

Donner un rôle de premier plan au droit de tirage spécial dans le système monétaire international

par J. van YPERSELE

Comme on le sait le droit de tirage spécial est une monnaie internationale émise par le Fonds Monétaire International et qui circule entre banques centrales. Le D.T.S. est défini actuellement comme un panier de 16 monnaies : la pondération de chacune d'elles étant liée à son importance relative dans le commerce international.

Le D.T.S. a été créé en 1969 dans le but d'assurer une croissance contrôlée de la liquidité internationale qui ne dépende plus des déficits de la balance américaine ou de la production d'or. On voulait doter le système monétaire international des moyens d'assurer une croissance consciente, délibérée et responsable du volume des réserves. Ce but, on le sait, n'a pas été atteint. Bien au contraire en même temps qu'on créait le D.T.S., on n'a pas su contrôler les autres éléments de réserve, en particulier les monnaies de réserve, et on a assisté à une explosion de la liquidité internationale.

Les nouveaux statuts du FMI, qui devraient entrer en vigueur en 1978, stipulent que les pays membres doivent collaborer avec le Fonds et entre eux pour faire du droit de tirage spécial le principal instrument de réserve du système monétaire international (art. VIII, section 7, et art. XXII). A ce propos, Peter KENEN a fait observer : « Ces paroles « familières, échappées du texte conventionnel et creux d'un communiqué ministériel, se sont transformées en une clause de traité ayant force de loi. Pour leur donner tout leur sens avant la fin du siècle, il ne suffira pas d'utiliser le droit de tirage spécial comme unité de compte dans les transactions et statistiques du Fonds » (1). Il

(1) Peter KENEN ; « Techniques to Control International Reserves », exposé fait lors de la conférence commémorative consacrée à J. Marcus Flemming, au siège du Fonds Monétaire International, le 12 novembre 1976.

faut bien reconnaître qu'actuellement nous sommes plus éloignés que jamais de l'objectif indiqué pour le D.T.S. dans les nouveaux statuts du F.M.I. Depuis août 1971, le dollar a encore renforcé sa position au centre du système. L'accroissement des liquidités internationales s'est faite essentiellement par l'accroissement des avoirs officiels en dollars, et il n'y a pas eu de seconde émission de D.T.S.

Le souci de donner un contenu réel à ces nouveaux articles des statuts a amené le Comité Intérimaire du F.M.I., lors de sa réunion des 28 et 29 avril 1977, à Washington à « inviter les administrateurs à étudier les caractéristiques et l'utilisation du D.T.S. en vue d'avancer les objectifs du Fonds et notamment celui de faire du D.T.S. le principal instrument de réserve du système monétaire international ». Fin septembre 1977, le Comité Intérimaire a réaffirmé cette demande et il devrait discuter de cette étude lors de sa prochaine réunion en avril 1978, à Mexico.

Le présent article expose certains des problèmes qui devront être analysés dans le cadre de l'étude entreprise par le F.M.I. Il aborde tout d'abord le rôle du D.T.S. après les modifications importantes survenues au sein du système monétaire international. Il met ensuite l'accent sur les défauts actuels du D.T.S. et propose certains remèdes.

I. LE ROLE DU D.T.S.

Avant de songer à renforcer le rôle du D.T.S., il faut d'abord se demander si le D.T.S. a encore effectivement un rôle à jouer dans la situation actuelle. Cet instrument a, en effet, été conçu vers le milieu des années 60 comme un moyen rationnel de création de liquidités internationales, mais depuis lors, le système monétaire international a été bouleversé et on a vu apparaître le flottement des grandes monnaies, la démonétisation de l'or, la croissance rapide des sources privées de crédit.

Il faut donc d'abord se demander si, même dans le système de flottement contrôlé que nous connaissons aujourd'hui, le besoin de réserves existe toujours. Si la réponse est affirmative, il faut alors voir si le D.T.S. a encore effectivement sa place parmi les sources de création de réserves.

1) Le besoin de réserves

Assurément, on peut dire comme le souligne le rapport annuel du F.M.I. pour 1976 que l'équilibre entre le financement et l'ajustement s'est modifié « de telle sorte que les déficits globaux de balance des paiements seront vraisemblablement plus faibles par rapport au volume des transactions

internationales qu'ils ne l'auraient été si, eu égard à l'ampleur des déséquilibres des balances de paiement, l'économie mondiale se trouvait encore sous le régime du système des parités fixes de Bretton Woods ».

