

FAIRE DU DTS LE PRINCIPAL ACTIF DE RÉSERVE INTERNATIONALE

ANDRÉ ICARD*

Dans sa conception actuelle, le droit de tirage spécial (DTS) peut se définir comme un actif international, émis par le Fonds monétaire international (FMI) et qui circule entre banques centrales. Il serait abusif de parler de « monnaie » à son propos (Kenen, 2011) car aucune banque centrale ne pourrait présentement utiliser directement ses DTS pour intervenir sur le marché des changes aux fins de stabilisation de sa monnaie, à la différence d'une devise négociable.

267

Le DTS 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 des paiements américaine ou de la production d'or. L'introduction de ce nouvel actif de réserve était supposée éviter le dilemme de Triffin en supprimant le besoin de maintenir un déficit de la balance courante américaine afin de procurer à l'économie mondiale les dollars nécessaires à sa croissance, un déficit prolongé des comptes extérieurs américains étant de nature à affaiblir la convertibilité du dollar en or.

On sait que cette intention ne s'est pas concrétisée : la convertibilité du dollar en or a été suspendue en août 1971, le régime des taux de change flottants a été officialisé en mars 1973, puis les dollars et, plus marginalement, d'autres devises se sont accumulés dans les réserves des banques centrales. Le DTS initialement défini en or, au travers du dollar, a vu sa valeur calculée à partir d'un panier de seize monnaies à partir de 1974, ce panier étant réduit à cinq monnaies en 1980 (dollar,

* Directeur général honoraire, Banque de France ; ancien directeur général adjoint, Banque des règlements internationaux. Contact : andreicard@wanadoo.fr.

yen, livre, deutsche mark – DM –, franc français), puis à quatre lors de la création de l'euro. Les évolutions majeures intervenues dans les années 1970 n'ont toutefois pas entamé la confiance accordée alors au DTS puisque, à la suite de la révision des statuts du FMI introduite en 1978, à la fois l'article VIII, section 7, et l'article XXII stipulent que les pays membres doivent collaborer avec le FMI et entre eux « pour faire du DTS le principal instrument de réserve du système monétaire international » ; dans le même temps, une émission de 12 milliards de DTS était décidée, venant s'ajouter aux 9,5 milliards initialement créés.

Les faits, toutefois, viendront une fois encore contredire ces intentions et cette disposition des statuts restera lettre morte. Depuis lors, l'usage officiel du DTS est resté très limité, ne dépassant guère celui d'une monnaie de règlement pour les opérations liant le FMI à ses membres. Au mois d'août 2009, face à la crise et au risque d'assèchement de la liquidité mondiale, a été décidée une troisième dotation de 161,2 milliards de DTS, à laquelle est venue s'ajouter une allocation spéciale ponctuelle de 21,5 milliards de DTS attribuée aux pays qui n'avaient pas bénéficié des allocations précédentes (4^e amendement). Bien que par cette décision le montant des DTS ait été multiplié par dix, il représente encore moins de 5 % des réserves mondiales et l'on n'observe pas de dynamique nouvelle quant à l'usage de cet instrument. Sur un terrain voisin, rappelons que les tentatives de création d'un marché du DTS « privé » observées à la fin des années 1970 et au début des années 1980 ont vite tourné court.

Ces échecs répétés sont d'autant plus marquants que, au fil des années, le volume des devises accumulées dans les réserves des banques centrales n'a cessé de croître, ce phénomène s'étant considérablement accéléré depuis le début de ce siècle. Dès lors, le dilemme de Triffin atteint une ampleur considérable, faisant ressortir des risques majeurs attachés non plus à la convertibilité du dollar en or, comme avant 1971, mais, en régime de change flottant, à la confiance que les marchés peuvent attribuer aux actifs libellés en monnaie de réserve.

L'ambition des réformateurs des années 1970 n'a donc pas abouti. Faut-il en déduire que le DTS est un instrument inadapté ou la désaffection constatée tient-elle plutôt à une mauvaise conduite du système monétaire international (SMI) dans un monde où les intérêts à court terme des principaux États ont pris le pas sur la recherche du bien commun ?

