

La création institutionnelle de liquidités internationales

Michel Lelart

Volume 64, Number 2, juin 1988

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/601449ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/601449ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Lelart, M. (1988). La création institutionnelle de liquidités internationales. *L'Actualité économique*, 64(2), 262–286. <https://doi.org/10.7202/601449ar>

La création institutionnelle de liquidités internationales

Michel LELART
*Institut Orléanais de finance**

L'évolution du système monétaire international depuis Bretton Woods a été marquée par un accroissement continu des liquidités internationales, qui s'est accéléré au milieu des années 60 et ralenti depuis quelques années. Autant que leur montant, la composition de ces liquidités a beaucoup varié, à tel point qu'il est devenu difficile de définir les concepts, de démonter les mécanismes et même de mesurer d'une façon précise les agrégats correspondants. Ces changements apparaissent nettement dans l'évaluation de ces liquidités, résumée dans le tableau qui suit: (en milliards de DTS)

	1948	1961	1974	1986
Or	32,9	38,9	35,7	33,1
Devises	13,9	19,5	127,8	359,1
P.R.F.	1,6	4,2	8,8	35,3
DTS	—	—	8,9	19,5
	48,4	62,6	181,2	447,0

SOURCES : F.M.I., *Statistiques Financières Internationales*, Supplément 1972, Supplément 1983 et mars 1987.

Les P.R.F. sont les Positions de Réserve au F.M.I.

— *La composante naturelle* n'a cessé de diminuer, surtout relativement. L'or qui représentait 68 % des liquidités à la fin de la guerre, en représente à peine 7,5 % aujourd'hui. Quand le métal constituait la principale réserve des banques centrales, il était aussi une monnaie de règlement: il était transféré au-delà des points d'or et les balances de paiements de certains pays faisaient apparaître parfois des entrées ou des sorties importantes de métal. De nos jours, l'or n'est plus qu'un avoir de réserve que les banques centrales conservent précieusement et qu'elles comptabilisent à leur gré car le cours sur les marchés n'a plus rien à voir avec l'ancien cours officiel. Elles se gardent bien de s'en servir, car si l'or ne sert plus aux États-Unis à racheter leur dollar ni aux autres pays à faire face à leur déficit, il reste un actif réel qui peut présenter des avantages par rapport aux avoirs financiers.

* Directeur de recherche au C.N.R.S.

— *La composante nationale* a littéralement explosé : exprimés en dollars, les avoirs en devises sont passés de 14 à 439 milliards en quarante ans ! Ce changement a transformé le concept même de liquidités internationales. Les avoirs en devises sont en effet :

- des *liquidités* plus que de la monnaie proprement dite. Les dollars en compte courant détenus par des non-résidents auprès de banques américaines ne dépassent pas 25 milliards, tous les autres sont placés à plus ou moins longue échéance.
- des liquidités *officielles* détenues par les banques centrales. Ils ne tiennent pas compte des avoirs en devises détenus par d'autres agents qui sont devenus plus importants que les précédents.
- des liquidités *brutes* car ils sont en même temps des engagements pour les pays émetteurs de ces monnaies. Il n'y a pas de créance sans dette, mais il n'y a plus rien si l'on compense les créances par les dettes qui leur correspondent.

— *La composante institutionnelle* n'a progressé que très lentement et son importance relative est restée très faible : les positions de réserve et les droits de tirage spéciaux gérés par le FMI dépassent à peine 12 % des liquidités actuelles. Il faut ajouter les avoirs en Écus qui ne sont pas recensés en tant que tels. Il a existé, il existe encore et on pourra toujours mettre en place d'autres sortes de liquidités institutionnelles. Leur statut peut varier puisqu'il dépend du type d'institution mise en place, de ses objectifs comme des modalités de ses opérations. Ces nouvelles liquidités sont plus souvent un avoir de réserve mais elles peuvent aussi être une monnaie de règlement. Elles peuvent n'être détenues que par des banques centrales ou être utilisées également par d'autres agents. Elles peuvent avoir une signification en termes nets, sans être compensée par une dette correspondante. Mais elles peuvent être créées en contrepartie d'un transfert et se substituer simplement à un autre avoir.

C'est cette composante institutionnelle que nous allons analyser. Sans doute parce que son rôle est resté marginal, elle est la plus mal connue. Elle est cependant la plus originale puisqu'elle repose sur l'activité d'institutions spécifiques ou sur des mécanismes bien particuliers. Et elle est la plus susceptible d'évoluer, à la faveur des réformes tendant à améliorer le système monétaire international, comme des initiatives régionales.

Cette création institutionnelle met en jeu des mécanismes complexes. Elle n'est pas forcément autonome, elle est parfois liée à une expansion des avoirs en devises. Elle peut concerner la monnaie ou les liquidités internationales. C'est pourquoi nous précisons un certain nombre de concepts dans la première section, avant d'examiner :

— *section 2* : la création de liquidités internationales par les opérations du *Fonds Monétaire International*

- *section 3* : la création de liquidités internationales par l'utilisation de *monnaies nouvelles*
- *section 4* : la création de liquidités internationales au *niveau régional*

Section 1 : LES CONCEPTS : DE LA CRÉATION INSTITUTIONNELLE
 À LA CRÉATION PRIVÉE DE MONNAIE ET DE LIQUIDITÉS
 INTERNATIONALES

1. *Les limites de la création institutionnelle dans le système de Bretton Woods*

La première fonction d'un système monétaire est d'organiser la création de monnaie et, au-delà, la croissance des liquidités. Ce qui est vrai au niveau national l'est également, d'une façon un peu différente, au niveau international. Entre les pays en effet :

- *La fonction de circulation*, exercée par la monnaie-moyen de règlement est une fonction exclusivement *technique*. Pour que la monnaie puisse être facilement échangée dans les transactions, il suffit que son utilisation ne soit pas soumise à certaines restrictions : c'est la convertibilité *par le marché*, dite encore *privée*.
- *La fonction d'accumulation*, liée à la monnaie-avoir de réserve devient *politique*. Pour que les créances de certains pays et les dettes des autres ne s'accumulent pas ensemble d'une façon exagérée, il suffit que la monnaie en laquelle les créances peuvent être à tout moment converties soit à son tour convertible, et qu'elle le soit *en dehors du marché*. C'est la convertibilité institutionnelle, dite encore *officielle*.

La convertibilité par le marché peut s'accompagner de variations de cours entre les monnaies, comme elle s'accompagne au niveau national des mêmes variations entre la monnaie et les biens. Mais la convertibilité officielle n'a de sens que si le prix est garanti, si le cours des monnaies entre elles reste suffisamment stable. Ces deux règles — la convertibilité et la stabilité — ont été les fondements du système de Bretton Woods. Ce système n'était pas sans risques : reposant sur les monnaies nationales, il conférait aux pays des responsabilités importantes. Le Fonds Monétaire allait être mis en place pour s'assurer qu'ils respecteraient bien les règles fixées... et pour les aider le cas échéant. Mais l'utilisation de monnaies nationales dans les transactions entre les pays a naturellement conduit à privilégier l'une d'entre elles : le dollar n'est pas seulement resté la principale monnaie de transaction, il est aussi devenu la principale monnaie de réserve et il a été l'instrument privilégié de l'accumulation des liquidités.

C'est que le système monétaire international adopté en 1944 devait surtout ouvrir la voie à *une expansion des échanges internationaux*. Les dispositions à caractère monétaire étaient donc subordonnées à cette fin. Elles étaient, pour tout dire, secondaires. Keynes avait adopté une démarche totalement inverse. L'organisation des relations monétaires entre les pays conditionnait pour lui

l'expansion harmonieuse du commerce international... comme l'aide à long terme aux pays en voie de développement. Les dispositions à caractère monétaire étaient donc essentielles. Pour tout dire, le plan Keynes visait à instituer, pour la première fois dans l'histoire, *un ordre monétaire international*, fondé sur une nouvelle institution, l'Union internationale de clearing et sur une véritable monnaie, le bancor.