Toutefois, comme le rapport le fait d'ailleurs aussi remarquer, la majorité des pays rattachent toujours leur monnaie soit à d'autres monnaies, soit à des paniers de monnaie, soit au D.T.S. Ils interviennent bien entendu sur le marché. Ceux qui laissent flotter leur monnaie interviennent fréquemment sur les cours pour atténuer les fluctuations journalières et égaliser les tendances à plus long terme.

Depuis avril 1973 (moment où s'est généralisé le flottement des taux de change), jusqu'à décembre 1975, les interventions brutes de banques centrales du Groupe des 10 sur le marché des changes se sont montées à 110 milliards de dollars. Depuis, entre janvier 1976 et la fin septembre 1977, ces mêmes interventions brutes sur le marché des changes se sont élevées à un total estimé à 93 milliards de dollars. Le total des interventions des grandes banques centrales, entre avril 1973 et septembre 1977, a donc dépassé les 200 milliards de dollars.

Il est donc bien évident que les pays ont toujours besoin de réserves et que le problème de la liquidité internationale est toujours d'actualité.

2) Composition des réserves

Cette première question ayant reçu une réponse, il faut ensuite s'interroger sur la composition des réserves. S'il existe bien un besoin de liquidités, la création de ces liquidités ne devrait-elle pas être exclusivement réalisée au moyen de liquidités conditionnelles, c'est-à-dire d'une *augmentation des quotas auprès du F.M.I.* ? Cela revient à poser la question de la distinction à faire entre les « réserves propres » et les facilités de crédit officielles disponibles en cas de financement temporaire d'un déficit de la balance des paiements. Le F.M.I. définit les actifs de réserve comme étant à la disposition du pays détenteur sans qu'il y ait obligation de négociation préalable, de conditions à remplir quant aux mesures à prendre par les pays ou de limitation importante quant à leur utilisation. En revanche, les facilités de crédit sont toujours subordonnées à la première de ces restrictions et peuvent l'être à la seconde. L'existence de facilités de crédit constitue donc pour un pays une garantie moins ferme, que la détention d'un montant équivalent de réserves, de pouvoir faire face à des variations imprévues dans sa position extérieure.

Par conséquent, la détention de réserves et l'accès à un crédit au titre de la balance des paiements sont loin d'être identiques et on comprend que les

pays cherchent à établir un équilibre convenable entre les deux. Compte tenu de cette préférence, il faut tendre à un équilibre similaire au niveau international entre l'offre de liquidités conditionnelles et l'offre de liquidités inconditionnelles. On peut lire dès 1969 dans le rapport annuel du F.M.I. : « il existe évidemment une relation entre les deux types de liquidités internationales, conditionnelles et inconditionnelles, surtout en ce sens que leurs utilisations se recouvrent parfois, si bien que le besoin d'une de ces liquidités n'est pas entièrement indépendant de la disponibilité de l'autre. Cependant, la composition des liquidités internationales n'est pas totalement indifférente du point de vue international. En effet, si l'on tente de répondre à une pénurie croissante de liquidités par l'expansion de la seule liquidité conditionnelle, les pays pourraient se retrouver démunis des avoirs directement mobilisables dont ils ont besoin pour couvrir les déficits qui apparaissent forcément de temps à autre dans leurs règlements extérieurs, quelle que soit la politique suivie.

Nous pensons donc qu'il y aura, tout au moins à long terme (et pas forcément dans l'immédiat) un certain besoin d'augmenter les « avoirs de réserve » ou les « réserves propres ». Il existe une demande spécifique des pays pour de tels actifs, la détention de réserves et l'accès à la ligne de crédit « balance des paiements » n'étant pas entièrement interchangeables.

3) Fonction du D.T.S.

On pourrait, enfin, poser comme troisième question celle de savoir si le D.T.S. a encore un rôle à jouer dans le cadre des réserves propres. Pour pouvoir y répondre, il faut d'abord passer en revue l'évolution subie par les autres éléments des réserves propres depuis la création du D.T.S.

a) le premier changement concerne le *rôle de l'or*.

