et rapidement d'une place financière à une autre. Deux faits permettent d'expliquer ces mouvements :

- 1) les différences de taux d'intérêt sur les différentes places financières internationales, qui se traduisent par la recherche des placements plus rémunérateurs ;
- 2) les anticipations des agents sur les variations futures du taux de change. Il s'agit là des mouvements spéculatifs.

### **B – Les nouvelles formes des mouvements de capitaux à court terme : les euro-dollars**

Les mouvements internationaux de capitaux découlent des différences entre les pays et des rendements espérés des investissements financiers. Les capitaux à court terme sont devenus bien plus mobiles au plan international que durant les trente dernières années. Et cette mobilité accrue a des conséquences sur la politique macro-économique et sur le bien-être. C'est alors qu'il apparaît intéressant d'analyser une institution associée à cette mobilité accrue, les euro-marchés, dont les uns vantent l'efficacité pendant que d'autres retiennent les dangers et les risques.

L'euro-monnaie est un dépôt libellé dans une devise qui n'est pas la monnaie des pays où a lieu ce dépôt. Par exemple, un dépôt en marks à Londres constitue des euro-marks tandis que des dollars déposés à Paris deviennent des euro-dollars. Un dépôt en euro-dollars est donc un dépôt constitué de dollars auprès d'une banque située hors du territoire des États-Unis d'Amérique.

### ***b1 – Origine et nature du marché des euro-marchés***

C'est depuis 1958 que sont apparus des marchés transnationaux, affranchis à l'égard des États. Ces marchés, qui mettaient en contact des prêteurs et des emprunteurs du monde entier, ont constitué le marché des euro-devises dont plusieurs facteurs vont contribuer à l'essor :

- la prohibition faite en 1957 aux banques anglaises de se servir de la livre comme devise de financement des échanges en dehors de la zone sterling ;
- la réglementation des conditions bancaires aux États-Unis d'Amérique (1963), qui limitait les taux d'intérêt payés aux déposants (régulation Q américaine). Elle a conduit les Américains à effectuer des dépôts dans des banques canadiennes et européennes dont les conditions étaient plus avantageuses ;
- le retour, à partir de 1959, à la convertibilité des monnaies avec la levée des limites à la libre circulation des capitaux à court terme. Ce qui a permis aux banques de procéder à des arbitrages en fonction des différences de taux d'intérêt ;
- le développement du rôle international du dollar, lié aux investissements américains en Europe et à l'extension du réseau bancaire européen dans le monde.

D'une manière générale, le développement fantastique des euro-monnaies tient à deux raisons principales.

1) Le marché des euro-monnaies correspond à un besoin financier moderne, du fait que les grandes entreprises exportant à travers le monde ont besoin de moyens de règlements commodes (le plus souvent le dollar) là où elles opèrent. Et les banques cherchant à satisfaire ce besoin ont pensé à la création d'un marché international de créances à court terme. Le marché de l'euro-dollar apparaît alors comme une alternative aux systèmes bancaires nationaux.

2) Ce marché est un moyen économique de se procurer des ressources financières, vu que le crédit à court terme est régulé, encadré, plafonné et surveillé, d'une part, que le coût de collecte des dépôts est souvent élevé, à cause du

fractionnement de ces dépôts par les coefficients de réserves des banques centrales, d'autre part. Les euro-marchés présentent ainsi l'avantage des frais généraux réduits, les banques ayant la possibilité de collecter d'énormes dépôts sans avoir à rendre compte de leur rémunération, de la tarification des prêts et du volume des encours.

Le marché des euro-monnaies a donc trois principales caractéristiques :

- c'est un marché de gros (il ne porte que sur des montants élevés) ;
- c'est un marché parallèle (il n'est pas soumis au strict contrôle des autorités monétaires) ;
- c'est un marché essentiellement interbancaire.

### ***b2 – Les agents économiques concernés***

Le marché des euro-devises est dominé par de grandes banques qui centralisent les opérations et traitent directement entre elles.

L'offre d'euro-devises est assurée notamment par :

- les banques commerciales, qui placent leurs fonds à des taux plus élevés que sur le marché national ;
- les entreprises américaines ou internationales, qui disposent de trésoreries en devises ;
- les banques centrales, qui confient une partie de leurs réserves aux banques commerciales afin d'agir sur le volume de la liquidité interne.

La demande d'euro-devises est quant à elle le fait :

- des importateurs, généralement des sociétés internationales qui veulent alimenter leurs trésoreries ;
- des résidents des États-Unis d'Amérique, essentiellement les banques américaines en quête de ressources ;
- des banques centrales qui concluent des emprunts en devises contre de la monnaie nationale avec le système bancaire.

Les taux d'intérêt appliqués sur ce marché dépendent non seulement de la liquidité dans le monde mais également des conditions de crédits aux États-Unis d'Amérique.

### **C – L'impact du marché des euro-monnaies**

Les compartiments des euromarchés sont notamment :

- les euro-devises ;
- les euro-crédits ;
- les euro-obligations.

Les euro-devises naissent des opérations de dépôts ou d'emprunts faites (en monnaie étrangère) à partir des comptes ouverts dans un pays autre que celui de la monnaie dans laquelle ils sont libellés.

Les euro-crédits sont des crédits de un à huit ans d'échéance, libellés en une monnaie indépendante de la nationalité des prêteurs et des emprunteurs et généralement financés par des ressources à court terme renouvelables, mobilisés par des syndicats de banques. Ils sont convertis à taux fixes ou à taux variables.

Les euro-obligations sont des obligations émises par un syndicat de banques dans un pays différent de celui de la monnaie qui leur sert de support. Elles sont souscrites principalement dans des pays autres que celui de la monnaie dans laquelle elles sont libellées (obligations en dollar émises à Luxembourg et souscrites hors des États-Unis d'Amérique).

Les euro-obligations sont sensibles à deux éléments :

- l'absence de retenue à la source sur les coupons ;
- la monnaie d'émission et de paiement du coupon.

Le marché des euro-devises, qui est un marché monétaire international, présente en plus de certains avantages quelques inconvénients.

Comme avantages, nous relèverons :

- 1) la souplesse de fonctionnement et d'adaptation des mécanismes financiers à des conditions économiques nouvelles. Ainsi, le marché a contribué à une allocation internationale plus efficace de capitaux à court terme grâce à un réseau de communications internationales rapide, un accroissement de la sensibilité des capitaux aux différences des taux d'intérêt nationaux, l'augmentation des rendements et la réduction des coûts ;
- 2) l'élargissement de la gamme des instruments financiers : taux d'intérêt, dépôts négociés entre banques par téléphone ;
- 3) l'élargissement du marché de liquidités internationales avec l'interdépendance des divers marchés monétaires internationaux.

Le marché des euro-devises présente également des inconvénients :

- 1) l'aptitude à amplifier les mouvements spéculatifs pouvant s'exercer à l'encontre ou en faveur d'une monnaie, en raison de la très grande mobilité des fonds ;
- 2) la transmission des conséquences de la politique monétaire adoptée aux États-Unis d'Amérique. À cet effet, ce marché se présente comme un élément permissif de l'emprise du dollar sur les relations monétaires internationales ;
- 3) ce marché a contribué à l'accélération de l'inflation mondiale.

Bien que le marché des euro-monnaies ne soit pas directement soumis au contrôle d'une institution déterminée, il est sous la surveillance de la Banque des Règlements Internationaux (créée en 1930 pour faciliter le paiement des réparations allemandes aux alliés) et des banques centrales qui centralisent les informations et interviennent en cas de nécessité pour le réguler.

La préoccupation actuelle est de savoir si les euro-marchés ne risquent pas d'être emportés par le mouvement de globalisation financière, à cause notamment :

- des facilités bancaires internationales (depuis les années 80) ;
- de la tendance générale à la déréglementation des marchés ;
- de l'harmonisation de la fiscalité.

Autant de raisons qui pourraient conduire à la banalisation des avantages des euro-marchés.

En fait, cela est difficile à admettre pour au moins deux raisons :

- 1) l'interprétation de la tendance amorcée depuis 1980 est difficile, car au lieu d'effacement, les pratiques des euro-marchés font école (avec moins de réserves obligatoires et une fiscalité discriminatoire) ;
- 2) l'existence des places moins taxées ou moins transparentes.

En fait, les euro-marchés ont encore leur chance pour l'avenir, ne serait-ce que par le fait que l'activité euro-bancaire et l'activité bancaire internationale se rejoignent au sein d'une sorte de continuum d'opérations qui constituent un marché financier de plus en plus global, autrement dit un marché appréhendé comme un tout, débarrassé des différentes réglementations tenant à l'existence des États.

## **2. Les mouvements de capitaux à long terme**

Les mouvements de capitaux à long terme s'effectuent à l'aide d'instruments dont l'échéance est supérieure à un an. Ces mouvements se présentent sous la forme d'investissements de portefeuille et d'investissements directs.

### **A – Les investissements de portefeuille**

Ce sont des titres d'emprunt figurant dans le portefeuille de la nation d'où proviennent les capitaux. Il s'agit de valeurs mobilières (actions et obligations) souscrites par des particuliers, des banques, des compagnies d'assurances ou des sociétés d'investissement. L'émission de ces titres peut se faire soit directement par les emprunteurs, soit par l'intermédiaire des banques.

Depuis quelques années, il s'est développé parallèlement au marché des euro-monnaies un marché des euro-émissions dont l'essor tient aux faits suivants :

- les avantages fiscaux obtenus sur ce marché ;
- les besoins accrus de financement dans les grands pays industrialisés pour les grandes sociétés internationales ;
- la liberté des opérations sur le marché international.

Les titres émis sur ce marché sont soit des obligations simples, soit des obligations convertibles en actions.