Dans les développements qui suivent, nous verrons que le DTS possède de puissants atouts qui pourraient lui permettre de prétendre à un rôle central dans le SMI¹ (première partie), mais que, pour ce faire, certains ajustements devraient être apportés à son mode de fonctionnement (deuxième partie) et que la promotion du DTS comme le

principal actif international de réserve nécessite une volonté politique (Aglietta et Coudert, 2014) qui ne s'est guère manifestée jusqu'ici (troisième partie).

LE DTS : UN ATOUT DÉLAISSÉ POUVANT ÊTRE RÉACTIVÉ

En ces temps où le fonctionnement du SMI présente d'incontestables faiblesses² et où tout effort de réforme se heurte à d'inextricables difficultés, le DTS présente un atout majeur : il existe. Il est en effet plus facile de mettre en œuvre un outil disponible mais délaissé plutôt que de chercher à en créer d'autres. Parmi les trente et un articles constitutifs des statuts du FMI, pas moins d'un tiers sont consacrés au DTS, c'est dire la place que ses concepteurs lui réservaient au sein de cette institution et, plus largement, du SMI.

Conçu à l'origine pour prévenir le dilemme de Triffin en régime d'étalon de change or, il pourrait apporter une réponse certes partielle, mais significative à ce problème en régime de change flottant. De plus, au cours de quatre décennies de ce régime, le DTS a démontré une réelle capacité à devenir une référence monétaire internationale de qualité. Certes ne faut-il pas attendre qu'il règle à lui seul tous les désordres actuels, mais il offre une chance d'en résoudre certains au prix d'un effort institutionnel modeste.

269

Un dispositif élaboré mais négligé de gestion de la liquidité internationale

La liquidité globale comprend à la fois des financements privés internationaux et les réserves des banques centrales. Or sauf en de rares occasions comme la crise de 2009, ces questions ne donnent lieu à aucune décision collective et sont principalement régies par les conditions monétaires des grands pays et celles prévalant sur les marchés internationaux de capitaux. Même si, à la suite du rapport de l'Initiative du Palais royal, des progrès ont été accomplis, principalement par la Banque des règlements internationaux (BRI), dans la connaissance statistique et conceptuelle de la liquidité globale, celle-ci dépend toujours de l'action des banques centrales des grands pays et du comportement des acteurs des marchés internationaux. Les politiques monétaires, considérées individuellement, peuvent être parfaitement adaptées aux besoins nationaux et pourtant, transmises par le système financier global, être à l'origine d'effets néfastes pour le reste du monde³. Ce problème ne peut trouver de solution sans une coordination accrue des politiques monétaires des grands pays, mais une présence plus significative des DTS dans les réserves des banques centrales, en remplacement des devises, contribuerait à en réduire l'impact. Les réserves des banques centrales sont composées de devises de réserve,

dollars principalement, détenues sous la forme d'instruments de marchés, des positions de réserve auprès du FMI et de DTS. Comme les premières résultent des excédents courants des balances des paiements et des flux de capitaux et que les secondes ne sont pas aisément ajustables, les seuls éléments susceptibles de donner lieu à des décisions collectives au niveau international, sur la base de procédures officielles établies, sont les DTS. À ce jour, seulement trois allocations générales ont eu lieu. Il faudrait que cette procédure devienne moins exceptionnelle, sur la base d'un examen systématique des conditions de la liquidité globale⁴. Cependant, en vertu des textes actuels, les DTS sont alloués en proportion des quotas, ce qui a pour résultat que les principaux bénéficiaires sont les grands pays développés, qui n'en ont pas besoin. Le quatrième amendement aux statuts du FMI d'août 2009, venant compléter l'allocation générale de 161,2 milliards de DTS en allouant 21,5 milliards de DTS supplémentaires aux pays qui n'avaient pas pu bénéficier des allocations précédentes, peut offrir un modèle pour résoudre cette difficulté.