- Le bancor était d'abord *une unité de compte* dont la valeur par rapport à l'or devait être fixée par le Comité directeur de l'Union. Les pays membres devaient fixer d'un commun accord la valeur initiale de leur monnaie en bancors. Chaque mois, tous les règlements qu'un pays devait effectuer ou recevoir seraient convertis en bancors. Chaque pays aurait donc une position nette débitrice ou créditrice, et le total des positions s'équilibrerait automatiquement. Le bancor permettait ainsi une compensation mensuelle à la fois entre toutes les transactions de chaque pays et entre les positions de l'ensemble des pays.
- Le bancor était aussi *une monnaie de règlement*. Il n'en était pas créé au départ. À la fin du premier mois, les pays déficitaires verraient apparaître un compte débiteur à leur nom dans les livres de l'Union, les pays excédentaires un compte créditeur. Les comptes de chacun seraient ensuite débités ou crédités au gré des règlements nets qu'ils devraient effectuer ou recevoir chaque mois. Les comptes créditeurs constitueraient un avoir liquide émis par l'Union sur elle-même ; les comptes débiteurs seraient la contrepartie de cette monnaie ainsi créée. Cette mécanique purement comptable permettait d'éviter les transferts directs et les transactions correspondantes sur les marchés des changes.
- Le bancor était enfin *une monnaie de réserve*. Les pays qui resteraient excédentaires de mois en mois verraient augmenter leur compte créditeur. Une telle accumulation n'était pas évitée *ex post* par l'obligation de régler ces positions à un moment donné : la convertibilité des avoirs en bancors aurait pesé sur les pays déficitaires, au premier rang desquels allait se situer la Grande-Bretagne. Une accumulation excessive était évitée par les mesures que les pays déficitaires — comme les pays excédentaires — devraient prendre dès que leur déficit — ou leur excédent — commencerait à s'accroître en fonction de quotas fixés initialement. Cette symétrie devait empêcher une expansion inconsidérée des créances et des dettes en bancors de l'Union.

D'autres dispositions prévues devaient jouer dans le même sens : non seulement les pays excédentaires ne pouvaient pas convertir leurs avoirs, mais l'Union pouvait modifier — notamment dévaluer — la valeur du bancor. Elle pouvait même prélever un certain pourcentage des soldes créditeurs pour financer des organismes internationaux d'aide au développement ou une police supra-nationale. C'est dire que les pays excédentaires se trouvaient les moins bien traités... les États-Unis ne pouvaient accepter un tel système. Et on voit mal quels

aménagements importants auraient pu être apportés à un ensemble de dispositions parfaitement cohérentes qui permettraient d'institutionnaliser la création monétaire internationale et de maîtriser l'expansion des liquidités.

Le système de Bretton Woods a été infiniment moins novateur : il n'a accordé à la monnaie qu'une place secondaire, c'est bien la raison pour laquelle il a évolué comme on sait. Ce sont les avoirs en devises qui ont le plus augmenté dans les liquidités internationales, et ils ont augmenté au gré des opérations et des transferts effectués entre les pays.

2. *Les modalités de la création privée en marge du système de Bretton Woods*

Les avoirs en devises peuvent augmenter dans les réserves des banques centrales de plusieurs façons :

- du fait d'accords entre deux banques centrales qui s'échangent leur monnaie pour un temps déterminé : ce sont les accords swaps ;
- du fait de la cession à une banque centrale de devises empruntées par exemple par un organisme public ou para-public ;
- du fait d'une intervention de la banque centrale sur le marché des changes où elle achète les devises lorsqu'elles sont plus offertes que demandées.

Hormis le cas des swaps qui reste marginal, l'augmentation des avoirs en devises des banques centrales suit donc nécessairement une augmentation des avoirs non officiels. La création ne se situe pas au niveau des interventions de la banque centrale qui augmentent les liquidités officielles en diminuant les liquidités privées, elle se situe au niveau des opérations en devises effectuées par les agents économiques eux-mêmes. C'est en ce sens qu'elle est une création *privée*.

Les devises — et les dollars que nous allons considérer pour plus de facilité — sont une relation dette-créance entre une banque et un agent non bancaire. Ils deviennent une monnaie internationale quand cette relation ne s'établit plus entre deux résidents US dans le cas du dollar. Deux cas peuvent se présenter

◇ La banque qui a un engagement en dollars *est une banque résidente*. L'avoir correspondant peut naître comme avoir international ou le devenir de plusieurs façons :

- il y a création directe de monnaie internationale lorsque les banques résidentes accordent des crédits en dollars, dans leurs livres, à des non-résidents qui voient leurs comptes courants en dollars crédités.
- il y a transformation de monnaie nationale en monnaie internationale quand des agents résidents — entreprises, ménages, gouvernement US — transfèrent des dollars à des non-résidents qui voient encore leurs comptes courants crédités dans les banques américaines.
- il y a transformation de monnaie internationale en liquidités internationales lorsque ces non-résidents déposent leurs dollars à terme parce

qu'ils préfèrent des créances productives d'intérêt à des simples comptes courants.

Mais les non-résidents ne sont pas obligés de conserver leurs dollars dans des banques américaines. Ils peuvent acheter des bons du Trésor ou des obligations US. Dans ce cas, à leurs avoirs correspondent des engagements non pas des banques américaines, mais d'entreprises américaines ou du Trésor US. En tant que liquidités internationales, les avoirs en dollars sont des créances sur toute l'économie US. Ils sont bien une relation dette-créance entre des non-résidents et des résidents.

◇ La banque qui a un engagement en dollars est *une banque non résidente* — une « euro-banque ». L'avoir correspondant peut naître comme avoir international ou le devenir de plusieurs façons :

- il y a création directe de monnaie internationale lorsque les banques non résidentes accordent des crédits en dollars à des non-résidents¹ qui vont voir leurs comptes courants crédités non pas dans les livres de la banque non résidente mais dans ceux d'une banque résidente.
- il y a transformation de monnaie nationale en liquidités internationales lorsque des résidents US placent eux-mêmes leurs dollars dans des banques non résidentes qui leur offrent un rendement plus intéressant.
- il y a transformation de monnaie internationale en liquidités internationales lorsque des non-résidents déposent à terme, dans des banques non résidentes qui leur offrent un intérêt satisfaisant, les dollars qu'ils détiennent en compte courant auprès de banques résidentes.

En recevant des dépôts et en accordant des crédits en dollars, les euro-banques participent à l'expansion des avoirs en dollars dans le monde. Mais elles ne prêtent pas des dollars qu'elles inscrivent dans leurs propres comptes, elles prêtent des dollars qu'elles transfèrent de leurs comptes chez leurs correspondants aux États-Unis : il y a création non pas de monnaie mais de liquidités internationales². Et ces liquidités — les avoirs en dollars auprès des euro-banques — reposent sur une relation dette-créance entre les banques non résidentes et les banques résidentes.

La variété de ces opérations fait apparaître clairement la nécessité de distinguer à la fois :

1. Lorsque ces banques accordent des crédits en dollars à des résidents US, il y a création de monnaie nationale puisque ces résidents voient créditer leur compte courant en dollars dans des banques résidentes. Les banques non résidentes n'ont plus ces dollars, mais leurs propres avoirs ne sont pas recensés dans la masse internationale des dollars. La création de monnaie n'apparaît qu'au bilan consolidé du système monétaire.

2. En fait, il y a création de monnaie lorsqu'elles accordent des crédits puisque les dollars qu'elles détenaient chez leurs correspondants US (et qui n'étaient pas compris dans la masse internationale des dollars) sont maintenant détenus par des agents finaux. Mais cette création fait place à la destruction qui a accompagné les dépôts de dollars auprès de ces banques non résidentes : dans la mesure où les crédits correspondent aux dépôts, il n'y a pas création *nette* de monnaie internationale.

- *au niveau des concepts*, les liquidités internationales qui sont simplement des avoirs de réserve et la monnaie internationale qui peut être utilisée dans les règlements. La progression des liquidités est étroitement liée à la création de monnaie dont l'importance au plan international est malheureusement trop négligée³.
- *au niveau des mécanismes*, la création proprement dite qui est une création nette, effectuée *ex nihilo* comme au plan national, et la création effectuée par transformation de monnaie nationale qui n'a pas d'équivalent au plan national et montre bien l'originalité de cette création privée.