### **B – Les investissements directs**

Il s'agit des investissements qui s'accompagnent d'un contrôle des sociétés prêteuses sur la gestion de l'emprunteur.

On retrouve dans cette catégorie :

- les investissements effectués dans des succursales et des filiales à l'étranger ;
- les investissements faits dans des sociétés constituées par les nationaux dans le but d'exercer leur activité à l'extérieur ;
- les participations prises par des groupes financiers dans des entreprises étrangères dont ils dominent la gestion.

Il existe trois types d'investissements étrangers :

- les investissements qui valorisent les exportations ;
- les investissements axés sur la promotion du marché local du pays d'accueil (dimension du marché et coûts de production, tarifs douaniers) ;
- les activités extérieures induites par les gouvernements des pays d'accueil.

La différence entre un investissement de portefeuille et un investissement direct n'est pas souvent facile à établir. Cependant, contrairement à l'investissement de portefeuille, l'investissement direct sous-entend le contrôle d'une affaire. Le F.M.I. en a défini plusieurs critères :

- 1) le fait que 50 %, ou plus, du capital soit propriété de l'étranger ;
- 2) le fait que 20 % ou plus de ce capital soit concentré entre les mains d'un seul porteur ou d'un groupe organisé de porteurs étrangers ;
- 3) le fait que les étrangers jouent un rôle prépondérant dans la politique de l'entreprise.

L'investissement direct procède avant tout de la recherche d'une meilleure rentabilité. Mais on peut, d'une manière générale, retenir les motivations suivantes :

- le besoin de se procurer des importations : c'est le cas des investissements directs dans les pays en voie de développement dont le but est d'exploiter les matières premières nécessaires à la croissance économique de l'Occident ;
- le besoin d'éviter les frais de transport sur les exportations et la recherche d'une main-d'œuvre bon marché, qui incite les industriels occidentaux à investir directement dans les pays en voie de développement ;
- la nécessité de contourner certaines réglementations (droits de douane).

Il faut dire que, depuis le 19<sup>e</sup> siècle, l'importance relative des deux grandes catégories d'investissements privés s'est considérablement modifiée. Ainsi, on a enregistré une tendance à l'accroissement des investissements privés directs et cette émergence a suscité réactions et controverses portant sur le fait de savoir si les investissements directs étaient ou non profitables aux pays receveurs.

Les auteurs tels que SINGER ont condamné ce genre d'investissement dans la mesure où ils considèrent que l'investissement direct crée, dans les pays en voie de développement, des économies d'enclave. Concentrées dans des activités d'exportation dont les effets multiplicatifs ne se font sentir qu'à l'extérieur, ces investissements apportent une faible contribution au développement des pays receveurs.

Il est possible à ce niveau de classer les pays en trois catégories :

- les pays disposant d'un important secteur industriel (nouveaux pays industrialisés) où les investissements directs sont plus importants que les placements de portefeuille ;
- les pays peu développés mais riches en matières premières où les investissements sont uniquement directs ;
- les pays peu développés, pauvres en ressources naturelles qui n'attirent pas de capitaux privés.

Il faut dire que les mouvements de capitaux privés vers les pays sous-développés ont explosé depuis le début des années 90. On observe en effet, depuis

1992, un accroissement marqué des mouvements de portefeuille et des investissements directs du secteur privé, même si ces investissements sont concentrés sur un petit nombre de pays.

Cette évolution tient à deux raisons :

- la réorientation des politiques : les expériences du protectionnisme et de la planification s'étant révélées décevantes, la réflexion sur les sources de la croissance et sur les moyens de la favoriser a changé depuis le début des années 80. Elle est désormais centrée sur le marché ;
- la globalisation des marchés avec la levée des contrôles de change et le développement des nouvelles technologies.

## **SECTION 2 : LES DÉTERMINANTS DES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX**

Les mouvements de capitaux sont-ils sensibles aux différentiels de taux d'intérêt ou simplement à la variation de ces différentiels ?

C'est pour tenter de répondre à cette question que de nombreux auteurs ont analysé le comportement des agents économiques en prenant en compte, à côté des effets de flux, les effets de stocks, grâce à la théorie des portefeuilles.

Jusqu'au milieu des années 60, les mouvements de capitaux à court terme étaient traditionnellement expliqués par les différences de taux d'intérêt observés sur les marchés internationaux. Plus l'écart entre les taux d'intérêt était élevé, plus les mouvements de capitaux devaient être importants. Ces modèles de flux (faisant dépendre les mouvements de capitaux du seul écart existant entre les taux d'intérêt) supposaient qu'un pays pouvait accueillir des capitaux aussi longtemps que subsisterait en sa faveur le différentiel d'intérêt.

Devant les résultats plus ou moins contradictoires des tests économétriques et pour expliquer le paradoxe apparent de la fuite des capitaux des pays dont les taux d'intérêt sont particulièrement élevés, une explication alternative a été

proposée à partir de la distribution des avoirs en portefeuille formulée par MARKOWITZ (1959) et TOBIN (1958).

D'après cette théorie, la distribution des avoirs dépend des taux de rendement et des risques afférents à ces avoirs. Ainsi, si on admet que les résidents et les non-résidents détiennent à la fois des actifs nationaux et étrangers, une hausse des taux d'intérêt domestiques conduit, toutes choses égales par ailleurs, à des réajustements de portefeuille détenus aussi bien par les résidents que par les étrangers et donc à des mouvements de capitaux favorables aux avoirs nationaux.

Mais une fois la redistribution effectuée, les mouvements de capitaux cesseront, même si un différentiel de taux d'intérêt subsiste encore. Ce ne serait donc pas tant le différentiel des taux d'intérêt qui provoque les mouvements de capitaux que les variations de ce différentiel. Par ailleurs, si on suppose que l'importance de ces portefeuilles est fonction de la richesse du pays, toute variation de la richesse entraînera, à taux d'intérêt inchangé, des mouvements de capitaux.

À la suite des travaux de WILLET et de BRANSON (1968) et de la leçon des faits, il est admis que les mouvements de capitaux sont plutôt influencés par les changements des taux d'intérêt et de leur écart plutôt que par leur niveau. Le véritable modèle semble donc être celui d'un ajustement de stocks, qui cesse lorsque la structure désirée de portefeuille est atteinte.

L'affrontement entre l'approche par les flux et l'approche par les stocks a fait l'objet de nombreux développements économétriques et mathématiques. Mais l'enjeu théorique du choix des variables expliquant les mouvements de capitaux est plus significatif. D'où une explication plus large et de caractère endogène, qui établit la distinction entre l'approche par le marché de change et l'approche macro-économique.

Les flux de capitaux à court terme peuvent donc être expliqués de trois manières, à la fois concurrentes et complémentaires.

1) Dans une optique « étagée » de la balance, les mouvements de capitaux dépendent de variables spécifiques, telles que les différentiels d'intérêt ou les anticipations de change. Tout se passe comme si ces mécanismes étaient autonomes.

2) Les mouvements de capitaux à court terme peuvent aussi être le fait des autorités centrales en vue de régler le solde de la balance, financer le déficit ou employer l'excédent sans que varient les réserves officielles. Cette incitation peut être directe (swaps, actions sur les taux) ou indirecte (le cas où les flux de capitaux procèdent de mesures restrictives internes de politique monétaire).

Dans cette perspective, les mouvements de capitaux abandonnent leur statut de variables tantôt spéculatives et tantôt endogènes, d'où la proposition d'une explication plus large, de caractère endogène.

3) La dernière explication établit une distinction entre :

- l'approche par le marché de change ;
- l'approche macroéconomique.

## **1. L'approche par le marché de change**

Selon cette approche, les flux internationaux de liquidités dépendent des perspectives de rémunération (par les taux d'intérêt) et des espoirs quant aux changements possibles de la valeur du capital (en cas de modification des parités).

Jusqu'à la première guerre mondiale (période caractérisée par la stabilité des taux de change), les mouvements de capitaux dépendaient uniquement des écarts entre les différents taux d'intérêt. Dès le début des années 20, dans un climat de profonde instabilité, KEYNES montra l'importance du marché à terme. Mais il a fallu attendre 1959 pour avoir une analyse complète et simultanée des deux marchés de change (à terme et au comptant). TSIANG distingua à cet effet trois motifs d'intervention sur le marché des changes :

- le hedging, qui consiste à se prémunir contre les risques de change qui peuvent naître d'une activité économique internationale (couverture à terme

- pour se prémunir contre l'éventualité d'une dévaluation de la devise en laquelle est libellée sa créance) ;
- la spéculation, qui est une variable difficile à intégrer parce qu'elle repose sur une anticipation que l'analyse économique actuelle ne parvient pas à traiter de manière satisfaisante ;
  - le principe de l'arbitrage, par lequel il existe entre deux pays un flux net de capitaux à court terme aussi longtemps que l'écart entre les taux d'intérêt ne sera pas compensé par un report (ou un dépôt) sur l'une des monnaies concernées.

En résumé, si on excepte certaines variables exprimant l'ampleur des relations commerciales, les seuls éléments retenus pour expliquer les mouvements internationaux de capitaux à court terme sont les taux d'intérêt et les taux de change au comptant ou à terme, réels ou anticipés.

Selon cette approche, les flux de capitaux suivent une logique particulière, totalement indépendante des mécanismes économiques réels.

## **2. L'approche macro-économique**

« L'ouverture » de la création de monnaie aux influences extérieures correspond seulement à la prise en compte, *ex post*, de l'effet du solde de la balance des paiements sur les liquidités.

La liaison est toujours du sens suivant :

$$M = M(B)$$

avec M, la masse monétaire ;

B, le solde de la balance des paiements.