L'expérience de 2009 a montré le rôle que les DTS peuvent jouer en période de crise, lorsque la liquidité globale, volatile en raison des anticipations pouvant affecter les financements privés internationaux, s'est évaporée. Se pose dès lors la question de l'institutionnalisation au sein du FMI d'une fonction de prêteur en dernier ressort international (Mistral, 2014). Par sa souplesse de fonctionnement et l'absence de limite technique à ses émissions, le DTS est l'outil le mieux adapté à l'exercice de cette fonction⁵. D'autres crises se produiront, n'en doutons pas, et il serait plus efficace de prévoir assez tôt les procédures adéquates plutôt que de devoir, dans l'urgence, improviser des mesures ponctuelles. L'officialisation d'une fonction de prêteur en dernier ressort international aurait aussi l'avantage d'atténuer le besoin ressenti par certaines banques centrales d'accumuler des réserves de précaution en devises, sources d'effets néfastes au niveau global liés au dilemme de Triffin. Il ne s'agit pas ici, bien évidemment, d'ajouter systématiquement des liquidités nouvelles à celles disponibles, déjà abondantes, mais de prévoir l'avenir en amorçant une décréue des réserves internationales en devises, souvent financées soit par des flux de capitaux, soit par des excédents courants maintenus artificiellement, en dotant le FMI d'une fonction officielle de prêteur en dernier ressort en DTS et le confirmant ainsi comme garant ultime de la liquidité du système.

Un outil permettant une atténuation du dilemme de Triffin

Éradiquer pleinement le dilemme de Triffin impliquerait un programme extrêmement ambitieux consistant à la création d'une monnaie de réserve unique émise par une banque centrale multila-

térale⁶. Autant dire que cette solution est inatteignable dans les circonstances présentes. Il faut donc rechercher une solution alternative qui, à défaut d'être parfaite, serait pragmatique et conduirait à une solution significative du problème. Le DTS offre cette solution au travers de trois canaux. Le premier est lié au prêteur en dernier ressort international, déjà évoqué ; le deuxième résulte d'une diversification des monnaies de réserve en fonction du panier définissant l'instrument ; le troisième est attaché au mode d'émission des DTS défini par les articles du FMI.

Tout redéploiement de réserve d'une monnaie vers le DTS conduit à une diversification du fait de la conversion automatique de cette devise dans les autres monnaies du panier. Dans le bilan de la banque centrale concernée, il en résulte la transformation d'une créance sur un seul pays en un ensemble de créances réparties sur un groupe de pays représentant une part plus large de l'économie et du commerce mondial. Le dilemme de Triffin diminue de ce fait. Plus le panier du DTS sera représentatif de la composition du PIB mondial, plus ce dilemme sera réduit. Pour cette raison, on ne peut que souhaiter que lorsque les conditions seront réunies, les grandes monnaies des pays émergents, le yuan en premier, puissent rejoindre le panier du DTS.

Il reste toutefois que le redéploiement des réserves vers le DTS ne se fait pas spontanément, faute de procédure adéquate. L'idée de comptes de substitution permettant la conversion de monnaies de réserve en DTS, longuement débattue par le passé, mais abandonnée faute d'accord international, pourrait être considérée à nouveau, au moins pour les montants de réserve excédant ceux constatés à une date de référence. Une autre possibilité pourrait être que le FMI puisse acheter aux banques centrales, contre le DTS, certains montants de monnaies de réserve. La revente par le FMI de la proportion de devises acquises nécessaire pour l'achat des autres monnaies du panier et, partant, l'annulation de son risque de change influencerait certes les marchés des changes, mais moins toutefois que si la banque centrale désireuse de diversifier ses réserves se défaisait de l'ensemble (Icard, 2011).