Cette double distinction permet de mieux comprendre la création institutionnelle, notamment celle qui résulte des opérations effectuées par le F.M.I.

Section 2 : LA CRÉATION DE LIQUIDITÉS INTERNATIONALES PAR LES OPÉRATIONS DU F.M.I.

Le Fonds Monétaire n'a pas été conçu dans les Accords de Bretton Woods comme une banque chargée de faciliter les règlements internationaux et d'assurer une croissance régulière des liquidités. Ses opérations ne se ramènent donc pas à un jeu d'écritures au débit et au crédit de comptes ouverts dans ses livres. Son activité financière par laquelle il aide les pays à financer le déficit de leur balance des paiements peut néanmoins être analysée par rapport à ce schéma, bien que les modalités de ces opérations soient très originales. Elles le sont de plusieurs façons⁴ :

- D'une part, les crédits du Fonds ne sont pas branchés directement sur les opérations commerciales, ils ne permettent pas de financer les soldes de compensation. Ils sont accordés à un deuxième degré, pourrait-on dire, pour aider les pays qui ont dû effectuer plus de règlements qu'ils n'en ont reçus à faire face à la diminution qui s'ensuit dans leurs réserves et au déficit de leur balance des paiements. Les crédits ne peuvent donc être accordés qu'à des conditions que le Fonds a peu à peu précisées : *ex ante* les pays doivent justifier d'un besoin ; *ex post* ils doivent s'engager à prendre des mesures pour rétablir leur situation extérieure.
- Dans ces conditions, les opérations du Fonds ne provoquent pas dans ses comptes un transfert de monnaie, mais de liquidités. Les pays qui ont versé en or, puis en DTS, 25 % de leur quote-part ont disposé d'une position créancière dont le statut juridique a été peu à peu précisé par le Fonds. Elle est maintenant reconnue comme un véritable avoir de réserve. Ces positions sont affectées par les tirages : celle d'un pays est débitée (elle diminue), celle d'un autre est créditée (elle augmente). Et si la position d'un pays devient nulle, il ne peut plus tirer sur son compte... ou plutôt son compte va devenir débiteur : le pays obtient du crédit. Le langage du Fonds cache en fin de compte un schéma fort simple... ces

3. Tous les avoirs en dollars détenus par le reste du monde ont été nécessairement transférés sur des comptes courants ouverts à des non-résidents. De même les avoirs en dollars détenus par des banques centrales ont été acquis sur le marché des changes et fait l'objet d'un transfert entre deux comptes courants ouverts auprès de banques résidentes.

4. On trouvera une analyse plus complète dans notre ouvrage « *Les opérations du Fonds Monétaire International* », *Economica*, 2ème édition, 1988.

jeux d'écriture cependant ne concernent pas des comptes transférables sans conditions, ils concernent des comptes assimilés à des avoirs de réserve.

- Le Fonds ne peut donc faire ses opérations qu'en transférant des monnaies, et à défaut de pouvoir faire naître lui-même sa propre monnaie dans ses livres, il doit utiliser les monnaies des pays membres. Le transfert entre les positions des pays au Fonds se double d'un transfert entre leurs monnaies par le Fonds. C'est en ce sens que le Fonds est un bureau de change dont les avoirs en monnaies, correspondant aux quotes-parts versées en monnaies nationales, ne varient pas dans leur montant, mais dont la composition se modifie à tout instant. La question est de savoir quelle monnaie le Fonds va fournir contre celle d'un pays en difficultés qui effectue un tirage, et pour quel montant : c'est la monnaie d'un pays dont la position est solide, et pour un montant proportionnel à ses propres réserves. Telle est la procédure des budgets par laquelle le Fonds s'apparente à une « coopérative de crédit ».

Ce passage par des monnaies qui sont celles de ses membres rend difficile l'analyse et la mesure de la création de liquidités par le Fonds. Son bilan ne pourrait en rendre compte que :

- si le Fonds cédait lui-même sa propre monnaie à ses pays membres en créditant leurs comptes dans ses livres.
- ou si les positions de chaque pays avaient elles-mêmes le caractère monétaire et s'équilibraient de ce fait deux par deux. La monnaie créée par le Fonds correspondrait alors, dans chaque cas, au total des positions ou des comptes créditeurs.

Mais il n'en est rien. Le bilan du Fonds devant enregistrer à la fois le transfert entre les positions des différents pays et le transfert entre leurs monnaies, il n'enregistre les variations ni des positions ni des monnaies. Il est un bilan purement comptable, montrant simplement l'équilibre entre l'origine et l'emploi des ressources du Fonds. Il n'a de signification ni juridique ni financière. La création de liquidités — et de monnaie — internationales par le Fonds doit donc être calculée à partir d'une ventilation de ses comptes qui n'apparaît pas d'elle-même au bilan.

— *La création de liquidités du fait des tirages*

Chaque fois qu'un pays est devenu membre du Fonds, il a dû verser 25 % de sa quote-part en or — ou en devises depuis que l'or n'a plus de rôle officiel — et 75 % en sa monnaie. En contrepartie de son versement en or, il dispose d'une créance sur le Fonds : c'est sa tranche-or, devenue tranche de réserve. Elle correspond initialement à sa position de réserve qui est égale à la différence entre la quote-part du pays et les avoirs du Fonds en sa monnaie — quand cette différence est positive.

Quand un pays tire dans sa tranche de réserve, les avoirs du Fonds en sa monnaie augmentent et sa position de réserve diminue. Mais les avoirs du Fonds en la monnaie cédée dans ce tirage diminuent et la position de réserve du pays concerné augmente. Il y a donc variation en sens inverse de la position de réserve de deux pays, mais globalement l'ensemble de ces positions n'a pas varié.

Quand un pays a utilisé la totalité de sa tranche de réserve, il peut tirer dans ses tranches de crédit ou au titre de ces facilités particulières que sont les tirages compensatoires, régulateurs, élargis... il peut, depuis quelques années, solliciter des tirages importants dans le cadre de la politique d'accès élargi. La position du pays devient débitrice : dans les comptes du Fonds le pays est en situation de « Recours au crédit ». Mais rien n'est changé au niveau de l'autre pays, celui dont la monnaie est cédée dans ces tirages : il voit chaque fois sa position de réserve augmenter. Il n'y a plus transfert entre deux positions de réserve, il y a augmentation nette de ces positions... pour un montant égal au total des Recours au crédit du Fonds, c'est-à-dire aux positions débitrices. Il faut toutefois tenir compte de ce que :

- Les tirages sont suivis de rachats : c'est bien le montant des tirages nets au-delà de la tranche de réserve qui correspond au total des Recours au crédit à un moment donné. Mais il peut arriver que le Fonds cède dans un tirage la monnaie d'un pays qui est lui-même en situation débitrice et qui, de cette façon, va racheter sa monnaie⁵. La position de réserve de ces pays n'augmente pas, c'est leur Recours au crédit qui diminue. Mais l'ensemble des Recours au crédit est un chiffre net, il tient compte de cette situation et il n'a pas à être ajusté.
- Les tirages et les rachats peuvent être effectués en DTS, des rachats ont même été autrefois effectués en or. Comme ce ne sont pas des monnaies qui sont utilisées, les positions de réserve n'augmentent pas. Elles ont donc augmenté moins que du total des Recours au crédit... Ce sont les avoirs des pays en or ou en DTS qui se sont trouvés modifiés.
- Le Fonds peut se procurer les monnaies dont il a besoin pour financer les tirages en les empruntant. Le schéma indiqué n'est pas modifié car la position de réserve de certains pays inclut leur créance liée à ces emprunts. Toutefois, le Fonds a contracté des emprunts à court terme auprès de pays dont l'identité n'a pas été révélée et dont les positions de réserve n'ont pu augmenter.

Au 31 décembre 1986, du fait des tirages et des rachats, les positions de réserve avaient augmenté d'à peu près 21 milliards de DTS, les avoirs des pays en DTS avaient augmenté de près de 11 milliards et leurs avoirs en or avaient diminué de 1,6 milliard⁶.