Dans cette perspective, la variation du solde de la balance des paiements, et notamment les entrées (ou les sorties) nettes de capitaux, dépendent de facteurs plus ou moins exogènes à l'économie nationale et non de besoins (ou de disponibilités) de signes monétaires véritablement exprimés par les agents résidents. Aussi doit-on compléter cette analyse, qui met l'accent sur la

passivité des comportements monétaires internationaux vis-à-vis de l'extérieur, en retournant le sens de la causalité. La balance des paiements, c'est-à-dire les flux de capitaux à court terme, dépend également d'un déséquilibre *ex ante* du marché monétaire interne.

$$B = B (D_M - O_M).$$

Une entrée de capitaux procède donc d'un excès de demande de monnaie sur l'offre de monnaie, tandis qu'une situation monétaire interne opposée entraînera, au contraire, une sortie de liquidités.

L'évolution du solde de la balance des paiements, même pour ses éléments les plus volages, est reliée aux besoins de l'appareil productif national, à la progression du revenu...

On peut toujours envisager l'analyse des mouvements de capitaux à partir d'un modèle extrêmement simple qui prend en compte :

- l'offre de monnaie centrale, qui se compose des avoirs domestiques et étrangers recensés dans le bilan de la banque centrale ;
- la demande de monnaie centrale, qui est une fonction habituelle, dépendant du revenu ( $Y$ ), d'une variable richesse ( $W$ ), des taux d'intérêt internes ( $i$ ) et externes ( $i^*$ ) et d'une variable exprimant les autres influences exogènes, notamment les facteurs de risque ( $Z$ ) ;
- des fonctions décrivant successivement les demandes de titres domestiques et étrangers sont également définies par les mêmes variables explicatives ( $Y, i, i^*, W, Z$ ) ;
- enfin, une série d'identités complètent le modèle, notamment les définitions de la monnaie centrale domestique (MCD) et étrangère (égale au solde de la balance des opérations courantes (OC) auxquelles s'ajoutent les flux de capitaux ( $K$ )).

En résumé, les deux équations structurelles du modèle décrivent :

1) l'équilibre sur le marché de la monnaie centrale :

$$L (Y, W, i, i^*, Z) = MCD + OC + K ;$$

2) les mouvements de capitaux qui sont définis comme la différence entre la demande étrangère de titres domestiques à court terme (DETD) et la demande domestique des titres étrangers (DDTE) :

$$c = \Delta \text{DETD} - \Delta \text{DDTE}$$
$$= \Delta F(Y^*, W^*, i, i^*, Z) - \Delta J(Y, W, i, i^*, Z).$$

Il est alors possible de résoudre le système pour les mouvements de capitaux (K) et le taux d'intérêt domestique (i). On aboutit à la forme réduite des flux de capitaux que les tests économétriques vont chercher à éprouver :

$$K = a_0 + a_1 \Delta Y + a_2 OC + a_3 \Delta i^* + a_4 \Delta Y^* + a_5 \Delta \text{MCD} + u.$$

Ce modèle a été testé dans quatre pays (Allemagne, Italie, Pays-Bas, Australie) sur des données trimestrielles (de juin 1963 à décembre 1970). Dans tous les cas, les variations du taux de l'euro-dollar ( $i^*$ ) et le solde des opérations courantes ont des coefficients significatifs.

En définitive, les résultats auxquels parvient ce modèle renforcent les conclusions de l'analyse conjointe de la balance des paiements, des mécanismes de création monétaire et du rôle international des banques commerciales.

Une augmentation du revenu entraîne un accroissement de la demande de monnaie qui se trouve en partie satisfaite par des entrées de capitaux, surtout si les autorités nationales conduisent une politique monétaire restrictive.

### **SECTION 3 : MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX ET ENTRAÎNEMENT DE CROISSANCE**

L'optimum dégagé par la théorie classique est établie en statique. Mais comme une nation vit dans le temps, on admet volontiers qu'un flux de facteurs de production peut provenir de l'extérieur.

L'histoire économique met en évidence l'avance que prend, à toute époque, une nation ou un petit nombre de nations dans le développement économique et son impact sur les autres nations au 18<sup>e</sup> et 19<sup>e</sup> siècle. C'est le cas du

Royaume-Uni et de la France, qui ont entraîné le développement du reste du monde.

Nous allons, dans les développements qui suivent, présenter le schéma néo-classique du développement entraîné par les mouvements de capitaux. À cet effet, nous verrons tout d'abord les phases de la croissance transmise par les mouvements de capitaux, ensuite nous parlerons des automatismes de passage d'une phase à une autre.

## 1. Les phases de la croissance transmise par les mouvements de capitaux

De nombreux auteurs néo-classiques (CAIRNES, CAIRNCROSS, BOGGS, RIST, ...) se sont attachés à décrire les phases d'une croissance transmise des nations avancées aux nations attardées.

On dénombre au total quatre phases, caractérisées par la position des balances de paiement.

1) Les pays nouvellement emprunteurs : ce sont des pays qui s'ouvrent à l'échange international et commencent à recevoir les capitaux en provenance des pays avancés. Ces pays doivent logiquement enregistrer :

- une balance commerciale (*lato sensu*) négative à cause de l'importation de l'outillage et du fait qu'ils disposent de peu de produits exportables ;
- une balance de rémunération de capitaux négative car ils empruntent et ne prêtent pas ;
- une balance des transferts de capitaux positive (entrée de capitaux) car ils recouvrent des capitaux du fait de la couverture du déficit provenant des deux balances précédentes ;
- une balance interne négative (épargne domestique inférieure à l'investissement domestique), une partie des investissements neufs est financée par l'épargne importée (épargne extérieure).

2) Les pays emprunteurs évolués : au fur et à mesure que le pays produit davantage, il peut exporter davantage. Il s'ensuit une baisse de la productivité

marginale après les premiers emplois très productifs, une baisse du taux d'accroissement de ses importations d'outillage et une baisse du taux d'accroissement des entrées des capitaux.

Comme la dette extérieure en intérêts et dividendes tend à augmenter plus que proportionnellement (jeu des intérêts composés), il arrive un moment où les entrées de capitaux ne peuvent plus compenser les sorties de rémunération. Pour que celles-ci soient compensées à l'intérieur de la balance des paiements, il faut une balance commerciale (*lato sensu*) positive.

On a donc ainsi :

- une balance commerciale positive ;
- une balance des rémunérations des capitaux négative ;
- une balance des transferts de capitaux positive ;
- une balance interne positive (l'épargne issue du produit intérieur est supérieure à l'investissement intérieur). Une partie de cette épargne est transférée à l'extérieur pour le paiement des intérêts.

3) Les pays nouvellement prêteurs : dans le cas où le progrès de l'épargne est rapide, l'épargne est capable d'assurer à la fois l'investissement intérieur nouveau et le paiement des intérêts et dividendes au dehors, le rachat des créances étrangères anciennes. L'incitation à placer au dehors s'accroît avec la réduction de la productivité marginale dans le pays et l'apparition de productivités marginales supérieures dans le reste du monde.

Le pays devient un prêteur net dès que la sortie de ses capitaux l'emporte sur l'entrée des capitaux étrangers.

On a alors :

- une balance commerciale positive ;
- une balance de rémunération des capitaux négative d'abord, positive ensuite, mais inférieure à la sortie nette des capitaux ;
- une balance des transferts de capitaux négative (sortie nette de capitaux) ;
- une balance interne positive (l'épargne domestique est supérieure à l'investissement). Le surplus d'épargne est alors placé au dehors.

4) Les pays prêteurs évolués : ici, les sommes dues au pays au titre de la rémunération de ses capitaux tendent à s'accroître (eu égard au jeu des intérêts composés) plus rapidement que ses placements nets nouveaux de l'étranger.

Pour que l'équilibre des paiements soit respecté, il faut que les exportations s'accroissent moins vite que les importations, le pays vit en partie sur son revenu étranger. Il est devenu rentier.

On a alors :

- une balance commerciale négative ;
- une balance de rémunération des capitaux positive ;
- une balance des transferts nets de capitaux négative (sortie nette de capitaux) ;
- une balance interne négative, c'est-à-dire que l'épargne domestique (formée sur le produit intérieur) est inférieure à l'investissement assuré en partie sur les rémunérations de capitaux transférés de l'étranger.

## **2. Les automatismes de passage d'une phase à une autre**

Pour expliquer le passage automatique d'une phase à l'autre, il faut mettre en évidence trois automatismes :

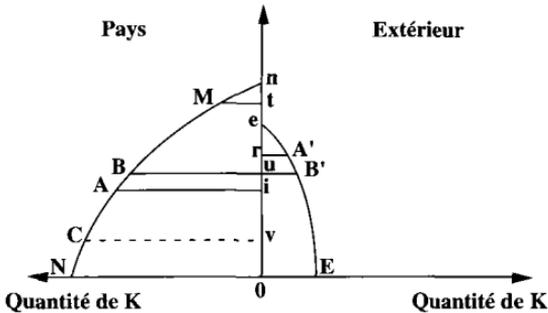
- l'automatisme de la répartition optimale des capitaux dans le monde ;
- l'automatisme de la croissance optimale du produit et de l'épargne ;
- l'automatisme des adaptations des balances commerciales.

### **A -L'automatisme de la répartition optimale des capitaux dans le monde**

Si le marché est parfait, la demande de capitaux tend à être poussée à la position d'équilibre, c'est-à-dire au point d'égalisation de l'efficacité marginale attendue du capital et du taux d'intérêt (majoré d'une prime de risque éventuellement).

Soit le graphique ci-dessous où, en ordonnée, on porte le taux d'intérêt et le taux d'efficacité marginale du capital. En abscisse, on porte les quantités de capital (dans le pays à gauche et dans le reste du monde à droite).