En fonction des règles existantes, nous l'avons vu, les allocations générales de DTS s'opèrent en proportion des quotas. De telles émissions seraient libres de tout dilemme de Triffin si les quotas étaient vraiment représentatifs des poids réels des économies. Certes, on en est loin, mais sans prétendre à une solution parfaite, toute allocation générale de DTS associée à une réduction des devises dans la composition des réserves des banques centrales irait dans le bon sens.

Une référence monétaire internationale de qualité

Au sein des réserves mondiales, le dollar occupe une part excédant légèrement 60 %, en légère baisse tendancielle depuis une quinzaine d'années, tandis que celle de l'euro est stabilisée depuis 2002 autour de 25 %. Les autres devises n'occupent qu'une place marginale dans le total⁷.

Considérant les trois fonctions de la monnaie, unité de compte, moyen de paiement et d'échange et réserve de valeurs, le dollar n'a pas d'équivalent pour les deux premières, tant son usage sur les marchés financiers, des changes et des matières premières est dominant. En revanche, sa résilience comme réserve de valeurs a été loin d'être optimale dans l'histoire monétaire des quarante dernières années, spécialement par comparaison avec le DM d'abord et l'euro ensuite. En effet, il s'est déprécié presque continûment en termes de prix puisque son *consumer price index* (CPI) a plus que quadruplé en quarante ans et son pouvoir d'achat contre la monnaie allemande (DM, puis euro) a été divisé par 2,5 depuis 1970. La comparaison avec le DTS plaide aussi en faveur de ce dernier qui, par construction, s'est certes déprécié par rapport aux monnaies fortes de son panier (DM et yen), mais a gagné par rapport au dollar 50 % en valeur depuis sa création. Au total, le DTS aurait été un bien meilleur standard que le dollar en termes de conservation de valeur à long terme, de même que sa composition à partir d'un panier de monnaies le rend plus stable qu'aucune de ses composantes, affectées par les mouvements trop souvent erratiques du change.

Revenant sur les fonctions d'unité de compte et de moyen de paiement et d'échange, il faut noter que la primauté incontestable du dollar ne disqualifie pas pour autant le DTS en tant qu'actif international de réserve. En effet, l'objectif n'est pas de concurrencer le dollar sur les marchés, même si, comme nous le verrons plus loin, la création (ou la réémergence) d'un marché privé du DTS serait un objectif souhaitable, mais de savoir si pour les banques centrales, il peut assurer ces deux fonctions de manière satisfaisante.

En matière d'unité de compte, la réponse est incontestablement positive puisque le DTS a l'avantage d'être par définition protégé contre les fluctuations de change à la différence des actifs en devises. Cet avantage n'est d'ailleurs pas réservé aux banques centrales et la sphère privée pourrait aussi tirer bénéfice d'un usage du DTS dans le libellé des contrats internationaux, en particulier ceux concernant les matières premières ; les marchés dans leur ensemble y gagneraient en stabilité puisqu'une moindre volatilité des valeurs réduirait l'influence des anticipations financières.

S'agissant de la fonction de moyen de paiement et d'échange, la question pour les banques centrales touche essentiellement à la capacité de pouvoir intervenir sur les marchés. Dans leur conception actuelle, les DTS ne le permettent pas et, pour une autorité monétaire qui souhaite soutenir sa monnaie, il sera nécessaire d'acheter à une autre banque centrale les devises nécessaires, en échange des DTS détenus auprès du FMI. La fonction de moyen de paiement et d'échange ne peut donc pas être directement exercée par le DTS, mais le dispositif en place, contractuel (accords d'échanges volontaires entre banques centrales) ou contraignant (procédures de désignation), assez lourd, vise à contourner cet obstacle. Ce dispositif à deux étages assure certes la liquidité du système, mais n'assied pas le DTS comme un actif de réserve de plein exercice. Nous verrons dans la partie suivante que cette difficulté peut trouver sa solution dans une simplification des procédures et surtout par l'accession du DTS au statut d'instrument de marchés.