Au moment de la création du D.T.S., l'or se vendait sans difficulté au prix officiel et représentait incontestablement un actif de réserve liquide au même titre que les monnaies de réserve, les D.T.S. et les réserves au Fonds monétaire. A l'heure actuelle, l'or n'est plus un élément de liquidité, la plupart des membres du Fonds se montrant peu enclins à vendre l'or qu'ils possèdent, même lorsque leur position extérieure devient précaire. Bien que la détention d'or contribue encore à étayer la position de réserve globale d'un pays (il peut par exemple être utilisé comme garantie) il n'a manifestement plus le même degré de liquidité. Il y a donc de fortes chances pour que le rôle de l'or dans les réserves diminue progressivement et il est dès à présent certain que l'or ne saurait plus être utilisé pour couvrir les besoins accrus de réserves à moyen terme.

b) Un autre changement important est l'offre beaucoup plus grande de *crédits privés*. Avant 1974, l'augmentation des réserves en dollars des pays était associée au déficit de la balance des paiements américaine et à un système de parités fixes. L'augmentation était déterminée par l'offre. Depuis 1974, cette augmentation est largement fonction de la demande des pays emprunteurs sur les marchés financiers internationaux. Ces pays ont largement fait appel à l'emprunt pour parvenir à la position de réserves recherchée.

Il faut alors se demander si, étant donné l'existence d'une offre relativement flexible de réserves, la création de D.T.S. ne serait pas superflue à moyen terme.

Pour répondre à cette question, il faut se demander si cette méthode de création de réserves brutes par le recours à l'emprunt privé, peut être poursuivie indéfiniment et si elle est équitable.

Le premier problème pose celui de savoir jusqu'où un pays peut admettre de s'endetter. En effet, la principale différence entre l'augmentation des réserves par l'emprunt de capitaux privés et celui réalisé par l'allocation de D.T.S. est que le premier instrument ne fait qu'augmenter les réserves brutes et non les réserves nettes, puisqu'il entraîne une augmentation des engagements, tandis que le second augmente à la fois les réserves brutes et les réserves nettes. Le problème est parfaitement posé dans le rapport « Mc CRACKEN » (2), qui souligne que « l'accès aux capitaux internationaux est parfois tellement aisé que les Etats sont tentés de retarder les ajustements indispensables, mais qu'il peut aussi devenir soudain très difficile lorsque le jugement du marché sur la solvabilité de certains pays change.

Le même rapport décrit les conséquences de cet état de choses sur le processus de la création de liquidités et constate que les limites de la création de réserves sont devenues floues et fluides et sont davantage fonction de l'appréciation portée par le marché privé sur la solvabilité de tel ou tel pays que de l'évaluation multilatérale faite par les instances responsables des politiques suivies et les besoins du système vu dans son ensemble. Le système monétaire international a acquis certaines caractéristiques des systèmes de crédit nationaux, mais alors sans banque centrale ».

Le fait d'alimenter à l'excès les liquidités internationales par le recours aux marchés financiers pose également un problème d'équité, puisque certains pays sont trop pauvres pour avoir accès aux marchés financiers internationaux.

(2) O.C.D.E. : « Towards full employment and price stability ». Résumé d'un rapport fait à l'O.C.D.E. par un groupe d'experts indépendants, juin 1977, page 51.

c) Enfin, les pays, et en particulier ceux qui laissent flotter leur monnaie, sont beaucoup mieux équipés aujourd'hui qu'il y a dix ans pour agir sur le montant de leurs réserves monétaires en modifiant leur taux de change et leurs *politiques d'intervention* sur le marché. Il faut cependant considérer que, dans certains cas, de telles interventions, effectuées dans le simple but de modifier le montant des réserves propres, pourraient être contraires aux dispositions en matière de surveillance des politiques en matière de taux de change.

Pour conclure, nous croyons qu'il y a un certain risque à alimenter les réserves propres en privilégiant à l'excès l'emprunt sur les marchés internationaux privés ou les interventions sur les marchés des changes. Nous avons noté en outre que l'or a beaucoup perdu de son importance en tant qu'instrument de réserve liquide. Enfin, nous estimons que, malgré un certain nombre de changements survenus depuis la création de D.T.S., celui-ci aura un rôle à jouer à l'avenir dans la création de réserves propres.