**Taux d'efficacité marginale du capital ou taux d'intérêt**



Les courbes nN et eE représentent l'efficacité marginale du capital décroissante avec l'augmentation du capital.

L'économie avancée, qui a une efficacité marginale exceptionnelle à l'origine, retient d'abord ses capitaux au dedans. L'efficacité marginale et le taux d'intérêt étant 0t, l'emploi de la productivité de capitaux Mt est purement intérieur.

Lorsque le pays s'enrichit, l'épargne augmente et a tendance à s'employer au dedans et au dehors (BB' = Bu + uB' = Cv). Employée exclusivement au dedans, elle financerait la formation d'un capital d'efficacité marginale Ov.

Si le capitaliste national n'accepte d'investir au dehors que moyennant une prime de risque, l'épargne BB' se divise en investissement intérieur Ai et en investissement extérieur rA', moyennant une efficacité marginale du capital et un taux d'intérêt supérieurs au dehors soit Or.

Si une épargne se forme à l'étranger, l'écart entre les taux d'intérêt en vigueur au dedans et au dehors ( $r_i$ ) subsistera d'abord et se réduira ensuite. Le taux d'intérêt et l'efficacité marginale baisseront indéfiniment dans les deux pays si les nouveaux emplois n'apparaissent pas.

Ainsi, en économie de marché, l'épargne tend à féconder l'économie universelle par une sorte de phénomène automatique de déversoir. Il suffirait à cette fin que soient réalisées les conditions d'un marché financier international concurrentiel, c'est-à-dire :

- 1) l'existence d'un très grand nombre d'épargnants concurrentiels en relation avec un grand nombre d'investisseurs concurrentiels, distincts d'eux-mêmes ;
- 2) la recherche par chaque opérateur de la seule rentabilité maximum (compte tenu des primes de risque) ;
- 3) le jeu d'une liaison automatique entre mouvements de capitaux et mouvements de produits (mécanismes des transferts).

### **B – L'automatisme de la croissance optimale du produit et de l'épargne**

Pour que le passage par les phases nécessaires de développement soit possible, il ne suffit pas que les capitaux étrangers arrivent. Encore faut-il que le pays puisse former une épargne susceptible de les racheter. Ainsi, pour que le développement optimum soit obtenu dans une économie de libre-échange, il ne suffit pas que les capitaux extérieurs y affluent. Il faut surtout que la croissance du produit soit maximum et que la croissance de l'épargne nationale puisse automatiquement assurer la relève des capitaux extérieurs.

On avance dans cette optique deux arguments essentiels.

- 1) En libre-échange, la croissance du produit du pays sous-développé est transmise au dehors de quatre façons :
  - par l'afflux des capitaux extérieurs qui augmentent l'investissement ;
  - par une demande maximum des exportations nationales ;
  - par un prix des exportations très élevé en raison de l'importance de la demande ;
  - par les termes de l'échange devenus favorables.

Ces résultats seraient atteints si les pays « neufs » respectent les règles de la spécialisation internationale.

2) Si la production croît au maximum, l'épargne croît au maximum.

La participation du capital étranger et les frais de commerce portent donc au maximum la productivité marginale, autrement dit la rémunération des facteurs nationaux (terre et salaires). Sur leurs revenus, les nationaux forment une épargne qui rachètera un jour les titres étrangers ou réduira les placements extérieurs.

### **C – L'automatisme de l'adaptation des balances commerciales**

Si nous divisons le monde en deux régions (les nations vieilles et les nations jeunes), l'accession des vieilles nations à l'état de rentier entraînerait, selon les néo-classiques, de façon automatique le développement des nations jeunes. La nation nouvellement emprunteuse (déficit commercial) passerait à la phase ultérieure (excédent commercial).

En effet :

- les nations vieilles ont une efficacité marginale du capital qui ne cesse de baisser et est la plus basse. Elles ont nécessairement accumulé un volume croissant d'avoirs extérieurs, de droits à rémunération. De ce fait, les mécanismes de transfert tendent automatiquement à adapter les balances commerciales à ces rentrées ;
- cette adaptation est avantageuse pour la nation prêteuse qui tire un triple avantage de son placement extérieur :

1) le revenu financier autorisant des rentrées de biens correspondants (flux de biens réels additionnels) ;

2) la fourniture de produits « primaires » nécessaires à son industrie ;

3) une baisse de prix des importations obtenues plus abondamment dans le monde et à de meilleures conditions.



## Chapitre 2

# Régimes de change et organisation financière internationale

---

Les transactions internationales impliquent, ainsi que nous l'avons mentionné plus haut, la convertibilité internationale des monnaies. Cette convertibilité revêt plusieurs formes. Nous avons présenté dans l'introduction les degrés de convertibilité. Ce chapitre nous donnera l'occasion de parler des régimes de convertibilité avec étalon international (section 1), de l'évolution du système monétaire international (section 2), des enseignements de l'évolution récente du « système monétaire international » (section 3) et du rôle du F.M.I. dans l'organisation financière internationale (section 4).

### SECTION 1 : LES RÉGIMES DE CHANGE

Le régime d'étalon international a pour caractères essentiels l'existence de changes fixes et la nécessité de réserves de change.

Trois systèmes sont alors envisageables :

- l'étalon-or ;
- l'étalon de change-or ;
- l'étalon devise.

#### 1. Le système de l'étalon-or

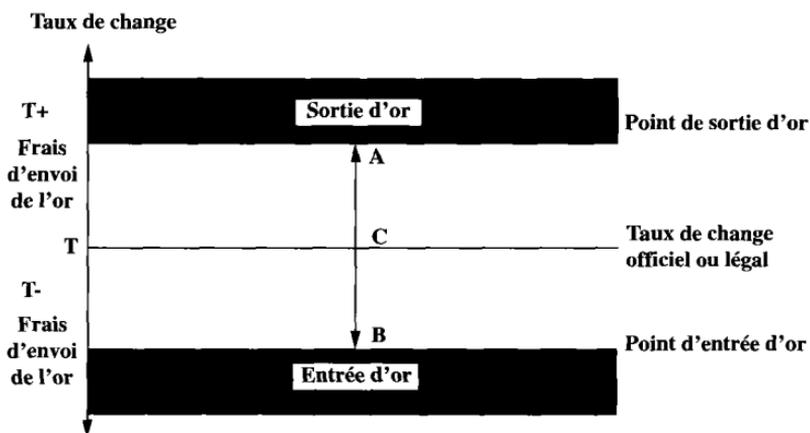
Le système de l'étalon-or, qui est mis en place dans la deuxième moitié du 19<sup>e</sup> siècle, est resté en vigueur jusqu'à la première guerre mondiale, période qu'on a appelé « période dorée de l'étalon-or » (1881 à 1913).

Ce système, à en croire ses défenseurs, visait avant tout le développement du commerce international qui apparaissait comme le moyen idéal pour un progrès économique et social pouvant également et harmonieusement profiter à tous, grâce à la division du travail. Et pour ce faire, il devait assurer à la fois la liberté des paiements, la stabilité et la permanence des paiements.

Le développement extérieur exige la liberté de tous les paiements, en fait la convertibilité. L'unité monétaire de chaque pays est définie par un certain poids d'or fin. L'État laisse la totale liberté pour la frappe de cette monnaie-or et les particuliers ont la possibilité, sans limitation aucune, d'obtenir de l'or en échange des billets de banque. L'or est également librement exporté.

Dans ce système, le taux de change est stable. Il est compris entre les limites étroites que sont les « points d'or » (gold points). Entre deux pays, le règlement sera opéré par transfert physique de l'or dès que le cours du change s'élève à un point tel qu'il est finalement moins onéreux de régler directement en or. On a ainsi un point de sortie d'or (gold export point) qui équivaut au pair de la monnaie nationale majoré des frais de transport et d'assurance occasionnés par le transfert physique de l'or.

À l'opposé, il y a le point d'entrée de l'or (gold import point), à partir duquel les détenteurs de devises cherchant à se procurer de la monnaie nationale préfèrent réaliser leurs devises à l'étranger, en opérant la conversion en or et se faire expédier cet or plutôt que de subir la perte due à une baisse excessive des cours du change dans leur propre pays.



Le régime de l'étalon-or assure enfin l'équilibre à long terme des comptes de la balance des paiements par le jeu des points d'or (mécanisme direct) et le jeu de l'escompte (mécanisme indirect).

Le mécanisme direct est représenté par les séquences suivantes :

- en cas d'excédent de la balance extérieure, il y a entrée d'or et augmentation de la quantité d'or,  
⇒ effet inflationniste car prix  $\uparrow$  ⇒ exportations  $\downarrow$ .
- en cas de déficit de la balance extérieure, il y a sortie d'or et diminution de la quantité d'or,  
⇒ effet déflationniste car prix  $\downarrow$  ⇒ exportations  $\uparrow$ .

Le mécanisme indirect suppose une décision consciente des autorités monétaires sur le taux d'escompte, d'où les séquences suivantes :

- en cas de déficit de la balance extérieure, il y a diminution de la quantité d'or,  
⇒ élévation du taux d'escompte ;  
⇒ diminution des importations ;  
⇒ élévation du taux d'intérêt ⇒ entrée de l'or ;  
⇒ investissement  $\downarrow$  ⇒ baisse de l'activité ;  
⇒ équilibre.
- en cas d'excédent de la balance extérieure, il y a augmentation de la quantité d'or,  
⇒ abaissement du taux d'escompte ;  
⇒ accroissement des importations ;  
⇒ diminution du taux d'intérêt ⇒ sortie de l'or ;  
⇒ investissement  $\uparrow$  ⇒ relance de l'activité ;  
⇒ équilibre.