AMÉLIORER ET COMPLÉTER LE DISPOSITIF EN VIGUEUR

Nous venons de voir dans la partie précédente que le DTS, dans sa construction actuelle, est porteur d'un réel potentiel pour jouer un rôle majeur au sein du SMI. Il reste toutefois que cette construction porte les marques d'une époque où la finance internationale était encore peu développée ; la structure en place est d'ordre essentiellement administratif, assez loin de la logique des marchés. Les développements qui suivent visent, d'une part, à adapter certaines des procédures actuelles pour les rendre plus pratiques et attirantes et, d'autre part, à faire du DTS un véritable instrument de marchés.

273

Rendre le DTS officiel plus pratique et attractif

Les procédures d'achat et de vente de DTS sont essentielles pour contourner le fait que le DTS ne peut prétendre à la fonction de moyen de paiement et d'échange, mais elles sont lourdes et peu compatibles avec les besoins d'action immédiate éprouvés par les banques centrales. Il serait sans doute préférable que le FMI se porte immédiatement contrepartie des demandes de vente de DTS, se procurant lui-même les devises nécessaires et faisant son affaire de la mise en œuvre des accords d'échange volontaire et des procédures de désignation, dans le cadre d'un mécanisme à rénover. Une telle évolution venant à l'appui d'une ouverture vers une fonction de prêteur en dernier ressort ajouterait à la crédibilité de cette dernière fonction.

Un autre aménagement visant à rendre le DTS plus attractif consisterait à revoir les conditions du calcul de son taux d'intérêt. Présentement celui-ci est évalué chaque semaine sur la base de références monétaires. Une telle rémunération de court terme rend la détention

de balances créditrices nettes peu attractive. Cette méthode de calcul devrait être revue pour utiliser plutôt des références de moyen-long terme. Cette évolution peut être décidée à la majorité de 70 % (article XX, section 3). Au besoin, pour éviter qu'un tel changement ne nuise aux pays en difficulté ayant utilisé leurs DTS et devant de ce fait payer un intérêt au FMI, un système conditionnel d'abondement pourrait être mis en place.

Faire du DTS un véritable instrument de marchés

L'accumulation des réserves dans les livres de nombre de banques centrales n'a été rendue possible que par la permanence de déséquilibres globaux souvent accompagnés de comportements « mercantilistes », mais elle trouve son origine dans le souhait des banques centrales de pouvoir intervenir à leur gré sur les marchés, affranchies des contraintes de conditionnalité émanant du FMI. La mise en place proposée d'une fonction de prêteur en dernier ressort dans la palette d'activités du FMI peut certes diminuer le désir d'accumuler des réserves de précaution, mais il est douteux que le DTS devienne vraiment attractif par le seul effet de cette mesure et qu'il soit renoncé à la liberté, maintenant acquise, d'agir librement sur les marchés. Dans ces conditions, il est clair que le DTS ne peut guère déployer ses atouts au travers du seul dispositif actuel, même amélioré, et que l'émergence d'un marché privé est la condition d'un réel essor. L'émergence d'un marché privé du DTS devrait donc être fortement encouragée avec ouverture de comptes sur les livres des institutions financières internationales et développement d'un marché liquide de titres de dette dans cette unité.

Nous verrons dans la troisième partie comment les autorités nationales et internationales pourraient favoriser une telle émergence. Mais deux points techniques au moins devront être clarifiés dès le départ. Tout d'abord, dès qu'un certain nombre d'institutions financières auront ouvert des comptes en DTS, il sera nécessaire que se développe un marché interbancaire dans cette unité. La meilleure manière de régler les transactions interbancaires serait de créer une chambre de compensation (*clearing*), au moins entre les principaux acteurs du nouveau marché, sur le modèle de ce qui fut fait pour l'écu. Cette facilité pourrait trouver place soit au sein d'une institution internationale déjà existante, comme la BRI, soit dans un organisme à créer, public ou privé. Un autre point important sera d'assurer au nouveau marché un environnement juridique sûr et une continuité quant au contenu de l'unité ; or la révision périodique du panier peut créer un doute quant au futur contenu du panier préjudiciable aux opérations à long terme. Un moyen de résoudre cette difficulté serait, une fois le

yuan intégré dans le panier (cf. première partie), d'annoncer de manière précise la date de la prochaine révision après avoir établi des règles pleinement transparentes concernant les conditions d'accès au panier et la méthode retenue pour réviser les poids respectifs des devises dans ce dernier.