5. C'est ce qu'on appelle les rachats par ventes de monnaies. Un pays qui doit racheter sa monnaie à l'échéance prévue ou dès que sa situation s'améliore peut accepter que le Fonds cède sa monnaie dans un tirage effectué par d'autres pays.

6. Nous avons mis à jour nos calculs effectués en annexe au 30 avril 1985, pour mesurer l'incidence des seuls tirages nets à une date plus récente.

— *La création de monnaie du fait des tirages*

Qu'il utilise sa tranche de réserve ou qu'il tire au-delà, un pays obtient habituellement du Fonds la monnaie d'autres pays membres. Ses avoirs en devises vont donc augmenter, sous la forme d'un crédit de son compte ouvert auprès de la banque centrale du pays concerné : l'Argentine obtient des dollars auprès de la Banque Fédérale de Réserve de New York. Elle peut bien sûr les déposer à terme ou acheter des bons du Trésor US, mais c'est de la monnaie internationale qu'elle obtient du FMI et que les États-Unis ont créée pour que le Fonds puisse les prêter à l'Argentine.

Le pays tireur peut cependant préférer une autre monnaie que celle qu'il reçoit : il peut en demander la conversion au pays émetteur qui est tenu de racheter sa propre monnaie contre une monnaie librement utilisable. Dans ce cas, il n'y a plus création de monnaie, mais seulement transfert de devises entre le pays tiré et le pays tireur : si la Turquie reçoit des riyals saoudiens, l'Arabie Saoudite pourra être amenée à lui céder des dollars. En d'autres termes, il n'y a création monétaire et augmentation des avoirs en devises que dans la mesure où le Fonds cède dans les tirages des monnaies qui ne seront pas converties.

On peut admettre que les monnaies qui ne sont pas converties sont celles que les banques centrales conservent habituellement dans leurs réserves. Au 31 décembre 1986, les tirages nets en ces monnaies ont atteint 25 milliards de DTS⁷, dont

15,5	milliards	en dollars US
3,2	—	— deutsche marks
2,0	—	— yens
1,7	—	— livres
1,6	—	— francs français
0,9	—	— florins

La part du dollar est nettement plus importante. Cela tient à ce que :

- les monnaies cédées dans les tirages et acceptées dans les rachats doivent être convertibles : le dollar a été pratiquement, jusqu'en 1962, la seule monnaie susceptible d'être utilisée par le Fonds. Pendant les quatorze premières années, il a été cédé dans 87 % des tirages et 77 % des rachats.
- quand d'autres monnaies sont redevenues convertibles, le Fonds a décidé d'utiliser les monnaies des pays dont la position extérieure était solide, et de les céder, dans les tirages, en proportion de leurs réserves⁸. Du fait

7. F.M.I., *Statistiques Financières Internationales*, février 1987, pp. 32-33. Ces monnaies sont celles que le Fonds indique, dans son rapport annuel, comme constituant les avoirs en devises des banques centrales. Il est probable que le florin ou le franc français ont été parfois convertis par les pays qui les ont obtenus dans des tirages. Un calcul plus précis devrait tenir compte de ce que des pays ont prêté au Fonds des monnaies de réserve qui n'étaient pas la leur (à peu près l'équivalent de 2,5 milliards de DTS). Ils ont simplement prélevé sur leurs avoirs en devises qui, globalement, n'ont donc augmenté que d'à peu près 22,5 milliards.

8. C'est la procédure des budgets qui a été plusieurs fois modifiée. Les monnaies cédées dans les rachats le sont en proportion de la position de réserve du pays émetteur qui se trouve réduite dans la mesure où les avoirs du Fonds en leur monnaie augmentent.

du rôle international du dollar, la balance des paiements américaine n'a été longtemps déficitaire qu'en termes de liquidités. Et du fait de leurs avoirs en or, les États-Unis ont eu longtemps des réserves importantes.

- quand ses avoirs en monnaies utilisables se réduisent trop fortement, le Fonds peut contracter des emprunts auprès de certains pays membres. Il a emprunté aux États-Unis qui lui ont prêté leur monnaie. Il a emprunté à d'autres pays qui ont pu lui prêter leur monnaie... ou des dollars US.

Mais en définitive, en provoquant une augmentation des avoirs en dollars de 15,5 milliards de DTS, les tirages nets du Fonds n'ont eu qu'une faible incidence sur le rôle international de cette monnaie. Les banques centrales détiennent probablement à l'heure actuelle plus de 200 milliards de DTS en dollars. C'est au contraire, relativement, le rôle international des autres monnaies que le Fonds a le plus contribué à renforcer.

Notre analyse n'a pris en compte que les tirages et les rachats. Ce sont les opérations les plus importantes du Fonds. Mais il en est d'autres qui peuvent aussi avoir un impact sur les liquidités internationales. Il en est ainsi, par exemple :

- chaque fois qu'une monnaie est transférée à ou par un pays qui n'est pas l'émetteur de cette monnaie, en échange d'un autre avoir de réserve. C'est le cas :
 - lorsqu'un pays souscrit en devises une fraction des 25 % de sa quote-part ou de son augmentation : les positions de réserve de ce pays et de celui dont la monnaie est utilisée varient en sens inverse, les avoirs en devises du premier diminuent.
 - lorsqu'un pays achète ou vend de l'or au Fonds contre des devises : il y a substitution dans ses réserves et variation de la position de réserve du pays dont la monnaie est utilisée.
 - lorsqu'un pays cède des DTS au Fonds ou lorsqu'il en achète contre devises : il y a encore substitution dans ses réserves et variation de la position de réserve du pays dont la monnaie est utilisée.
- chaque fois qu'une monnaie est transférée à ou par un pays sans aucune contrepartie. C'est le cas des opérations « administratives » qui peuvent être réglées :
 - en monnaie nationale : lorsque le Fonds règle à des agents privés ses dépenses courantes en dollars, la position de réserve des États-Unis augmente.
 - en devises : lorsqu'un pays règle les commissions sur ses tirages ou perçoit la rémunération sur sa super-tranche de réserve, la position de réserve du pays dont la monnaie est utilisée diminue ou s'accroît.

Nous avons calculée l'incidence de toutes ces opérations en annexe. À la fin de l'exercice 1985 — au 30 avril — elles avaient entraîné une augmentation nette

des liquidités internationales de près de 52 milliards de DTS. Cet accroissement a été, pour l'essentiel, lié aux tirages et aux rachats. Il a fortement fluctué lorsque les pays industrialisés ont, tour à tour, tiré sur le Fonds. Il s'est accéléré depuis 1978, à mesure que le Fonds a accru son aide aux pays en voie de développement. Il s'est ralenti depuis quelques années et il va maintenant se stabiliser — voire légèrement se réduire : le Fonds n'aura de ressources supplémentaires que s'il contracte de nouveaux emprunts ou lorsque les quotes-parts seront à nouveau augmentées. Mais de toutes façons, les tirages se réduisent car bien des pays ont obtenu toute l'aide à laquelle ils pouvaient prétendre. Et les programmes d'ajustement, bien qu'ils ne soient pas devenus plus sévères, sont perçus comme tels. Déjà les rachats dépassent les tirages...⁹.

Ces contraintes, qui limitent désormais le rôle quantitatif du Fonds, sont évitées lorsque les pays utilisent leurs DTS. Avec ce nouvel instrument de réserve imaginé par le Fonds, et auquel on peut comparer l'Écu européen, c'est une nouvelle procédure de création de liquidités internationales qui a vu le jour.

Section 3 : LA CRÉATION DE LIQUIDITÉS INTERNATIONALES PAR L'UTILISATION DE MONNAIES NOUVELLES

1. *Les Droits de tirage spéciaux*

C'est le 1er janvier 1970 que des DTS ont été alloués pour la première fois aux pays membres qui acceptaient de les recevoir, proportionnellement à leur quote-part. Ils ont été alloués sans aucun versement correspondant : ils sont créés *ex nihilo*. Dès lors, le Fonds Monétaire n'est plus seulement le bureau de change ou la coopérative de crédit institué à Bretton Woods. Il devient une véritable banque internationale, capable de créer des liquidités du même nom. Il ne peut cependant le faire que sous une contrainte sévère : il ne peut décider d'allouer des DTS que pour un montant donné, correspondant à des besoins qu'il doit déterminer. Il en a créé 9 milliards une première fois en 1970-72, puis 12 milliards une seconde fois en 1979-81. Il n'en a pas créé dans l'intervalle, et il n'en a pas créé depuis. Le consensus qui permettrait d'atteindre la majorité requise de 85 % des voix des pays membres n'a guère de chances d'être trouvé dans un proche avenir.