4) Autres fonctions possibles du D.T.S.

Mise à part la justification technique du besoin de D.T.S., il serait également utile de conserver cet instrument pour des raisons de sécurité. En effet, nul ne sait exactement comment évoluera le système monétaire, et il se pourrait que l'on souhaite confier dans les années à venir de *nouvelles fonctions* au D.T.S., par exemple, dans les comptes de substitution ou à des fins d'intervention. A condition d'être défini judicieusement, le D.T.S. pourrait aussi être appelé à jouer un rôle plus grand comme unité de compte.

II. FAIBLESSE DU D.T.S. ACTUEL

Nous avons, dans la première partie, exposé brièvement pourquoi le D.T.S. aura un rôle à jouer à l'avenir. Nous voudrions maintenant montrer pour quelles raisons le D.T.S. ne peut pas tenir convenablement ce rôle avec ses caractéristiques actuelles.

En ce qui concerne les critères généraux qui doivent permettre d'établir si le D.T.S. présente les caractères appropriés de valeur et d'intérêt, nous pensons que les principes suivants adoptés dans le « Plan de réforme » du Groupe des 20 restent valables : « Le rendement effectif du DTS doit être suffisamment élevé pour qu'il soit intéressant à acquérir et à détenir, mais pas élevé au point de faire hésiter les pays à utiliser le D.T.S. lorsqu'ils sont

déficitaires. La valeur du D.T.S. pour les transactions sur devises sera déterminée de manière à protéger sa valeur en capital contre la dépréciation... Le taux d'intérêt du D.T.S. sera réajusté de temps à autre par le Conseil d'administration de manière à maintenir un rendement effectif approprié compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt sur le marché (3) ».

Nous estimons toutefois que le rendement effectif actuel du D.T.S. ne correspond pas à ce critère et n'est pas suffisamment élevé pour le rendre attrayant comme instrument de réserve. Par rendement effectif, nous entendons la combinaison du taux d'intérêt et des variations en valeur par rapport aux monnaies nationales.

1) Raisons de la faiblesse du D.T.S.

Il faut admettre que, à l'heure actuelle, le D.T.S. représente un actif faible, inférieur à tous égards à son principal concurrent en tant qu'instrument de réserve : le dollar.

En effet :

a) il s'est déprécié vis-à-vis du dollar pendant la plus grande partie de la période couverte par la nouvelle méthode d'évaluation, c'est-à-dire depuis juillet 1974.

b) son taux d'intérêt est inférieur à celui des bons du Trésor américain à trois mois.

c) de ce fait, le rendement effectif du D.T.S. exprimé en dollars EU s'est établi à moins de la moitié du rendement des bons du Trésor américain (2,7 % par an pour le D.T.S. contre 5,6 % pour les bons du Trésor). Le rendement effectif, exprimé en dollars, d'avoirs à court terme libellés en DM, en FF et en yens japonais a été encore plus élevé.

d) le D.T.S. n'est manifestement pas aussi facilement utilisable que le dollar.

2) Preuves de la faiblesse du D.T.S.

a) *Propension à détenir des réserves en D.T.S.*

Il convient de voir si les pays sont ou non disposés à détenir le stock existant de D.T.S. par préférence aux monnaies de réserve.

(3) Cf. International Monetary Reform : Documents of the Committee of Twenty (Washington 1974), page 15.

Sur les 110 participants ayant reçu des allocations pendant la période 1970-1972, 87 détenaient des réserves en D.T.S. inférieures à leurs allocations de plus du montant des allocations annuelles fin 1976.

D'après les informations disponibles au FMI pour 1976 concernant les 87 membres utilisateurs nets de D.T.S. à la fin de 1976, 87 % d'entre eux (65 membres) ont augmenté leurs réserves totales pendant la période 1970-1976.