Mais une fois le marché des DTS établi, il paraît également important qu'un lien soit aménagé entre celui-ci et le dispositif actuel, afin d'homogénéiser ces deux compartiments et permettre aux banques centrales une utilisation directe de leurs balances en DTS « officiels ». La perspective pour les banques centrales de détenir, d'un côté, des DTS cantonnés au FMI et, d'un autre côté, des DTS privés acquis sur le marché, mais inconciliables avec les premiers, manquerait d'attractivité. De plus, c'est dans la suppression de ce cloisonnement que le potentiel du DTS comme outil majeur de réglage de la liquidité globale (cf. première partie) prendra tout son sens. L'un des moyens d'y parvenir, sans doute le plus praticable, serait de s'appuyer sur le mécanisme de *clearing* interbancaire décrit précédemment. Les banques centrales pourraient obtenir des DTS privés en déposant à leur compte sur les livres de la chambre de compensation des DTS officiels (Catte, 2011). Si la chambre de compensation est déjà un *prescribed holder*, comme c'est le cas pour la BRI, la procédure paraît facile à mettre en place ; si ce n'est pas le cas, une procédure d'agrément devrait être ouverte qui, en vertu de l'article XVII section 3, exigerait une majorité de 85 %. Une mesure plus simple dans son fonctionnement, mais plus complexe à mettre en place, serait d'autoriser certaines banques ou institutions privées sélectionnées à détenir des DTS sur les livres du FMI, mais un tel changement exigerait une révision de l'article XVIII du FMI et ne paraît guère envisageable, au moins dans un premier temps. Il faut reconnaître néanmoins que le recours à la chambre de compensation conduirait celle-ci à détenir dans son bilan à la fois des DTS officiels et des DTS privés, de nature et de qualité différentes ; il en résulterait l'apparition d'un risque que les institutions financières privées sont habituées à gérer, mais qui paraît peu compatible avec la fonction de *clearing*, sauf à prévoir un système de garantie à la charge des participants.

Les propositions consistant à la fois à initier un marché privé du DTS et à assurer un lien entre celui-ci et le dispositif des DTS « officiels » assureraient pleinement au DTS la fonction de moyen de paiement et d'échange qui lui fait actuellement défaut ; l'actif de réserve qu'il est aujourd'hui tendrait en pratique vers un statut de monnaie scripturale et il pourrait légitimement prétendre à un rôle de standard international au cœur du SMI dont l'absence est si fortement ressentie (Padoa-Schioppa, 2010) dans le monde multipolaire qui est le nôtre.

Nul doute que ces deux propositions constituent un bien ambitieux programme, mais il faut observer qu'elles n'exigeraient aucune révision des articles du FMI, à la différence d'autres initiatives suggérées dans cet article⁸. La création d'un véritable marché unifié du DTS relève donc essentiellement de l'initiative des autorités nationales et internationales, sans que de lourdes procédures institutionnelles aient obligatoirement à être engagées.

L'INDISPENSABLE ENGAGEMENT DES AUTORITÉS PUBLIQUES

Le DTS ne pourra devenir une véritable référence monétaire internationale sans un engagement fort des autorités publiques nationales et internationales à la fois pour promouvoir son usage dans le secteur officiel et pour favoriser l'émergence d'un marché privé du DTS actif et liquide.

Promouvoir l'usage du DTS dans la vie du secteur officiel

276

Il existe une contradiction flagrante entre les articles VII-7 et XXII du FMI qui, rappelons-le, stipulent que le DTS a vocation à devenir « le principal instrument de réserve du système international » et le peu d'usage qui en est fait non seulement dans le domaine financier, mais aussi dans la vie des institutions internationales.