Il faut dire que l'effondrement du système d'étalon-or n'est pas seulement dû à la crise de 1929 et à la dépression qui a suivi cette crise. On retiendra également le fait que :

- 1) l'étalon était avant tout un étalon sterling avec Londres comme centre financier. Or avec la guerre, il y a eu émergence de nouvelles puissances (États-Unis d'Amérique, Japon, Canada) ;
- 2) la stabilité économique interne est devenue le principal objectif des politiques économiques.

## **2. Le système de l'étalon de change-or**

Le système de l'étalon de change-or est un système dans lequel un pays, pour effectuer ses règlements extérieurs, détient une masse de devises étrangères considérées comme équivalentes à l'or et convertibles à taux fixe contre sa propre monnaie. Ce système, dont la première application remonte à la seconde moitié du 17<sup>e</sup> siècle (à l'accord réglementant les relations de change entre Londres et Édimbourg), a régi le Système Monétaire International au lendemain de la première guerre mondiale, à la suite des recommandations de la conférence de Gênes en 1922.

Du fait que la production d'or s'était mise à fléchir sensiblement et que le métal jaune désertait l'Europe pour l'Amérique, les experts anglo-saxons préconisèrent l'adoption, après un « Gold Standard », d'un « Gold Exchange Standard » (G.E.S.) qu'on finira par traduire en français par « étalon de change-or » ou « étalon devise-or » ou « étalon or-devise ».

La conférence de Gênes préconise donc ainsi un système qui se veut plus large, plus souple et plus compatible avec l'état nouveau du monde ; système où l'or est exclu de la circulation monétaire interne pour mieux être utilisable sur le plan externe, en liaison avec d'autres monnaies clés, elles-mêmes convertibles en or.

En somme, à l'entre-deux-guerres, on est en présence d'un polycentrisme monétaire, car plusieurs centres monétaires dominants et rivaux se disputent la primauté. Le monopole londonien d'avant 1914 est brisé. La concurrence s'accuse entre Londres et New-York dans cette ère de transition de l'étalon sterling à l'étalon dollar. La montée de la puissance des États-Unis d'Amérique modifie le rapport des forces dans le monde et on comprend alors

l'adoption, à la conférence de Bretton Woods en 1944, du plan WHITE qui avait essayé de ménager à la fois les principes de l'étalon-or et l'évolution déjà réalisée vers l'étalon de change-or.

Il existe trois conditions nécessaires au fonctionnement du système de l'étalon de change-or :

- 1) l'harmonisation des politiques suivies par les banques centrales des pays adhérents, car une conversion en or des réserves d'une banque peut compromettre la liquidité des autres ;
- 2) les pays qui émettent les monnaies-pivots doivent maintenir leur activité économique interne et une forte demande d'importation pour permettre aux pays membres de se procurer les réserves qu'ils désirent ;
- 3) les avoirs de réserves des pays membres ne doivent pas provenir d'avances à court terme car le retrait de ces réserves peut compromettre leur stabilité.

Le grand inconvénient du système de l'étalon de change-or, c'est qu'il incite les pays servant de centre à une création monétaire excessive, d'où un risque d'inflation interne.

### **3. Le système de l'étalon devise**

Alors que le système de l'étalon de change-or maintient un lien direct avec l'or, par l'intermédiaire d'une devise convertible en or, le système de l'étalon-devise n'a plus aucun lien avec l'or. Et les pays qui adoptent cet étalon établissent une relation fixe entre leurs monnaies et une devise considérée comme moyen international de règlement. C'est ce qui donne naissance à une zone monétaire dont nous parlerons dans la quatrième partie de cet ouvrage.

Théoriquement, une zone monétaire se caractérise par :

- 1) la définition d'une relation fixe entre les monnaies des pays satellites et la monnaie du pays-centre (monnaie-mère) ;
- 2) la convertibilité et la transférabilité illimitée des monnaies des pays satellites entre elles ;

- 3) la mise en commun des réserves de change et leur gestion par le pays-centre ;
- 4) la réglementation des changes uniforme pour les relations financières avec les pays tiers.

## **SECTION 2 : L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL**

Le S.M.I. a fonctionné depuis la fin de la guerre jusqu'en 1971 selon les règles posées par les accords de Bretton Woods.

### **1. Les accords de Bretton Woods**

C'est pour éviter les désordres monétaires qui avaient précédé la seconde guerre mondiale et favoriser le retour à une multilatéralité des paiements internationaux que deux plans furent élaborés par les alliés dès 1943 :

- 1) celui du Britannique KEYNES, qui préconise la création d'une banque internationale émettant une monnaie internationale, le Bancor, selon les besoins réels courants du commerce mondial. Cette banque pourra alors soumettre le volume monétaire à une expansion ou à un resserrement réalisé à dessein pour contrebalancer les tendances inflationnistes et déflationnistes de la demande mondiale. L'organisation et la direction de la banque auraient alors un caractère supranational ;
- 2) celui de l'Américain WHITE, qui préconise le retour à l'étalon-or moyennant certains aménagements : une banque internationale servant de chambre de compensation qui respecte l'autonomie de chaque politique monétaire nationale.

Il faut dire que si le plan KEYNES reflète la conviction de son auteur en l'efficacité d'une direction de l'économie par la monnaie, le plan WHITE reflète lui la situation d'un pays (les États-Unis d'Amérique) qui détient les deux tiers de l'or mondial et qui souhaite de ce fait voir l'or reprendre sa fonction traditionnelle.

Les accords signés le 22 juillet 1944 se caractérisent par des dispositions suivantes pour les pays qui y souscrivent :

- 1) permettre la liberté des paiements, c'est-à-dire la convertibilité de leur monnaie ;
- 2) assurer la stabilité des paiements, c'est-à-dire la stabilité de la parité de leur monnaie ;
- 3) maintenir la permanence des paiements, c'est-à-dire l'équilibre de la balance extérieure.

En ce qui concerne la liberté des paiements, les pays membres s'engagent à respecter les obligations de convertibilité de leurs monnaies. Ils ne doivent pas faire adopter de restrictions sur les paiements ni les transferts courants sans l'approbation préalable du Fonds Monétaire International.

S'agissant de la stabilité des paiements, le régime assure la stabilité des cours de change en imposant aux pays membres la règle de la fixité des monnaies. Les pays définissent donc leur parité monétaire par un certain poids d'or ou par référence au dollar américain. Et ils s'engagent à maintenir cette parité unique. Il y a donc ici acceptation d'un système de taux de changes fixes et corrélativement refus du système de parités flottantes.

Quant à la permanence des paiements, le système monétaire doit garantir la régularité des courants d'échange, d'où le maintien à long terme de l'équilibre de la balance des paiements de deux façons :

- par la mise en œuvre des politiques appropriées, c'est-à-dire des politiques internes suffisamment orthodoxes pour éviter une hausse susceptible de compromettre la parité choisie pour la monnaie ;
- par les aides garanties aux différents pays, en vue de faire face à un déséquilibre temporaire de leur balance extérieure. Ces aides sont des facilités de crédit mises par le F.M.I. à la disposition des pays déficitaires.

Le système monétaire international, mis en place à Bretton Woods, va connaître une importante crise qui va l'emporter. Cette crise comprend deux phases :

- la phase des difficultés du système (1960 – 1970) ;
- la phase de l'effondrement (1971 – 1973).

Les faits remontent au début de la décennie 60, car jusqu'en 1959, les États-Unis d'Amérique détiennent dans leurs réserves plus d'or qu'il ne circule de dollars à l'extérieur du pays. Chaque dollar est donc, jusqu'à cette date, garanti. Mais à partir de 1960 (et c'est le début de l'aggravation du déficit global de la balance des paiements américaine), le stock d'or officiel des États-Unis d'Amérique devient inférieur à l'ensemble des dollars détenus à l'extérieur. Ce qui amène les opérateurs à douter de la convertibilité à long terme du dollar. Et c'est alors que certaines banques centrales demandent la convertibilité de leur dollar en or.

Parallèlement, à partir de 1961-1962, la livre se trouve soumise à une intense spéculation. Pour faire face à ces difficultés, les États-Unis d'Amérique et leurs partenaires vont mettre au point un système de défense du dollar. Aussi prennent-ils notamment :

- des mesures pour soutenir les cours du dollar et de la livre avec la mise en œuvre de moyen d'intervention sur le marché de change (Swap) ;
- des mesures pour maintenir la parité du dollar en or, précisément la création du pool de l'or par les accords de Paris en 1961, groupant autour de la banque d'Angleterre six banques centrales (États-Unis d'Amérique, France, Allemagne, Belgique, Italie, Suisse). Le pool de l'or durera jusqu'en 1968, date de l'instauration du double marché de l'or.

Mais toutes ces mesures ne suffisent pas à décourager la spéculation. Et le 18 novembre 1967, intervient la dévaluation de la livre, à la suite de la guerre des six jours (guerre israélo-arabe) et du retrait des capitaux arabes placés à Londres.

Avec l'instauration du double marché de l'or en 1968, la voie est désormais ouverte pour l'effondrement du système de Bretton Woods. Et c'est en 1971 qu'il y a rupture fondamentale avec les principes édictés à Bretton Woods. Le 15 août 1971, NIXON décrète la non convertibilité du dollar en or et l'accord de Washington intervient le 18 décembre 1971.

## **2. Les accords de Washington : la création du tunnel**

L'accord du SMITHSONIAN INSTITUTE est un accord commercial et monétaire. Il comporte la condamnation du principe des changes flottants et manifeste la préoccupation d'instaurer un nouveau système dit de « parités ajustables ».