Ces indications montrent que pour de nombreux pays, les D.T.S. représentaient des avoirs de réserve moins attrayants que les monnaies de réserve proprement dites puisqu'ils ont réduit leurs avoirs en D.T.S. pendant une période où ils augmentaient l'ensemble de leurs réserves.

b) *Propension à acquérir le D.T.S.*

Alors que les pays déficitaires ont été prompts à utiliser leur D.T.S. même lorsqu'ils augmentaient l'ensemble de leurs réserves, les pays excédentaires se sont souvent montrés hésitants à accumuler les D.T.S. Bien entendu, comme il s'agit de pays désignés par le F.M.I. pour recevoir des D.T.S., les signes de cette hésitation sont plus difficiles à déceler.

On a cependant pu en observer un exemple significatif au moment où un détenteur important de D.T.S., ayant atteint la limite supérieure de ses obligations d'acceptation fixées par le F.M.I., soit 3 fois le montant de son allocation, s'est vu offrir en tant que membre du serpent monétaire européen des D.T.S. en règlement d'un engagement découlant des mécanismes du serpent qui, selon les règles du système, devait être liquidé en fonction de la composition des réserves du débiteur.

Or, le créancier s'est montré très réticent devant cette offre de D.T.S. faisant valoir que les règles du F.M.I. primaient celles de la Communauté. Enfin, après bien des discussions, ce pays s'est laissé convaincre d'accepter des D.T.S. Cela montre clairement quel est le crédit dont jouit cet instrument de réserve auprès des pays qui en sont détenteurs nets.

III. MOYENS D'AMELIORER LE D.T.S.

Les nouveaux statuts du F.M.I. précisent que chaque membre est tenu de collaborer avec le Fonds et avec les autres membres afin de faire du droit de tirage spécial le principal instrument de réserve du système monétaire international (article VIII, section 7 et XXII).

Nous estimons qu'avant que le D.T.S. puisse devenir l'instrument du système monétaire, un certain nombre de conditions doivent être réunies, encore qu'il ne soit pas indispensable qu'elles le soient toutes simultanément, puisque l'évolution devrait plutôt se faire progressivement.

1. Le D.T.S. doit avoir un *rendement effectif* suffisamment attrayant par rapport aux autres avoirs existants. Cette observation vaut, bien entendu, pour n'importe quel actif monétaire.

2. Les détenteurs de cet actif doivent pouvoir *l'utiliser facilement*, ce qui implique que l'utilisation du D.T.S. ne doit pas être soumise à trop de restrictions.

3. Si l'on veut donner au D.T.S. un rôle central dans le système, il faut aussi qu'il joue un *rôle de plus en plus grand* dans la *création de liquidités internationales* et dans la *circulation des liquidités internationales*.

Tel est en substance, à notre avis, l'ordre dans lequel les conditions requises doivent être remplies. La première mesure fondamentale à prendre consiste à améliorer le rendement effectif, et ce n'est qu'ensuite qu'il deviendra possible de procéder à une libéralisation sensible de l'utilisation pratique des D.T.S. et d'en accroître le volume.

Les trois conditions à remplir

a) *Le rendement effectif*

Les règles actuelles concernant le rendement effectif du D.T.S. équivalent à pénaliser cet instrument de réserve par rapport aux autres.

Eu égard à ses caractéristiques actuelles, la valeur en capital et la rémunération du D.T.S. sont inférieures à celles des investissements en devises traitées sur les marchés.

Pour que le rendement effectif des D.T.S. devienne suffisamment compétitif par rapport à celui des autres instruments de réserve, il y a lieu de prendre les dispositions nécessaires pour relever son taux d'intérêt et sauvegarder sa valeur en capital. La partie 4 de cet article contient des propositions dans ce sens.

b) *Utilisation*

A cet égard, le D.T.S. souffre d'un handicap grave par rapport aux autres monnaies de réserve.

1. Il y a lieu de songer qu'à la différence du D.T.S., les monnaies de réserve sont également des monnaies qui se traitent sur le marché. Toute instance monétaire peut par conséquent les liquider ou les acquérir sans que son cocontractant soit obligatoirement une autorité monétaire.

En revanche, toute transaction sur D.T.S. implique une vente ou un achat entre autorités monétaires. Il conviendrait donc de diminuer les restrictions à ces transactions.