Il est paradoxal de constater que le FMI continue à conduire son *general account* en termes de devises alors que l'usage du DTS simplifierait ses procédures comptables et rendrait ses comptes plus compréhensibles⁹. La BRI utilise le DTS pour l'établissement de son bilan depuis 2004, mais, de ce point de vue, elle reste une exception au sein de la communauté internationale. Les autres entités publiques internationales, en particulier celles qui font partie ou sont proches des institutions de Bretton Woods, seraient bien inspirées de suivre cet exemple afin d'affirmer clairement l'utilité du DTS comme unité de compte.

De même, le DTS devrait être à la fois rendu plus apparent et plus fréquemment cité dans les documents émanant du FMI : statistiques internationales, balances des paiements, réserves internationales, exercices au titre de l'article IV, analyses des flux de capitaux, surveillance des mouvements de change, etc. En un mot, le FMI devrait être un utilisateur assidu du DTS dans les divers aspects de sa vie interne et externe et un authentique promoteur de cet instrument.

Il serait aussi pertinent que les contrats publics internationaux qui impliquent des institutions internationales ou gouvernementales soient libellés en DTS dans toute la mesure du possible. Cela conduirait le secteur privé à s'acclimater au DTS et peut-être à agir de même, en particulier pour les contrats de matières premières.

Le DTS ne sortira de l'anonymat dans lequel il se trouve plongé que si le secteur officiel en fait un usage plus systématique.

Favoriser l'émergence d'un marché privé du DTS

Il faut reconnaître que développer un marché du DTS relève moins du secteur public que des institutions financières et que, dans la situation présente, ces dernières montrent bien peu d'enthousiasme à s'intéresser à cette question. Nul doute toutefois que leur attitude serait différente si une demande significative émanait de leur clientèle. Or même s'il s'avère que sur le marché de gré à gré, un courant d'affaires existe pour des instruments fondés sur des paniers de monnaies, tels les *currency-basket exchange trade funds* (EFT), il est peu probable qu'une demande significative se manifeste spontanément en faveur du DTS ; l'initiative doit donc venir du secteur officiel.

Pour être efficace et atteindre une masse critique assurant une structure de marché adaptée en termes de profondeur, de liquidité, de gamme de produits, de coûts de transaction, l'action à entreprendre doit être résolue, constante et étroitement coordonnée avec les acteurs des marchés. Une aide à la création d'une chambre de compensation serait au départ un élément important, mais le secteur public pourrait aussi être actif dans l'émission de titres négociables libellés en DTS. Ce pourrait être particulièrement le cas des grandes institutions internationales habituellement actives sur les marchés de dettes ; le FMI lui-même, utilisant les possibilités offertes par ses articles d'agrément, pourrait aussi, en tant que de besoin, émettre des titres d'emprunts qui pourraient être souscrits à la fois par les banques centrales et par les investisseurs privés. Ces émissions par les institutions internationales pourraient être un point de départ stimulant et l'on peut penser que, dans un souci de diversification, les banques centrales trouveraient intérêt à y souscrire, avant même que le marché du DTS n'atteigne sa maturité et qu'une gamme complète d'échéances, en particulier les plus longues, ne soit disponible.

Nous avons vu qu'un usage plus intensif du DTS, dans un cadre institutionnel rénové, étroitement associé à un marché privé bien organisé et suffisamment profond pourrait conférer à cet instrument une place centrale au sein du SMI et résoudre, en partie au moins, certains des désordres qui nuisent au bon fonctionnement de celui-ci.