On a ainsi :

1) la définition de nouvelles parités avec :

- la dévaluation de 7,89 % du dollar par rapport à l'or (l'once d'or fin passe de 35 dollars à 38 dollars), mais la convertibilité n'est pas rétablie ;
- la réévaluation des autres grandes monnaies par rapport au dollar : livre (+ 7,48 %), franc français (+ 8,57 %), florin (+ 11,56 %), deutsche mark et franc suisse (+ 13,57 %), yen (+ 16,88 %) ;

2) le rétablissement du système des parités fixes mais avec un élargissement des marges de fluctuation des devises : + ou - 2,25 % au lieu de + ou - 1 % admis à Bretton Woods. Ce qui correspond à une nouvelle marge de fluctuation de 4,50 % (le tunnel) ;

3) la poursuite des discussions dans le cadre du F.M.I. pour concevoir et mettre en œuvre une réforme du système monétaire international (S.M.I.).

Au total, les États-Unis d'Amérique font certaines concessions (dévaluation du dollar par rapport à l'or et retour à un système de parités fixes). Ils obtiennent en échange de nombreuses satisfactions :

- les parités retenues à Washington correspondent aux besoins de leur commerce extérieur ;
- les nouvelles marges de fluctuation constituent, par leur ampleur, un pas décisif en direction des changes flottants qu'ils souhaitent désormais.

En fait, il apparaît très vite que les décisions prises à Washington ne peuvent stabiliser la situation internationale. On prend conscience du fait que l'instabilité est désormais au cœur du système. Le 13 février 1973, le dollar est

brusquement dévalué de 10 % et le Japon se résigne à laisser flotter le yen. Cette décision est approuvée par tous ceux qui appréhendent la généralisation des changes flottants.

Entre temps, la discussion sur la réforme du Système Monétaire International (S.M.I.) se poursuit, conformément au vœu de la conférence de Washington, dans le cadre du Comité des Vingt. Les résultats sont restés longtemps ambigus sur les deux questions préalables du rôle de l'or et de la stabilisation des taux de change.

En 1974-1975, des accords successifs vont marquer les étapes d'une réforme imprécise (accord de la Martinique, Sommet de Rambouillet, réunion du Comité des Vingt) et au début 1976 on parvient à un accord sur l'or dans le cadre du « Comité des Vingt » (l'accord de Kingston).

### **3. Les accords de la Jamaïque : un non-système monétaire**

Les accords de Kingston (8 janvier 1976) portent sur trois points :

- 1) la modification officielle du statut de l'or ;
- 2) la légalisation du principe des changes flottants ;
- 3) la transformation partielle du F.M.I. en organisme d'assistance.

En ce qui concerne le statut de l'or, il y a abolition de tout prix fixe de l'or. Ce prix est désormais déterminé par le marché. Les gouvernements peuvent d'ailleurs eux-mêmes acheter ou vendre de l'or librement. Ainsi s'achève le processus de démonétisation officielle de l'or.

S'agissant du nouveau régime de changes, l'accord de Kingston entérine la situation de fait en définissant un système souple qui permet le flottement des monnaies. Ainsi :

- 1) obligation est faite aux membres du F.M.I. d'adopter des politiques économiques et financières visant à promouvoir une croissance économique ordonnée, une stabilité raisonnable des prix et à éviter les manipulations de change à caractère concurrentiel ;

- 2) des arrangements généraux peuvent intervenir quant au maintien de la parité d'une monnaie exprimée en D.T.S. ou par rapport à une autre monnaie, mais toute référence à l'or est exclue. Les membres devront informer le F.M.I. de la formule retenue ;
- 3) le F.M.I. est chargé de surveiller les politiques de change des pays membres ;
- 4) il y a instauration d'un système étendu d'arrangements de changes stables mais ajustables, qui devra être déterminé à une majorité de 85 % ;
- 5) les marges de fluctuation déclarées seront de + ou - 4,5 %. Cette marge pourra être modifiée par le F.M.I. à une majorité de 85 %. Les changements de parité ne devront alors intervenir que pour corriger des déséquilibres fondamentaux des paiements (l'abandon de parité malgré les objectifs du F.M.I. devant faire l'objet de sanctions).

Quant au F.M.I., il voit son rôle dynamisé. Cet organisme devient une sorte de banque qui fait des prêts pour des motifs autres que la sauvegarde des taux de change. Ainsi, il y a activation du F.M.I. notamment dans sa fonction de redistribution de ressources et en tant qu'émetteur d'une monnaie internationale : le D.T.S.

### **SECTION 3 : LE FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL ET L'ORGANISATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE**

Le Fonds Monétaire International (F.M.I.) voit le jour le 29 décembre 1945 lorsque vingt-neuf (29) pays ont signé ses statuts. La première réunion des gouverneurs a eu lieu en mars 1946 et le Fonds ne commence à fonctionner réellement que le 1<sup>er</sup> mars 1947.

Le rôle de plus en plus important du F.M.I. dans l'organisation financière internationale nous amène à parler tour à tour de l'organisation du F.M.I. et du Droit de Tirage Spécial (D.T.S.) comme embryon d'une monnaie internationale.

## **1. L'organisation du F.M.I.**

Il s'agit de présenter les objectifs du F.M.I., d'une part, les opérations du F.M.I., d'autre part.

### **A – Les objectifs du F.M.I.**

À l'origine, cet organisme visait trois objectifs principaux :

- 1) établir un système d'échanges internationaux, grâce à un système de taux de change stables ;
- 2) restaurer un libre et large commerce international ;
- 3) défendre et promouvoir l'expansion équilibrée du commerce et de la production, ainsi qu'un niveau élevé d'emploi.

Tout système stable suppose une correction automatique des déséquilibres éventuels. Les statuts du Fonds excluaient deux types de corrections :

- la flexibilité des taux de change ;
- les restrictions quantitatives appliquées aux transactions courantes.

Il s'agissait ainsi de :

- promouvoir la coopération monétaire internationale, la stabilité des changes et le maintien de régimes de change ordonnés ;
- faciliter l'expansion du commerce international et favoriser ainsi un niveau élevé d'emploi et de prospérité ;
- aider à faire disparaître les restrictions de change qui entravent la croissance du commerce mondial ;
- corriger les déséquilibres des paiements (ce qui revient à mettre des ressources à la disposition des pays membres...).

Pour atteindre ces objectifs, le F.M.I. est doté d'une structure tripartite.

- 1) Un Conseil des Gouverneurs (instance souveraine) dont les membres sont en général des ministres des finances ou des gouverneurs de banques centrales et qui se réunit une fois l'an. Aux termes des statuts modifiés, le Conseil des Gouverneurs peut décider de former un collège permanent chargé

de surveiller la gestion et l'adaptation du S.M.I. et d'examiner tous les projets d'amendement aux statuts. Il peut donc se réunir ou voter par correspondance à tout moment.

2) Un Conseil d'Administration, qui assure la gestion effective du Fonds. Il choisit le Directeur Général du Fonds. À l'origine (1946) composé de 12 administrateurs, ce Conseil d'Administration en compte aujourd'hui 22. Six administrateurs sont directement désignés par les pays dont les quotes-parts sont les plus fortes (États-Unis d'Amérique, Arabie Saoudite, Grande-Bretagne, Allemagne, Japon, France). Les autres sont élus par groupes de pays.

Le Conseil d'Administration se réunit en général trois fois par semaine au siège à Washington. Ses missions sont notamment d'assurer la surveillance de la politique de change des membres, d'octroyer des concours financiers aux membres et d'examiner les aspects systématiques de l'économie mondiale.

3) Le Directeur Général, dont le mandat est de 5 ans renouvelable, est le chef des services de l'organisation. Sous la direction du Conseil, il conduit les opérations quotidiennes du F.M.I.

Le F.M.I. n'assure pas seulement une fonction de police. c'est-à-dire le respect de la conduite monétaire, mais aussi une fonction d'assistance. Aussi finance-t-il les déficits des paiements courants en vue d'opérations de stabilisation monétaire.

Chaque État membre verse au Fonds une cotisation déterminée par le « quota » ou « quote-part » qui lui est assigné.

Le calcul des quotes-parts a fait initialement l'objet d'âpres discussions. La formule initiale de Bretton Woods a été révisée en 1963, puis à nouveau en 1980. La méthode de calcul actuelle repose sur les critères suivants :

- le montant du produit national ;
- les ressources publiques ;
- le commerce extérieur.

En définitive, on a décidé que les quotas soient directement négociés entre chaque État membre et le F.M.I.

La souscription de ce quota est payée au Fonds à raison de 25 % en or et 75 % en monnaie nationale. Le solde de 75 % réglé en monnaie nationale est calculé selon la parité or de la monnaie du pays en question.

Chaque pays dispose donc d'un quota défini en dollar et révisable tous les cinq ans (la révision peut être générale ou partielle pour tenir compte d'un changement de la situation d'un membre). Aujourd'hui, le pays membre doit verser 25 % de toute augmentation de sa quote-part en D.T.S. ou en monnaie d'autres membres choisis par le F.M.I. avec leur accord et le reste en sa propre unité monétaire.

La quote-part, qui reflète la taille relative de l'économie du pays membre, est l'élément fondamental de ses relations financières et organiques avec le F.M.I. Elle détermine le nombre de voix dont le pays dispose au F.M.I. (en plus des 250 voix de base auxquelles il a droit) à raison d'une voix pour chaque tranche de 100 000 D.T.S. de quote-part. Elle sert également à calculer ses droits d'accès aux ressources financières du F.M.I. et sa part des allocations D.T.S.