Malgré cette limite, et malgré ce caractère novateur, les opérations du Département des DTS ne se distinguent pas vraiment des opérations traditionnelles du Fonds que nous venons d'examiner.

- *D'une part*, les pays ne peuvent pas utiliser leurs DTS au gré de leurs opérations commerciales pour financer des soldes de compensation. Comme les droits de tirage ordinaires, ils ne peuvent être utilisés qu'à un deuxième degré, par les pays qui ont à faire face à un déficit global de leur balance des paiements. Cette condition est seulement vérifiée après

9. Pendant l'année 1986, les pays ont tiré l'équivalent de 4,2 milliards de DTS et racheté 5,7 milliards !

coup, et les pays n'ont à prendre aucun engagement de politique économique — ils ne sont pas tenus d'adopter un quelconque programme d'ajustement. Les DTS sont seulement cédés par les pays en déficit aux pays en excédent, et le bilan du Département spécial n'a guère plus de signification que le bilan général du Fonds. À vrai dire, le Fonds ne publie que « l'état des allocations et des avoirs » : d'un côté, le total des allocations, de l'autre une ventilation, somme toute des plus sommaires, entre les DTS détenus par les pays qui en ont utilisés et les DTS détenus par les pays qui en ont reçus des précédents.

- *D'autre part*, ces DTS sont une forme de liquidité internationale. Le Fonds ne s'était pas prononcé sur leur nature juridique, il pouvait seulement procéder à des allocations « pour répondre à un besoin mondial à long terme de compléter les instruments de réserve existants ». Il n'était pas dit que ces DTS étaient des instruments de réserve. Mais ils vont être peu à peu reconnus comme tels : au moment de la deuxième vague d'allocation, ils seront alloués « pour remplacer l'augmentation des avoirs officiels en devises qui aurait lieu autrement ». Les pays eux-mêmes avaient toute latitude pour comptabiliser leurs DTS, ils n'étaient pas tenus de les inclure dans leurs réserves. Ils le font tous aujourd'hui. Mais si le DTS est accepté comme une forme de liquidité internationale, au même titre que la position de réserve, il n'est pas plus qu'elle une monnaie. Il ne peut pas être directement transféré en contrepartie d'une transaction commerciale ou en règlement d'une dette¹⁰.
- Dans ces conditions, les opérations en DTS se doublent, sauf exceptions, d'un transfert de monnaies. Les pays cèdent leurs DTS pour se procurer des devises qu'ils pourront utiliser directement. La question se pose alors de savoir quel pays va les accepter et fournir en contrepartie une devise en prélevant sur ses propres avoirs. Deux pays peuvent s'entendre et faire entre eux une transaction par accord. Mais dans le cas le plus général, du moins dans le cas considéré comme tel quand le système a été mis en place, c'est le Fonds qui intervient pour désigner ce pays partenaire et pour décider quel montant de DTS il sera tenu d'accepter — car ce sera pour lui une obligation. Le plan de désignation établi tous les trois mois comprend les pays dont la position est solide. Et le Fonds les désigne au coup par coup en fonction d'un principe qui tient compte à la fois du niveau de leurs réserves et des DTS qu'ils ont déjà reçus.

Le Fonds intervient aussi, depuis quelques années, sur une base informelle, pour faciliter les transactions par accord en jouant un rôle d'intermédiaire. Et il peut lui-même faire des opérations avec les pays membres : il peut céder des DTS

10. Puisque les DTS ne peuvent pas être détenus par des agents privés. Mais depuis 1978, les banques centrales et les « détenteurs agréés » peuvent utiliser des DTS dans un certain nombre d'opérations autorisées telles que le remboursement d'emprunts. Ces opérations se sont assez peu développées pour l'instant.

dans les tirages, en transférer contre devises à un pays qui en a besoin, en recevoir en paiement des commissions. Hormis ce dernier cas, et le cas plus général des opérations administratives, toutes ces transactions ont une contrepartie : les DTS sont échangés contre des monnaies, que ce soit la monnaie du pays qui fait la transaction avec le Fonds ou la monnaie d'un pays tiers.

Du fait de ce passage obligé par les monnaies nationales, l'utilisation des DTS va avoir un impact sur la création de monnaie internationale comme les allocations en ont sur l'accroissement des liquidités. Ce deuxième impact est facile à mesurer : les liquidités augmentent du montant des DTS alloués puisqu'ils sont créés sans contrepartie. Le premier impact est plus difficile à mesurer car il dépend, précisément, de la monnaie cédée en contrepartie¹¹.

Dans le cas des transactions avec désignation, le pays désigné peut fournir une monnaie librement utilisable, c'est-à-dire, à l'heure actuelle, des dollars, des deutsche marks, des livres sterling, des francs français et des yens. Ce sont toutes des monnaies de réserve. Par conséquent :

- si le pays désigné qui fournit cette monnaie est le pays émetteur, la monnaie fournie est véritablement créée.
- si le pays désigné qui fournit cette monnaie est un autre pays, la monnaie fournie est seulement transférée d'un pays à l'autre.

En réalité l'impact des transactions avec désignation doit tenir compte de ce que :

- les monnaies fournies par le pays émetteur, bien qu'elles soient actuellement des monnaies de réserve, ont été ensuite converties : il n'y a pas eu création.
- des deutsche marks fournis par un autre pays que l'Allemagne ont été ensuite convertis : il y a eu destruction.
- jusqu'en 1978, le franc belge, la lire et le florin ont pu être fournis. Ils n'ont pas toujours été convertis : il y a eu création.

Nous avons mesuré en annexe l'impact de ces transactions au 30 avril 1985. À cette date, 15,7 milliards de DTS avaient été utilisés de cette façon, mais l'accroissement des avoirs en devises n'a pas dépassé 2,5 milliards, dont près de 2,2 milliards, soit la quasi-totalité, ont concerné des dollars US. Cela tient à ce que la désignation a été peu concentrée : le Fonds a désigné un grand nombre de pays... qui ont pour la plupart et le plus souvent fourni des dollars US. C'est ainsi que le système des DTS, mis en place pour éviter l'accumulation de dollars, a en fait contribué, quoique modestement, à l'augmentation des avoirs officiels en cette monnaie.

D'autres transactions ou opérations en DTS ont également influencé le niveau

11. Pour une analyse plus détaillée, cf. notre ouvrage *Les opérations du Fonds Monétaire International*, Economica, 2ème édition, 1988.

des avoirs en devises ou la composition des réserves officielles. Les comptes du Fonds ne permettent pas une mesure précise. On indiquera simplement que :

- les États-Unis ont racheté leur monnaie en cédant des DTS jusqu'au 15 août 1971. Ils ont ensuite obtenu de la même façon des marks de l'Allemagne et des yens du Japon.
- les pays européens ont réglé en DTS une partie de leurs soldes d'intervention dans le cadre de l'ancien serpent.
- les pays qui avaient besoin de DTS ou voulaient « harmoniser leur position » s'en sont échangés contre leur monnaie nationale ou celle d'un autre pays¹².

2. Les Écus

Alors que le système des DTS avait pour but d'instituer une certaine régulation des liquidités internationales, le Système Monétaire Européen est à cet égard moins ambitieux. Les Écus sont en effet créés en contrepartie d'un transfert préalable d'or et de dollars ajusté automatiquement chaque trimestre pour tenir compte de la variation des avoirs des banques centrales. Ce transfert n'entraîne aucune augmentation des liquidités internationales, bien qu'il ait la forme de swaps renouvelés tous les trois mois et que les swaps entraînent habituellement un accroissement double de ces liquidités. La raison en est simple :

- les banques centrales ne transfèrent pas leur propre monnaie — ce qui augmenterait leurs engagements — mais une partie de leurs réserves — qui vont donc diminuer ;
- les banques centrales ne font pas ces transferts entre elles, mais avec le FECOM qui crée des Écus dans ses comptes : ses propres avoirs ne peuvent être ajoutés aux avoirs en Écus des banques centrales.