CONCLUSION

La réforme du SMI est un thème récurrent dans les débats monétaires internationaux depuis plusieurs décennies, sans qu'il n'ait jamais été possible d'aboutir à des améliorations sensibles et durables. Le sommet de Cannes de novembre 2011 devait débattre des suggestions concrètes de réforme émises par l'Initiative du Palais royal, mais, pleinement mobilisé par la crise grecque, il n'a pu examiner ces propositions. Depuis lors, il faut regretter que le sujet n'ait plus été mis à l'ordre du jour du G20. Peut-être sera-t-il abordé de nouveau en 2016, éventuellement sous une autre forme, puisque la présidence de cette instance sera alors assurée par la Chine dont on connaît, depuis les déclarations du gouverneur de la Banque populaire de Chine en 2009 (Xiaochuan, 2009), l'intérêt porté au rôle que pourrait jouer le DTS au sein du SMI. On sait aussi que l'inclusion du yuan dans le panier du DTS est en cours d'examen dans le cadre de la révision quinquennale¹⁰ et que s'il était jugé que les conditions pour ce faire n'étaient pas encore réunies, cette inclusion a toutes les chances d'intervenir sans trop attendre¹¹.

Souhaitons qu'à ces occasions, le DTS, acteur délaissé, regagne la place qui devrait être la sienne sur le devant de la scène monétaire internationale.

278

NOTES

1. Dans le prolongement des conférences qu'elle a organisées en février 2010 et octobre 2011 et de l'Initiative du Palais royal (IPR) conduite par Michel Camdessus, Tommaso Padoa-Schioppa et Alexandre Lamfalussy (rapport de février 2011), la Fondation internationale Triffin (FIT) – nommée désormais Robert Triffin International – a constitué un groupe de travail sur ce thème, dont le rapport a été rendu public en mai 2014 : *Using the Special Drawing Rights as a Lever to Reform the International Monetary System*.

2. Sur ce thème, voir IPR (2011), section I.

3. Voir IPR (2011), section IV ; BRI, 85^e rapport annuel 2014-2015, chapitre V.

4. Voir FIT (2014, §9).

5. Voir FIT (2014, §8).

6. Voir FIT (2014, §1).

7. Ces données sont approximatives, faute de statistiques officielles sur le sujet.

8. « Modification des règles relatives aux allocations générales et prêteur en dernier ressort » (article V) ; « Achats de DTS par le FMI et conditions de vente des DTS » (article XIX).

9. Voir FIT (2014, §7).

10. Le conseil d'administration du FMI traitera officiellement du réexamen vers la fin de 2015 pour une mise en œuvre éventuelle en septembre 2016.

11. Il peut être décidé que la révision du panier peut intervenir dans un délai à fixer inférieur à cinq années.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et COUDERT V. (2014), *Le Dollar et le Système monétaire international*, La Découverte, col. Repères, octobre.
- CATTE P. (2011), « Making the SDR a More Attractive Reserve Asset: the Development of Private SDR Markets », in Boorman J. et Icard A. (éd.), *Reform of the International Monetary System - The Palais Royal Initiative*, Sage.
- FIT (Fondation internationale Triffin, nouvellement Robert Triffin International) (groupe de travail) (2014), « Using the Special Drawing Rights as a Lever to Reform the International Monetary System », *The Federalist Debate Papers*, n° 1.
- ICARD A. (2011), « Enhancing the Role of the SDR as a Reserve Asset », in Boorman J. et Icard A. (éd.), *Reform of the International Monetary System - The Palais Royal Initiative*, Sage.
- IPR (Initiative du Palais royal) (2011), *Reform of the International Monetary System - The Palais Royal Initiative*, Boorman J. et Icard A. (éd.), Sage.
- KENEN P. (2011), « An SDR Based Reserve System », *Reform of the International Monetary System - The Palais Royal Initiative*, Boorman J. et Icard A. (éd.), Sage.
- MISTRAL J. (2014), *Guerre et paix entre les monnaies*, Fayard, janvier.
- PADOA-SCHIOPPA T. (2010), « The Ghost of Bancor: the Economic Crisis and Global Monetary Disorder », discours prononcé au FIT le 25 février, in Boorman J. et Icard A. (éd.), *Reform of the International Monetary System - The Palais Royal Initiative*, Sage.
- XIAOCHUAN Z. (2009), « Reform the International Monetary System », Beijing-People Bank of China.