2. Les opérations sur D.T.S. restent soumises à de nombreuses restrictions, par exemple :

a) aux termes des dispositions actuelles, un participant n'est autorisé à réaliser une transaction sur D.T.S. par accord mutuel avec un autre participant, c'est-à-dire sans désignation, que si le vendeur des D.T.S. échange ceux-ci contre sa propre monnaie détenue par l'acquéreur ou si le F.M.I. autorise la transaction.

b) Les participants utilisateurs de D.T.S. doivent se conformer aux règles de reconstitution.

Néanmoins, les nouveaux statuts du F.M.I. prévoient un allègement des règles régissant l'utilisation des D.T.S., ce qui représente déjà un pas dans la bonne direction.

a) L'un des principaux changements dans les dispositions d'utilisation du D.T.S. apporté par la révision des statuts est que tout participant peut désormais effectuer des transactions en D.T.S. par accord mutuel et en toutes circonstances sans être tenu de requérir l'autorisation du F.M.I. (article XIX, section 2, § b).

b) Les règles régissant la reconstitution des actifs détenus en D.T.S. n'ont pas été modifiées, mais le F.M.I. peut les revoir et peut à tout moment et pas seulement à la fin de chaque période de base, adopter, modifier ou révoquer certaines règles à la suite d'une révision. Les décisions relatives aux règles en matière de reconstitution peuvent être adoptées à la majorité des 70 %; il ne faut donc pas de majorité des 85 % du nombre total des voix attribuées (article XIX, section VI, § b).

Dans ce contexte, on devrait examiner la possibilité de remplacer les règles de reconstitution par d'autres règles, plus souples, destinées à garantir une répartition plus large des D.T.S. dans les réserves des pays participants. Cette solution compléterait les autres dispositions à prendre pour rendre le D.T.S. plus attrayant et pour libéraliser davantage les règles de son utilisation.

c) *Volume*

Le D.T.S. ne représente à l'heure actuelle qu'une fraction infime (5 %) des liquidités mondiales. Si l'on veut vraiment donner au D.T.S. un rôle-clé dans le système monétaire international, il faut parvenir à accroître dans les années à venir le rôle du D.T.S. et réduire celui des monnaies de réserve dans la création et la circulation des liquidités internationales. Cela ne peut se faire que progressivement. Cela signifie par ailleurs que le D.T.S. doit devenir un actif recherché pour ses propres qualités de rendement et de liquidité.

IV. MOYENS D'AUGMENTER LE RENDEMENT EFFECTIF DU D.T.S.

A) **Proposition belge**

Dans une note du 21 février 1977 adressée au Comité Monétaire de la C.E. par ses membres belges et qui a également été communiquée aux administrateurs du F.M.I., nous avons formulé une suggestion précise qui se compose de deux éléments : augmenter le taux d'intérêt du D.T.S. et fixer un plancher pour la valeur en capital du D.T.S.

1) *Taux d'intérêt*

Si l'on veut que le rendement effectif du D.T.S. soit suffisamment compétitif par rapport aux autres instruments de réserve, il ne faut pas se contenter de prendre des mesures propres à sauvegarder la valeur réelle du D.T.S., mais aussi lui donner un taux d'intérêt suffisant.

D'après le système actuel, le taux d'intérêt sur le D.T.S. est déterminé trimestriellement et, sauf décision contraire des administrateurs, il équivaut aux trois cinquièmes de la moyenne pondérée des taux pratiqués sur les marchés monétaires des cinq pays ayant les coefficients de pondération les plus élevés du panier D.T.S. Les coefficients de pondération de ce panier de taux d'intérêt sont les suivants : EU : 47 %; Allemagne : 18 %; Royaume-Uni : 13 %; France : 11 %; Japon : 11 %.

Le taux d'intérêt pondéré est calculé pour la période de six semaines s'achevant le quinzième jour du dernier mois précédant le trimestre pour lequel le taux est déterminé. Pour le trimestre s'achevant le 30 septembre 1976, le taux D.T.S. a été fixé à 3,75 %. Il a été porté à 4 % pour le dernier trimestre de 1976. Ce taux a été maintenu pour le premier trimestre de 1977.

Il semble indiqué, eu égard à la finalité de notre formule, de proposer un taux d'intérêt correspondant à la moyenne pondérée des taux sur les marchés monétaires. Toutefois, nous suggérons dans notre formule un taux d'intérêt pour le D.T.S. égal aux quatre cinquièmes de ce taux, ceci pour tenir compte de la protection de la valeur en capital que nous proposons ci-après.