Les ressources du F.M.I. proviennent de plusieurs sources. Ces ressources sont de trois types :

- 1) les ressources générales (auxquelles tous les pays ont droit pour financer leurs balances des paiements), qui proviennent des souscriptions versées par les pays membres et des emprunts contractés par le F.M.I. ;
- 2) les ressources du compte de versement spécial qui finance l'aide concessionnelle aux pays en développement à revenus faibles dans le cadre de la Facilité d'Ajustement Structurel (F.A.S.) et de la Facilité d'Ajustement Structurel Renforcé (F.A.S.R.). Ces ressources proviennent du remboursement des prêts du Fonds fiduciaire qui a existé de 1976 à 1980 et dont les ressources provenaient de la vente d'une partie des avoirs en or du F.M.I. ;

3) les ressources du compte de la F.A.S.R., constituées par des prêts et des dons accordés par les pays membres.

## **B – Les opérations du F.M.I.**

Le F.M.I. est chargé d'exercer une ferme surveillance sur les politiques de change des pays membres pour aider à assurer la cohérence des régimes de change et pour promouvoir un système de taux de change stable. Le F.M.I. utilise ses ressources pour aider les pays membres en difficulté à rétablir leur équilibre extérieur et à amortir les effets de l'ajustement. Il leur apporte donc son appui au moyen de ses ressources générales et de ses mécanismes de financement concessionnel. Toutefois, certaines conditions macro-économiques doivent être remplies pour pouvoir utiliser les ressources financières du F.M.I. C'est ce qu'on appelle la conditionnalité.

La conditionnalité va de l'engagement général d'élaborer les politiques en collaboration avec le F.M.I. (dans le cas par exemple de tirages peu élevés au titre du mécanisme de financement compensatoire) à l'élaboration d'un plan chiffré spécifique de politique financière.

L'objectif est simple : la conditionnalité permet de s'assurer que les membres du F.M.I. adopteront les mesures nécessaires pour améliorer la situation de leurs balances des paiements et pourront rembourser le F.M.I. en temps voulu, de façon à ce que le volume limité de ressources financières du F.M.I. puisse être utilisé par d'autres membres éprouvant un besoin de financement de balance des paiements.

Les accords à conditionnalité élevée (accords de confirmation ou accords élargis dans les tranches supérieures de crédit) comportent en général les quatre éléments suivants :

- 1) une lettre d'intention dans laquelle sont exposées les mesures que les autorités envisagent de prendre pendant la période couverte par le programme ;
- 2) des « mesures préalables », autrement dit des changements dans la politique économique qui doivent être effectués avant l'approbation de l'accord ;

3) des critères de réalisation, objectifs chiffrés trimestriels ou semestriels (plafonds sur le déficit budgétaire ou les agrégats de crédit) que les pays doivent observer pour pouvoir effectuer des tirages et qui permettent d'assurer le suivi du programme ;

4) des revues périodiques pendant l'accord, autre instrument de suivi qui permet au conseil d'administration d'évaluer si les politiques sont conformes aux objectifs du programme d'ajustement.

Le F.M.I. dispose de divers mécanismes et facilités pour fournir des ressources à ses membres.

On distingue donc :

- les mécanismes ordinaires ;
- les mécanismes spéciaux ;
- les facilités concessionnelles ;
- les autres politiques et procédures.

Comme mécanismes ordinaires, on retient la tranche de réserve, les tranches de crédit et le mécanisme élargi de crédit (MEDC).

### ***1) La tranche de réserve***

Quand un pays devient membre du F.M.I., sa tranche de réserve correspond à la portion de sa quote-part qu'il a versé en avoirs de réserve. Il peut donc à tout moment tirer la totalité de sa tranche de réserve pour des besoins de balance des paiements. Ce n'est pas un recours aux crédits du F.M.I. et ce tirage ne donne lieu à aucune commission et aucun rachat n'est exigé ou attendu.

### ***2) Les tranches de crédit***

Les opérations de prêts du F.M.I. ont lieu dans le cadre de la politique dite « des tranches de crédits ». Un pays membre peut tirer dans quatre tranches de crédit, chacune équivalent à 25 % de sa quote-part :

- première tranche : 25 % de sa quote-part avec rachat dans un délai de 3 à 5 ans. Dans cette tranche, les membres doivent prouver qu'ils font des efforts raisonnables pour surmonter leurs difficultés de balance des paiements ;
- tranches supérieures : au-delà du montant correspondant à la première tranche de crédit, les achats sont effectués dans les tranches supplémentaires. Le pays doit adopter des politiques lui permettant de surmonter ses difficultés de balance des paiements dans un délai raisonnable. Cette utilisation a presque toujours lieu dans le cadre d'un accord de confirmation ou d'un accord élargi.

L'accord de confirmation, c'est l'assurance de pouvoir tirer sur les ressources du F.M.I., à concurrence d'un montant spécifié et sur une période déterminée (12, 18 mois à 3 ans). Les achats effectués en vertu de l'accord de confirmation ou d'un accord élargi sont « échelonnés » ; ce qui signifie que le montant disponible est débloqué progressivement durant la période de l'accord. Les remboursements doivent intervenir dans un délai allant de trois ans et trois mois à cinq ans après chaque tirage.

### **3) Le mécanisme élargi de crédit (MEDC)**

Créé en 1954, ce mécanisme permet au F.M.I. de fournir aux pays un concours équivalent à un pourcentage plus élevé de leur quote-part pour une période plus longue que ne le permettent les tranches de crédit (pouvant atteindre 140 % de la quote-part). Pour bénéficier de ce mécanisme, un pays doit soumettre un programme indiquant les objectifs retenus et la politique adoptée pour toute la durée de l'accord.

Le mécanisme élargi est un programme à moyen terme dont la durée est normalement de 3 ans. Elle peut être prolongée d'un an et le rachat se fait dans un délai de quatre ans et demi à dix ans.

S'agissant des mécanismes spéciaux, on retient la facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus (FFCI) et le mécanisme de financement de stocks régulateurs (qui n'est pas utilisé depuis 1983).

#### **4) La facilité de financement compensatoire ou de financement pour imprévus (FFCI)**

Elle permet de fournir des ressources à un pays membre qui connaît une baisse de ses recettes d'exportation ou une hausse du coût de ses importations de céréales.

Les rachats s'effectuent dans un délai de trois ans et demi à cinq ans.

Le mécanisme est déclenché dès que les écarts nets dépassent un certain seuil et s'il est clair qu'ils n'ont pas été compensés par l'évolution d'autres variables qui influencent les transactions courantes.

#### **5) Le mécanisme de financement de stocks régulateurs**

Ce mécanisme a été créé en 1969 pour aider les pays membres du F.M.I. à s'acquitter de leurs cotisations à des stocks régulateurs internationaux de produits primaires agréés.

Les tirages destinés à ces financements ne peuvent dépasser 45 % de la quote-part. Les rachats s'effectuent dans un délai de 3 à 5 ans.

En ce qui concerne les facilités concessionnelles, il s'agit essentiellement de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) dont les conditions d'admissibilité et caractéristiques principales sont similaires à ceux de la facilité d'ajustement structurel (FAS).

Créé en mars 1986, la facilité d'ajustement structurel (FAS) permet aux pays membres à faible revenu d'obtenir des ressources concessionnelles à l'appui de programmes d'ajustement macro-économique et structurel à moyen terme. Avec l'appui du F.M.I. et de la B.I.R.D., le pays adopte et met à jour un document-cadre de politique économique à moyen terme (3 ans). Les remboursements s'effectuent dans un délai de cinq ans et demi à dix ans par versement trimestriel.

#### **6) La facilité d'ajustement structurel renforcé (FASR)**

Créée par le Conseil d'Administration en 1987, prorogée et élargie en février 1994, la F.A.S.R. est le principal vecteur financier que le F.M.I. apporte, sous

forme de prêts éminemment concessionnels, aux pays à faible revenu aux prises avec des difficultés de balance des paiements. Depuis 1990, un pays peut emprunter jusqu'à concurrence de 250 % de sa quote-part sur 3 ans et à titre exceptionnel à concurrence de 350 %.

Les décaissements semestriels des prêts sont remboursés dans un délai de cinq ans et demi à dix ans.

Dans le cas où les mécanismes ordinaires ou spéciaux ne s'appliquent pas, le F.M.I. a recours à divers dispositifs spéciaux :

- le mécanisme de financement d'urgence ;
- le soutien à des fonds de stabilisation des changes ;
- l'aide d'urgence.

#### ***7) Le mécanisme de financement d'urgence***

Le mécanisme de financement d'urgence consiste en une série de procédures qui visent à faciliter l'approbation rapide, par le Conseil d'Administration, d'une aide financière du F.M.I. tout en assurant que les conditions requises pour l'obtenir sont remplies. Ces procédures d'urgence ne sont appliquées que dans des circonstances qui provoquent, ou qui menacent de provoquer une crise des comptes extérieurs exigeant une réaction immédiate du F.M.I.

#### ***8) Le soutien à des fonds de stabilisation des changes***

L'appui du F.M.I. en vue de créer un fonds de stabilisation des changes vise à renforcer, dans une période transitoire, la confiance dans une stratégie de stabilisation fondée sur le taux de change. Ce fonds profiterait davantage à un régime de taux fixe dans lequel la monnaie est rattachée à une unité de référence, avec des marges de fluctuations relativement étroites, ou à un régime de parité à crémaillère ajustable selon des modalités prédéterminées.

L'appui du F.M.I. est assorti de conditions, notamment :

- ajustement des finances publiques et création de crédit compatibles avec l'objectif d'inflation ;

- réponses adéquates aux pratiques d'indexation automatique, notamment des salaires ;
- forte convertibilité de la monnaie aux fins de transactions courantes et régime commercial ouvert ;
- mise sur pied de plans d'urgence face aux entrées et sorties massives de capitaux.