Par contre, ces transferts ont une incidence sur *la composition* des liquidités internationales, d'autant plus que le FMI ne comptabilise pas les Écus comme tels mais les inclut dans les avoirs en devises, bien qu'ils correspondent pour partie aux transferts d'or... évalués au cours du marché. Les avoirs en devises qui devraient se trouver diminués s'en trouvent augmentés. Et cet écart varie chaque trimestre, en fonction du cours de l'or à Londres pendant les six mois précédents¹³ !

12. Tous les pays ont également effectué des opérations avec le Fonds lui-même : ils ont réglé en DTS 25 % de l'augmentation de leur quote-part ou les commissions dues sur leurs tirages. Le Fonds leur a cédé des DTS en paiement de leur rémunération ou en remboursement de ses emprunts. Ces opérations ont été considérées à la section précédente.

13. Cette façon de procéder du FMI modifie le niveau des liquidités internationales lorsqu'elles ne comprennent pas l'or ou lorsqu'elles l'évaluent au cours officiel. Cf. annexe 2.

	Réserves initiales	Statistiques F.M.I.	Statistiques effectives
Devises	331	359	321
Écus	—	—	38
Or	305	277	277
PRF + DTS	55	55	55
Total	691	691	691

(au 31 décembre 1986, en milliards de DTS. Cf. annexe 2)

Le transfert préalable n'est pas la seule différence entre les Écus et les DTS. Il en est d'autres qui marquent bien l'originalité de la monnaie européenne.

- Les Écus ne sont pas utilisés pour faire face au déficit de la balance des paiements. Ils sont utilisés pour régler non pas directement les transactions commerciales, mais les soldes d'interventions des banques centrales sur les marchés des changes. Ils ne limitent pas l'usage des monnaies internationales, ils contribuent à limiter les variations de leurs cours. Leur utilisation est donc automatique : elle n'est soumise en tant que telle à aucune contrainte de politique économique.
 - Les Écus sont une véritable monnaie internationale. Certes, les Écus acquis par une banque centrale en règlement de sa créance sur ses partenaires sont rémunérés. Comme les Écus obtenus dans le cadre des swaps, ils ne sont pas parfaitement convertibles et les mesures décidées en ce sens au mois de juin 1985 n'ont pas sensiblement amélioré les choses. Mais entre les banques centrales, ils sont une monnaie de règlement, utilisables directement, sans conditions et sans limites.
 - De ce fait, les opérations en Écus ne font pas intervenir de monnaies nationales. Elles sont au contraire la résultante d'une substitution qui s'est opérée au préalable, sur les marchés, entre les monnaies qui ont été vendues et celles qui ont été achetées, dans la mesure où ces transactions auraient pu provoquer une variation des cours au-delà des marges fixées. L'utilisation des Écus n'a donc par elle-même aucune influence sur le volume des avoirs en devises.

C'est à un autre niveau que se situe l'impact sur les liquidités internationales. Supposons que le cours DM/FF atteigne la limite prévue.

- Si la Bundesbank achète des francs français à Francfort, ses avoirs en francs augmentent. Quarante-cinq jours après la fin du mois d'intervention, la Banque de France va racheter sa monnaie en transférant des Écus, pour 50 % de sa dette, et d'autres avoirs de réserve pour le solde. Il y aura diminution des avoirs en francs. Ceux-ci n'auront donc augmenté que pendant la durée du financement à très court terme.

- Si la Banque de France emprunte à la Bundesbank les deutsche marks dont elle a besoin pour intervenir à Paris, ses avoirs en devises n'augmentent pas, mais la Bundesbank détient une créance sur la Banque de France et voit de ce fait ses réserves augmenter... jusqu'à ce que la Banque de France rembourse sa dette. Les liquidités internationales n'auront augmenté que le temps du financement à très court terme.

Cette création de liquidités ne peut être mesurée, car on ne connaît pas le montant des règlements en Écus. De toute façon, les positions débitrices des banques centrales ne sont réglées que partiellement en Écus. Et les réserves des banques centrales n'augmentent que d'une façon très provisoire.

Le financement à court terme par lequel les banques centrales se prêtent mutuellement leurs monnaies entraîne une augmentation de leurs créances sur leurs partenaires. Cette fois l'Écu n'intervient pas dans l'opération, il est seulement l'unité de compte en laquelle les créances et les dettes réciproques sont libellées. Il en serait autrement si, comme cela est prévu dans la phase définitive, ce financement passait par le FECOM qui créerait des Écus en contrepartie d'un transfert de monnaies nationales, voire directement à l'occasion des crédits qu'il accorderait. Il deviendrait alors une véritable banque créatrice de liquidités.

Section 4 : LA CRÉATION DE LIQUIDITÉS INTERNATIONALES AU NIVEAU RÉGIONAL

Le projet de Keynes a été évincé à Bretton Woods, mais il a servi quelques années plus tard à réorganiser les transactions en Europe et à préparer le retour à la convertibilité des monnaies. Dans le cadre de l'Union Européenne des Paiements, les pays en déficit obtenaient automatiquement un crédit lié au solde de leurs opérations commerciales — les mouvements de capitaux étaient contrôlés et très limités à l'époque. Les pays excédentaires disposaient d'un compte créditeur, exprimé en unités UEP, qu'ils pouvaient utiliser en cas de solde déficitaire et dont l'accumulation était efficacement contenue dans certaines limites, notamment par l'obligation de régler en or un pourcentage croissant du solde débiteur. Les pays ont pu choisir d'effectuer toutes les transactions au coup par coup quand les marchés des changes ont été réouverts, mais en passant par l'Union ils évitaient tout recours aux monnaies nationales. Le compte créditeur en unités UEP était une monnaie internationale de règlement et de réserve¹⁴.

Cette expérience a malheureusement cessé en 1960, quand les monnaies européennes sont redevenues convertibles. D'autres pays ont organisé leurs relations monétaires au niveau régional, en s'inspirant parfois de la même expérience et en cherchant chaque fois à maîtriser l'expansion des liquidités.

14. Cette création de monnaie internationale a été de l'ordre de un à deux milliards d'unités chaque année. Le total des positions s'élevait à 5,7 milliards à la fin de l'exercice 1958. M. AGLIETTA, « De l'Union Européenne des Paiements à l'Écu », *Cahiers du CERNEA*, avril 1985, page 47.

1. La Zone rouble

C'est un système dont les modalités techniques s'inspirent de celles de l'UEP qui a été mis en place au sein du CAEM¹⁵. Les échanges de biens et services entre les pays membres sont réglés par un jeu d'écritures entre des comptes libellés en roubles transférables au bilan de la Banque Internationale pour la Coopération Économique à Moscou (BICE). Les pays évitent ainsi d'utiliser entre eux leur propre monnaie ou celle de l'un d'eux. Le compte créditeur en R.T. (rouble transférable) auprès de la BICE est une monnaie internationale de règlement. Mais il est d'abord une monnaie socialiste, il ne remplit ces fonctions que dans le cadre étroit d'une planification rigoureuse des échanges qui ne laisse à la monnaie qu'un rôle éminemment restreint : le compte de chaque pays en R.T. est en fait un solde entre des comptes bilatéraux qui ne peuvent être utilisés par un pays qu'avec l'un ou l'autre de ses partenaires, de façon à ce que les échanges soient en fin de compte équilibrés comme le plan l'a prévu. En définitive, ce compte ne représente que les retards de livraison ou le solde des opérations non commerciales qui ne peuvent être rigoureusement planifiées.