2) *Valeur en capital*

- jusqu'au 1er juillet 1974, la valeur du D.T.S. exprimée en dollars correspondait à la dernière parité déclarée du dollar. Cette parité correspondant au taux fixe de 1 DTS = 1,20635 dollars. La valeur du D.T.S. exprimée dans d'autres monnaies s'établissait sur la base de ce taux et des taux représentatifs vis-à-vis du dollar.
- A compter du 1er juillet 1974, la valeur du D.T.S. a été déterminée sur la base d'un *panier de 16 monnaies*.

Ces deux règles ont donné des résultats décevants quant à la sauvegarde de la valeur en capital du D.T.S. Notre proposition vise à *combinaison des deux règles* en ce sens que le D.T.S. serait évalué par le F.M.I., et cela journalièrement, selon celle des deux méthodes qui produit la valeur la plus élevée.

En d'autres termes, la valeur du D.T.S. serait toujours égale, soit à 1.20635 dollars, soit à un *montant supérieur* en dollars en fonction du principe du panier de monnaies appliqué actuellement. Le D.T.S. ne pourrait alors se déprécier davantage par rapport au dollar dès le moment où il atteindrait la valeur plancher de 1.20635 dollars.

Pour éviter tout malentendu, il faut souligner que la formule que nous proposons

- *n'a rien de commun avec la formule du panier asymétrique* examinée autrefois; il ne saurait être question de modifier la composition du panier en fonction de l'évolution de la valeur des monnaies. Dans le présent cas, nous choisissons à tout moment celui des deux paniers (soit les 16 monnaies, soit le dollar seul, étant entendu que le D.T.S. = 1.20635 dollar) qui doit déterminer la valeur du D.T.S.;
- *n'introduit pas une double valeur du D.T.S.* Il ne saurait être question de laisser les pays participants ou le F.M.I. libres de choisir entre les deux méthodes d'évaluation. La comparaison journalière montre automatiquement lequel des deux systèmes doit déterminer la valeur du D.T.S.

B) Le relèvement du seul taux d'intérêt

Un autre moyen consisterait à porter le taux d'intérêt sur le D.T.S. au niveau réel de la moyenne des taux pratiqués sur les marchés monétaires au lieu de ne prendre que $3/5$ (formule actuelle) ou $4/5$ (notre proposition).

Il faudrait alors songer toutefois à l'incidence d'une telle mesure sur le taux de rémunération et des niveaux des charges (c'est-à-dire le coût des crédits du F.M.I.). Les statuts modifiés (article V, section 9) précisent : « Le taux de rémunération, qui sera fixé par le Fonds à la majorité de soixante-dix pour cent du nombre total des voix attribuées, sera identique pour tous les membres et ne sera pas supérieur au taux d'intérêt visé à la section 3 de l'article XX ni inférieur aux quatre cinquièmes de ce taux » (ce taux étant le taux du D.T.S.).

C) Les propositions de Rome

Si l'on envisageait de relever le rendement effectif du D.T.S. sans devoir pour autant prévoir une majoration substantielle des charges, cela pourrait se faire en ménageant une augmentation périodique régulière de la valeur en capital du D.T.S. On pourrait songer à cet effet à définir une augmentation journalière équi-proportionnelle du nombre d'unités monétaires de toutes les monnaies du panier, le résultat étant que la valeur du D.T.S. exprimée en devises se trouverait augmentée d'une manière générale et donc également si elle est exprimée en une devise donnée et cela d'un faible pourcentage, par exemple 2 ou 3 % par an. Le rendement effectif du D.T.S. serait alors représenté par la somme du taux d'intérêt nominal et du taux d'appréciation en capital. Cette proposition avait été étudiée lors de la réunion du Comité intérimaire à Rome en janvier 1974, mais elle avait été rejetée comme ne différant guère sur le fond de l'application d'un taux d'intérêt plus élevé.

La proposition de Rome augmenterait le rendement effectif du D.T.S. exprimé en devises d'une manière générale et de façon régulière et prévisible. Le fait que cette augmentation soit prévisible est particulièrement important, étant donné que le rendement effectif prévu influe davantage le comportement financier des détenteurs de D.T.S. que le rendement tel qu'il se calcule sur une période écoulée (4).