### **9) L'aide d'urgence**

Le F.M.I. peut accorder une aide d'urgence à un membre confronté à des difficultés de balance de paiements causées par une catastrophe naturelle. Cette aide, sous forme d'achats directs généralement limités à 25 % de la quote-part, est octroyée sous réserve que le pays coopère avec le F.M.I. pour résoudre ses problèmes de balance des paiements. Le plus souvent, cette aide est suivie de l'approbation par le F.M.I. d'un accord au titre d'un de ses mécanismes ordinaires. En 1995, l'aide d'urgence a été étendue aux pays sortant d'un conflit.

La conditionnalité de ce mécanisme est adaptée à la situation de chaque pays et établie de manière à renforcer ses moyens administratifs et institutionnels.

## **2. Le Droit de Tirage Spécial, embryon d'une monnaie internationale**

Le D.T.S. (droit de tirage spécial) est un avoir de réserve international dont la création en 1969 répondait à la volonté d'un grand nombre de pays membres du F.M.I. de disposer d'un instrument international susceptible à terme de seconder, sinon de remplacer le dollar, au moins dans ses fonctions officielles.

Dans le cadre du deuxième amendement aux statuts du F.M.I., adoptés à la Jamaïque en janvier 1976 et entrés en vigueur après leur ratification le 1<sup>er</sup> avril 1978, les pays membres se sont engagés à faire du D.T.S. le principal actif de réserve.

Comparés à ses objectifs ambitieux, les résultats obtenus jusqu'à présent sont modestes. Mais le D.T.S. s'amorce progressivement dans les relations monétaires internationales.

## **A – Nature et définition du D.T.S.**

Lors des débats qui ont précédé l'adoption le 31 juillet 1968 du premier amendement aux statuts du F.M.I. créant les D.T.S., deux grands courants de pensée se sont affrontés (PASCALLON 1982) :

- celui qui soutenait la création d'un avoir de réserve international utilisable entre les banques centrales (thèse anglo-saxonne) ;
- celui qui voulait l'élargissement des facultés de tirage classiques auprès du F.M.I. (thèse française).

La nécessité de concilier les deux thèses a conduit à une définition initiale quelque peu ambiguë. Tout d'abord, le D.T.S. n'est pas, au sens strict, un instrument de paiement mais un droit limité d'acquérir un instrument de paiement. Ainsi, tout participant peut utiliser ses D.T.S. pour obtenir d'un autre un montant équivalent en devises. Toutefois, un partenaire peut bien refuser des D.T.S.

Par ailleurs, les statuts du F.M.I. imposent un certain nombre de limites à l'usage des D.T.S. À l'origine, un pays ne peut utiliser ses D.T.S. que pour les besoins de sa balance des paiements.

Ces règles ont été sérieusement allégées depuis l'adoption du deuxième amendement aux statuts du F.M.I. Ainsi, le niveau minimum des avoirs moyens en D.T.S que les participants doivent maintenir a été réduit de 30 à 15 %. De plus, les participants peuvent utiliser les D.T.S. sans que cette utilisation soit dictée par les besoins de la balance des paiements et sans avoir à obtenir l'autorisation du F.M.I.

D'autres améliorations des D.T.S. sont en cours, telles que la possibilité de conclure les accords de Swaps en D.T.S et surtout l'élargissement du nombre des institutions officielles habilitées à traiter en D.T.S.

Pour ce qui est de la définition du D.T.S., il est à l'origine défini comme égal à 0,888671 grammes d'or, c'est-à-dire 1/35 d'once. La valeur du D.T.S. est donc identique à celle du dollar jusqu'à la dévaluation de décembre 1971.

Après la démonétarisation de l'or, une nouvelle définition est décidée en juin 1974. Depuis lors, le D.T.S. est défini par rapport à un panier de monnaies, c'est-à-dire la moyenne pondérée des taux de change des principales monnaies du monde.

Dans un premier temps, 16 monnaies ont été retenues pour composer ce panier. L'importance de chacune d'elles au sein du panier a été pondérée en tenant compte, d'une part, du commerce extérieur de chaque pays, d'autre part, du rôle international joué par certaines monnaies. Ce panier initial a été révisé le 28 juin 1978 en fonction de l'évolution du commerce mondial durant la période 1972-1976.

En 1980, pour faciliter le calcul du panier et la cotation du D.T.S., le F.M.I. a décidé, qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1981, le panier définissant le D.T.S. ne sera plus composé que de cinq principales monnaies (le dollar, le deutsche mark, le franc français, le yen et la livre). Le panier du D.T.S. est révisé tous les cinq ans sauf décision contraire du Conseil d'Administration. La dernière révision a eu lieu le 1<sup>er</sup> janvier 1996 et le panier actuel restera en vigueur jusqu'au 31 décembre 2000.

**Tableau n° 3 : Coefficients de pondération des monnaies**

Monnaie	Janvier 1961	Janvier 1994	Janvier 1996
Dollar américain	42 %	40 %	39 %
Deutsche mark	19 %	21 %	21 %
Yen	13 %	17 %	18 %
Franc français	13 %	11 %	11 %
Livre	13 %	11 %	11 %

Ces coefficients sont utilisés pour déterminer les montants des monnaies dans ce panier.

La valeur du D.T.S. est calculée tous les jours sur la base d'un panier de cinq monnaies ci-dessus désignées. Elle est généralement plus stable que celle de ces monnaies.

Mais la définition par rapport à un panier a conduit à se demander comment un bien qui sert d'instrument de mesure pour d'autres biens peut être défini lui-même par l'intermédiaire de ces biens.

## **B – Le rôle du D.T.S.**

Les États membres qui éprouvent des difficultés de balance des paiements peuvent se servir du D.T.S. pour acquérir des devises dans le cadre de transactions « avec désignation » : un autre État membre, désigné par le F.M.I., fournit en échange du D.T.S. une monnaie librement utilisable. Le F.M.I. le désigne généralement en fonction de la solidité de la position de sa balance des paiements et de ses réserves. Le montant de monnaie qu'il est tenu de fournir ne peut dépasser un niveau équivalent au triple de son allocation cumulative nette de D.T.S.

Les États membres peuvent utiliser les D.T.S. pour divers transferts volontaires, notamment des transactions « par accord » (échanges au comptant de D.T.S. contre d'autres avoirs monétaires) et des opérations entre eux ou avec des détenteurs agréés. Les D.T.S. peuvent également être utilisés dans des opérations au titre de la facilité d'ajustement structurel renforcée, qui nécessitent l'intervention de détenteurs agréés du fait que le compte de versement spécial du F.M.I. et les comptes qu'il administre ne peuvent détenir directement des D.T.S. Les D.T.S. sont enfin utilisés dans des opérations entre les États membres et le F.M.I. qui, par l'intermédiaire du compte des ressources générales, reçoit des D.T.S. de ses membres et leur transfère des D.T.S.

Le D.T.S. sert donc d'unité de compte et d'unité de référence.

Il sert d'unité de compte (ou de base de calcul d'unité de compte) à certaines organisations internationales ou régionales, essentiellement parce que sa valeur (exprimée en une monnaie quelconque) est plus stable que celle de toute composante monétaire du panier.

Le D.T.S. sert également d'unité de référence. En effet, au 30 avril 1997, deux États membres déterminent la valeur de leur unité monétaire par référence au D.T.S. La valeur de l'unité considérée est calculée par rapport au D.T.S., puis exprimée en d'autres unités monétaires par référence à leurs valeurs respectives en D.T.S., telles qu'elles sont publiées par le F.M.I.

### **C – Le D.T.S. peut-il devenir le principal instrument de réserve du système monétaire international ?**

Au 30 avril 1997, les avoirs en D.T.S. des États membres ne représentaient que 1,7 % de leurs réserves totales (or non compris) contre 5 % en 1978.

En fait, il paraît peu probable que le D.T.S. puisse jouer, comme réserve des banques centrales, un rôle de premier plan, aussi longtemps qu'il ne sera créé que comme une liquidité complémentaire et non pas comme un substitut au moins partiel au dollar.

Certes, un pas a été franchi avec la création d'un « compte de substitution » auprès duquel les pays qui estiment avoir un montant excessif de dollars pouvaient en demander la conversion en D.T.S. et les doutes quant à l'opportunité de maintenir la primauté internationale du dollar devaient favoriser l'instauration d'un tel mécanisme. Il reste que les détenteurs des liquidités officielles internationales – en premier lieu les pays pétroliers les plus riches – n'ont pas remplacé une partie importante des dollars qu'ils possèdent par des D.T.S.

Deux arguments antagonistes méritent une attention particulière :

- l'un, économique, met en avant l'avantage qu'il y a à détenir un actif qui échappe aux fluctuations vigoureuses qui menacent sans cesse les monnaies isolées (par opposition aux monnaies composites comme le D.T.S.) ;
- l'autre, plutôt psychologique, insiste sur les risques qu'il y a à détenir des réserves importantes libellées dans une monnaie abstraite qui pourrait être un jour supprimée ou profondément modifiée. De plus, même si l'usage du D.T.S. a été accompli, il est loin d'être aussi libre que celui d'une monnaie internationale.

En fait, il est hasardeux pour un pays de faire dépendre ses réserves d'une banque centrale étrangère qui peut à tout moment dévaluer sa monnaie que du F.M.I. dont les règles (majorité qualifiée par toute décision importante) protègent bien davantage les détenteurs de D.T.S. Le D.T.S. doit donc être conservé, ne serait-ce que pour jouer un rôle utile de « dispositif de protection », en cas de graves difficultés du système monétaire international. Il resterait à résoudre « le problème d'équité », dû au fait que de nombreux membres du F.M.I. n'ont jamais reçu d'allocation de D.T.S.