Le compte créditeur en R.T. est aussi une monnaie de réserve car il peut s'accumuler dans la mesure où la BICE accorde des « crédits de financement » d'une année, qui peuvent être prolongés jusqu'à trois ans. La Banque Internationale d'Investissement (BII) peut aussi de son côté accorder des crédits à moyen et long terme, jusqu'à quinze ans, en utilisant son propre compte auprès de la BICE¹⁶. Mais en accordant un crédit à un pays membre, elle lui permet d'importer sans exporter. Il faut donc qu'un autre pays ait accepté d'exporter sans rien recevoir en échange avant dix ou quinze ans. Et comme le commerce extérieur est planifié, il faut donc que cet accord soit partie intégrante du plan. Cette contrainte de nature réelle explique que ces crédits soient restés peu élevés et que la progression des liquidités internationales soit restée très limitée au sein du CAEM.

Tous ces crédits accordés par la BICE ou la BII vont engendrer dans leur bilan des positions débitrices et créditrices, c'est-à-dire pour les pays excédentaires des avoirs à terme en R.T., qui sont effectivement compris dans les réserves de la Hongrie, par exemple, qui est en même temps membre du FMI. Une mesure précise de cette création est cependant difficile. Aux crédits accordés par les deux banques internationales du CAEM qui atteignaient 5 à 6 milliards de R.T. en 1984, il faudrait ajouter le capital de ces deux institutions et les bénéfiques qu'elles ont mis en réserve : comme le R.T. est un pur jeu de comptes, les banques ont dû prêter à chaque pays membre le montant de sa souscription, et le bénéfice mis en réserve a pour contrepartie le débit du compte des pays qui ont

15. Cf. notre article « Le système international du rouble et les relations monétaires et financières Est-Ouest », *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, mars 1986, pp. 69-97.

16. Les crédits à long terme accordés à un pays par la BICE engendrent automatiquement des dépôts à long terme d'un autre pays. Les opérations sont matérialisées au bilan de la BICE où les comptes concernés sont tour à tour débités et crédités.

dû payer un intérêt. Les banques financent elles-mêmes leur capital et leurs réserves.

2. La Zone franc

La zone franc est aussi un système monétaire organisé au niveau régional. Il n'y a pas d'institution ni de monnaie nouvelle, mais le compte d'opérations permet une compensation automatique des règlements de l'ensemble des pays africains avec la France comme avec les autres pays étrangers. Si le Bénin exporte vers la France, les francs correspondants sont portés au crédit du compte de la BCEAO auprès du Trésor français. Si le Sénégal importe du Japon, la Banque de France cède des yens ou des dollars à la BCEAO dont elle débite en contrepartie le compte auprès du Trésor français. Le solde du compte d'opérations est débiteur quand la France a davantage cédé de francs ou de devises aux pays africains, il est créditeur quand elle a reçu davantage de francs ou de devises.

Ce compte créditeur qui représente des avoirs en francs détenus par la BCEAO est un engagement en sa monnaie de la France envers l'extérieur : il mesure l'usage du franc comme monnaie internationale au sein de la Zone. En fait, ni le montant ni même le sens de ce solde ne permettent de mesurer la création de monnaie internationale. Il faut en effet tenir compte de la contrepartie.

- Lorsque le compte d'opérations *est crédité*, ce peut être à la suite
 - d'une exportation des pays africains vers la France contre des francs cédés ensuite au Trésor : il y a création de monnaie internationale et augmentation des avoirs en francs de la BCEAO,
 - d'une exportation vers le reste du monde, réglée en francs cédés ensuite au Trésor : à l'augmentation des avoirs en francs de la BCEAO correspond une diminution des avoirs en francs du reste du monde,
 - d'une exportation vers le reste du monde, réglée en devises cédées ensuite au Trésor : les avoirs en devises de la France augmentent et ceux des pays importateurs diminuent, mais les avoirs en francs de la BCEAO augmentent : il y a création.
- Lorsque le compte d'opérations *est débité*, ce peut être à la suite
 - d'une importation de France des pays africains : il y a destruction de monnaie internationale puisque les avoirs en francs de la BCEAO diminuent,
 - d'une importation d'autres pays réglée en francs obtenus du Trésor : à la diminution des avoirs de la BCEAO correspond une augmentation des avoirs du reste du monde,
 - d'une importation d'autres pays réglée en devises obtenues du Trésor : les avoirs en devises de la France diminuent et ceux des pays étrangers augmentent, mais les avoirs en francs de la BCEAO diminuent : il y a destruction.

Il est impossible dans ces conditions de mesurer quelle a été la création de monnaie internationale au sein de la Zone franc. Il peut y avoir eu création alors que le solde du compte d'opérations est débiteur. La seule information significative est la création de monnaie internationale en francs français : elle correspond naturellement au solde créditeur du compte. Elle n'est limitée que par le solde excédentaire des balances des paiements africains. C'est en effet la diminution de ce solde et le risque qu'il change de sens qui crée des obligations pour les pays africains et pour leur banque centrale.

c) *Les chambres de compensation africaines*

Dès 1964, la Commission Économique pour l'Afrique a étudié la possibilité de mettre en place un système de compensation au sein d'une union de paiements entre pays africains. À la suite d'un rapport présenté par Robert Triffin, une première chambre de compensation a été instituée en Afrique de l'Ouest, une autre plus tard en Afrique Centrale. Elles constituent une variante simplifiée de l'Union Européenne des Paiements, car elles tendent à faciliter les règlements entre les pays membres en organisant la compensation des transactions qui ne font pas l'objet d'un règlement direct individualisé.

Les modalités sont toutefois très différentes. La chambre de compensation débite et crédite au jour le jour le compte des banques centrales des pays exportateurs et importateurs du montant de chaque transaction converti en unités de compte. À la fin de chaque semaine la chambre arrête la position nette de chaque banque centrale à l'égard de toutes les autres et la leur communique. Normalement le règlement des soldes en fin de mois doit être effectué au plus tard le 15 du mois suivant. En Afrique de l'Ouest, ce règlement peut intervenir en dollars, en livres sterling, en francs français, en francs suisses ou en deutsche marks. Toutefois, si une banque voit son solde débiteur dépasser 25 % de la valeur totale de ses opérations compensées l'année précédente, elle doit régler ce dépassement aussitôt aux banques créditrices, en proportion de leur position nette. De même, si une banque voit son solde créditeur dépasser 50 % de la valeur totale de ses opérations compensées l'année précédente, les banques débitrices doivent lui régler ce dépassement aussitôt, en proportion de leur position nette. Des taux d'intérêt sont prévus au cas où les règlements interviendraient avec retard.

Cette procédure permet une *compensation comptable* des transactions converties en unités de compte de l'Afrique de l'Ouest ou de l'Afrique Centrale — qui correspondent chacune à un DTS. Elle permet de faire apparaître, au jour le jour, les soldes qui seront à régler à un moment donné. Elle permet de réduire le montant de ces règlements mais non pas de les éviter. Les comptes débiteurs et créditeurs auprès de la chambre ne sont pas le résultat des règlements effectués. Ils ne sont pas des positions monétaires entre la chambre et les banques centrales de chaque pays membre : elles n'apparaissent d'ailleurs pas au bilan de cet organisme. Les positions créditrices ne sont pas de la monnaie et la procédure

examinée ne permet pas le *règlement monétaire* des transactions entre les pays membres¹⁷.

Il n'y a donc aucune création de monnaie ou de liquidités internationales. Il n'en serait autrement que si les positions n'étaient pas réglées en totalité chaque mois. Ces possibilités de crédit étaient envisagées dans le rapport Triffin. Elles le sont dans le projet de Fonds Monétaire Africain qui pourrait également faciliter le règlement des soldes entre les chambres de compensation africaines¹⁸.

d) *Le Fonds Monétaire Arabe*

Le Fonds Monétaire Africain n'est encore qu'un projet, mais le Fonds Monétaire Arabe a commencé son activité au début de 1977. Il est proche du F.M.I. dans sa structure, mais il est beaucoup plus ambitieux dans ses objectifs et moins original dans ses opérations qui sont restées jusqu'ici assez réduites. Bien qu'il permette aux pays membres dont la balance des paiements est en déséquilibre de se financer les uns les autres, il n'a pratiquement pas d'impact sur les liquidités internationales.