(4) J.J. POLAK : Valuation and Rate of Interest on the S.D.R. Fonds Monétaire International, p. 8 et 9, Washington, D.C., 1974.

COMMENTAIRE DES DIVERSES PROPOSITIONS

Chaque proposition présente des avantages et des inconvénients :

— La proposition belge a l'avantage de prévoir une valeur plancher pour le D.T.S., ce qui donne au détenteur une garantie contre l'un des risques dont il souhaite se protéger, à savoir celui qu'à la longue, la valeur du D.T.S. tombe définitivement en-dessous de celle du dollar.

Certains peuvent considérer comme un inconvénient les passages imprévus d'une méthode d'évaluation à l'autre. On a fait valoir par exemple que les banques commerciales auraient ainsi certaines difficultés à se couvrir à terme pour les engagements en D.T.S. qu'elles auraient contractés. Elles devraient alors passer d'avoirs en dollars EU détenus en couverture de ces engagements à des avoirs dans les 16 monnaies du panier dès que le taux journalier du D.T.S. passerait de la valeur plancher à la valeur panier, et inversement.

— Aligner le taux d'intérêt sur la moyenne des taux pratiqués sur les marchés monétaires a l'avantage de la simplicité et de la logique. On devrait sans doute toutefois aussi prendre en considération l'incidence d'une telle décision sur les charges, c'est-à-dire le coût des crédits du F.M.I.

— La proposition de Rome éviterait les incidences sur les charges, mais certains pourraient la considérer comme plus complexe que la deuxième formule.

Le choix entre ces trois formules techniques devra être fait au sein du Conseil d'Administration du F.M.I.

CONCLUSION

Ce qui importe à notre avis est qu'un tel choix entre les diverses formules se fasse et que le D.T.S. devienne effectivement plus attrayant. Il faudra se garder à cette fin de commettre des erreurs analogues à celles faites lors de la création du D.T.S., lorsque la décision de fixer le taux d'intérêt original à 1.5 % par an a été largement déterminée par le vœu fermement exprimé des Etats-Unis de voir appliquer un faible taux d'intérêt sur le D.T.S. pour éviter qu'il ne devienne un concurrent dangereux du dollar comme monnaie de réserve (5).

(5) J.J. POLAK : *Idem*.

A l'heure actuelle, certains prétendent tout comme alors, qu'il faut éviter de rendre le D.T.S. plus attrayant, car cela pourrait amener des pays à réduire leurs réserves en dollars afin d'accroître leur détention de D.T.S. Ils jugent que de tels mouvements pourraient avoir un effet déstabilisateur sur le système monétaire dans son ensemble et qu'il faut donc les empêcher.

Pour répondre à une telle objection, on peut faire les commentaires suivants : tout d'abord, il faut souligner que la signification réelle de cet argument est que le dollar devrait continuer pour toujours à être seul au centre du système, ce qui est manifestement en contradiction avec les nouveaux statuts du F.M.I. Ensuite, il faut rappeler, comme nous avons tâché de le faire dans cet article, qu'actuellement tant que le rendement effectif du D.T.S. est inférieur à celui du dollar, il y a une incitation pour les pays à remplacer les D.T.S. qu'ils détiennent par des dollars. C'est là, la réelle anomalie et non pas le risque de la situation inverse. Troisièmement, il faut souligner que la création du D.T.S. est contrôlée par le F.M.I. et donc que si des mouvements hors du dollar et vers le D.T.S. se passent à la suite d'une amélioration du rendement effectif du D.T.S., ces mouvements se feront d'une manière graduelle et ordonnée, dans les limites établies par la communauté internationale.

En résumé, les membres du F.M.I. doivent examiner les moyens de réaliser progressivement l'objectif fixé dans les nouveaux statuts du F.M.I., à savoir, faire du droit de tirage spécial le principal instrument de réserve du système monétaire international. Nous estimons que pour y parvenir, il faut rendre le D.T.S. plus attrayant quant à son rendement réel, lever un certain nombre de restrictions limitant son utilisation et lui donner un rôle grandissant dans la création et la circulation des liquidités internationales.