- 98 % des quote-parts sont versées en devises. La plupart des pays ne comptabilisent pas dans leurs réserves cette créance sur le F.M.A. qui n'a pas un statut juridique original bien défini. Elle n'est pas retenue non plus dans les liquidités internationales mesurées par le FMI qui ont donc diminué.
- Ces devises sont utilisées pour accorder des crédits aux pays membres dont la balance des paiements est en déficit. Ces crédits sont limités à un certain pourcentage de la quote-part qui a été abaissé en 1983 pour que davantage de pays puissent en bénéficier. Quels que soient ces pourcentages, le maximum des crédits et l'augmentation des liquidités qui en résulte est plafonné aux 98 % des quote-parts versées en devises.
- 2 % des quote-parts sont versées en monnaies nationales. Elles sont utilisées pour accorder des crédits qui permettent de financer le commerce intra-africain : ils entraînent une augmentation des avoirs en devises des pays bénéficiaires... jusqu'à ce qu'ils aient utilisé la monnaie de leurs partenaires pour régler leur déficit.

Au 31 décembre 1985, les quotes-parts effectivement versées s'élevaient à 295 millions de dinars arabes, équivalent chacun à trois DTS. Les crédits accordés en devises s'élevaient à 182 millions de dinars. Les crédits en monnaies locales étaient négligeables. Les opérations du F.M.A. ne pourront vraiment se développer que si l'institution utilise des ressources empruntées sur les marchés ou si

17. Cf. notre article « Zone monétaire et convertibilité : l'expérience africaine », *Économies et Sociétés, Cahiers de l'ISMEA*, n° 30, 1986, pp. 135-167.

18. Cf. A.B. TAYLOR, « Rôle possible d'un Fonds Monétaire Africain », Centre Africain d'Études Monétaires, Dakar, août 1982 et A. OMRANA, « Une autre rigueur financière pour des économies appauvries », *Le Monde Diplomatique*, août 1986.

un meilleur équilibre s'établit au sein des pays membres entre les pays déficitaires et les pays excédentaires.

Le Fonds Monétaire Africain, actuellement à l'étude, devrait être proche du Fonds Monétaire Arabe dans sa structure, ses objectifs et la technique de ses opérations.

CONCLUSION

La création institutionnelle de liquidités internationales peut prendre des formes très variées que nous avons pu exposer plus facilement à partir des mécanismes de la création privée. Elle peut en effet :

- être une création de monnaie qui reste monnaie de règlement, être une création de monnaie qui devient avoir de réserve ou être une création directe de liquidités ;
- être une création *ex nihilo* effectuée sans contrepartie ou simplement une substitution entre plusieurs sortes d'avoirs de réserve quand l'opération a une contrepartie ;
- être branchée sur le règlement d'opérations commerciales entre des agents économiques, sur le règlement de soldes d'interventions entre des banques centrales ou sur le financement des déficits de balances des paiements.

Quelques-unes des expériences que nous avons analysées peuvent évoluer.

- Le Fonds Monétaire International pourrait devenir une banque créatrice de liquidités si sa double activité consistant à accorder des crédits et à allouer des DTS se trouvait unifiée. Les DTS seraient créés à mesure des besoins des pays membres déficitaires¹⁹.
- Le Système Monétaire Européen devrait un jour ou l'autre sortir de la phase provisoire. Le FECOM deviendrait une banque créatrice de monnaie dans la mesure où les Écus seraient créés en contrepartie de monnaies nationales, voir directement de crédits accordés aux pays membres déficitaires²⁰.

Les Fonds Monétaires régionaux pourraient aussi étendre leur activité, à condition qu'un certain équilibre s'établisse au sein des pays membres entre les pays déficitaires et les pays excédentaires. Mais tant que les uns et les autres verseront leur quote-part en devises et s'accorderont des crédits de la même façon, aucun mécanisme créateur de liquidités internationales ne pourra se développer.

19. C'est le projet POLAK bien connu. *Réflexions à propos d'un Fonds Monétaire International utilisant exclusivement le DTS*, FMI, brochure n° 28F, 1979.

20. Une telle réforme pourrait être associée au développement de l'Écu privé. Cf. R. TRIFFIN, « Une banque monétaire européenne avec des fonctions de banque centrale », *Eurépargne*, juillet 1986, pp. 7-11.

Les progrès vers une amélioration du système monétaire international passent par une importance plus grande attribuée aux liquidités institutionnelles : leur accumulation peut être plus facilement maîtrisée puisqu'elle dépend des crédits que les pays membres peuvent s'accorder par l'intermédiaire de l'institution. Mais la fonction de circulation est tout aussi importante. Elle repose sur la compensation qui est un mécanisme essentiellement technique : son fonctionnement peut être plus facilement amélioré en même temps qu'étendu. C'est sans doute en cherchant les progrès dans cette voie, trop souvent négligée, que l'on pourra le plus rapidement remettre un peu d'ordre dans les relations monétaires internationales et rétablir un système véritablement organisé.

ANNEXE 1 :

IMPACT DES OPÉRATIONS DU F.M.I. SUR LES LIQUIDITÉS INTERNATIONALES AU 30 AVRIL 1985

	Or	DTS	PRF	Devises	Total
Souscription	-6 596	-11 870	18 466	- 1 117	- 1 117
Tirages en DTS	—	16 779	-16 779	—	—
en devises	—	—	—	76 143	76 143
dont au-delà de la tranche de réserve (nets)	—	—	34 973	—	34 973
dont en monnaies converties	—	—	—	-22 808	-22 808
Rachats en or	-1 578	—	1 578	—	—
en DTS	—	- 7 458	7 458	—	—
en devises	—	—	—	-34 530	-34 530
dont en monnaies converties	—	—	—	7 060	7 060
Utilisation nette de monnaies empruntées	—	—	—	- 2 476	- 2 476
Emprunt net à court terme	—	—	- 1 364	—	- 1 364
Transfert d'or	4 038	—	- 4 861	1 178	355
Transfert de DTS	—	5 200	- 5 200	- 3 703	- 3 703
Opérations administratives	- 307	- 7 299	6 860	—	- 746
Allocations de DTS	—	21 433	—	—	21 433
Transactions avec désignation	—	—	—	2 494	2 494
	-4 443	16 785	41 131	22 241	75 714

CRITIQUES ET EXPERTISES

285

SOURCES: M. LELART, *Les opérations du Fonds Monétaire International*, Economica, 2ème édition 1988.

ANNEXE 2 :
LES AVOIRS EN ÉCUS ET LES LIQUIDITÉS INTERNATIONALES AU 31 DÉCEMBRE 1985

	Statistiques F.M.I.	Annulation correction F.M.I.	Statistiques initiales	Transfert FECOM	Statistiques rectifiées
Devises	359 118	-27 739	331 379	-10 266	321 113
P.R.F.	35 339	—	35 339	—	35 339
D.T.S.	19 501	—	19 501	—	19 501
Écus	—	—	—	+38 005	38 005
Total sans or	413 958	-27 739	386 219	+27 339	413 958
Or officiel	33 134	+ 3 029	36 163		36 163
Total	447 092	-24 710	422 382		450 121
Or au prix du marché	276 742	+27 739	304 481	-27 739	276 742
Total	690 700	—	690 700	—	690 700

SOURCES : F.M.I., *Statistiques Financières Internationales*, mars 1987, pp. 38-49.

— Les Dix ont transféré au FECOM 86,54 millions d'onces, soit 3 039 millions de DTS au cours officiel. Le prix du marché retenu pour ajuster la valeur de l'or au début octobre 1986 était de 11 776 Écus le kilo, soit 366,30 Écus l'once ou 320,54 DTS. À ce cours, l'or transféré au FECOM représente 27 739 millions de DTS.

— Pour évaluer les dollars transférés, nous avons retranché des avoirs en devises des dix banques centrales (106 705 millions de DTS) la valeur de l'or au cours du marché. Nous avons supposé que ces avoirs (78 966 millions) comprenaient des dollars à concurrence de 65 % (FMI, *Rapport annuel* 1986, page 66). Et nous avons pris 20 % de ces avoirs en dollars ainsi calculés (51 328 millions, soit 10 266 millions de DTS).