



HAL
open science

Les questions posées par la réallocation des DTS

Bruno Cabrillac

► **To cite this version:**

Bruno Cabrillac. Les questions posées par la réallocation des DTS. FERDI Notes brèves / Policy briefs, 2021. hal-03312053v1

HAL Id: hal-03312053

<https://hal.science/hal-03312053v1>

Submitted on 23 Aug 2021 (v1), last revised 14 Dec 2021 (v2)


HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

Les questions posées par la réallocation des DTS

 BRUNO CABRILLAC, Directeur général adjoint des Études et des relations internationales de la Banque de France.

La décision de procéder à une allocation de DTS à hauteur de 455 milliards (soit environ 650 milliards d'USD), prise par le G20 et qui devrait être validée par le Conseil d'administration du FMI avant la fin de l'été, entraîne une multiplication par plus de 3 du stock de DTS publics. Jusqu'à maintenant une très grande partie de ces DTS reste immobilisée dans les bilans des banques centrales des grandes économies. La nouvelle dimension que prend cet instrument a initié une réflexion sur le moyen de rendre plus efficace cette injection de liquidité internationale en la redirigeant vers les pays qui en ont besoin. Cette réflexion s'inscrit également dans un contexte où les finances publiques des principaux pays donateurs d'aide publique au développement sont sous pression du fait des conséquences de la crise sanitaire.

La nature des DTS et leur condition d'utilisation imposent des contraintes fortes à cette réallocation. L'utilisation de canaux multilatéraux permet à la fois de lever cette contrainte et de résoudre une partie des problèmes de coordination que soulèveraient des réallocations bilatérales. Le canal du FMI, à travers le Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance des pays à faible revenu (FRPC) qui a déjà été expérimenté pour des réallocations de DTS est une solution à portée de mains. Elle a l'avantage de centrer cette réallocation sur les pays à faible revenu, mais l'inconvénient de ne pas prendre en compte les besoins et la vulnérabilité des pays, car les financements restent alloués en fonction des quotes-parts, même si les limites d'accès ont été sensiblement relevées. La réallocation des DTS à travers ce canal peut augmenter considérablement la capacité de financement du FMI pour les PFR. Ce pourrait être l'occasion de lancer une nouvelle réflexion sur l'assistance du FMI aux pays pauvres et fragiles, non plus en assouplissant le cadre existant, mais en le réformant complètement tout en ne modifiant pas les « Articles of Agreement » du FMI, l'institution assumant un rôle central en matière de résilience globale des pays pauvres.

► À quoi sert une allocation de DTS ?

L'objectif d'une allocation de DTS est de renforcer les réserves de change des pays vulnérables à une crise de balance des paiements dont l'origine serait globale¹. L'opportunité et la taille de l'allocation globale de DTS sont donc déterminées par le besoin résiduel de devises des pays vulnérables, en cas de choc de global. Les pays vulnérables peuvent être des pays en développement aussi bien que des pays avancés, mais

1. AoA (Art. XVIII, Section 1(a)): "In all its decisions with respect to the allocation and cancellation of special drawing rights the Fund shall seek to meet the long-term global need, as and when it arises, to supplement existing reserve assets in such manner as will promote the attainment of its purposes and will avoid economic stagnation and deflation as well as excess demand and inflation in the world."

les pays émetteurs de devises internationales ne sont logiquement pas concernés. Ce sont sur ces bases que l'allocation de 2009 (183 milliards de DTS, dont 21,5 d'allocation spéciale) et celle de 2021 (455 milliards de DTS) ont été calibrés. Les besoins sont ainsi estimés par le FMI entre 800 et 1400 milliards de DTS et l'allocation en couvrirait ainsi entre 30% et 60%.

► Comment sont alloués les DTS ?

Les DTS sont alloués en fonction des contributions des pays membres au FMI, les quotes-parts, dans la logique même du fonctionnement du FMI qui veut que les droits au financement soient proportionnés aux contributions. La nouvelle allocation de DTS correspond ainsi à 95% de la quote-part de chaque pays. Ces contributions sont largement déterminées par une formule qui tient compte de l'importance des économies (PIB), de leur ouverture, du niveau des réserves et de la volatilité des flux de capitaux. Ils ne tiennent donc que peu (à travers la volatilité des flux de capitaux) compte des besoins additionnels de réserve. Les pays émetteurs de monnaie internationale en reçoivent ainsi plus de 60%, les pays émetteurs des 5 monnaies du panier du DTS, plus de 50% et le G7 plus de 40%.

► Pourquoi réallouer une partie des DTS ?

Il y a une contradiction entre l'objectif d'une allocation de DTS (fournir des actifs de réserve aux pays qui en ont besoin) et sa règle de répartition (qui est n'est pas déterminée par les besoins).

Cette contradiction a deux conséquences :

- La nouvelle allocation de DTS a pu être surdimensionnée, en considérant qu'une part importante resterait inutilisée et qu'on cherchait essentiellement à satisfaire les besoins à travers une allocation directe ; c'est l'opinion de certains des pays membres du FMI qui considèrent déjà comme suffisant, voire excessif le niveau des

liquidités internationales ;

- Le transfert de DTS vers les pays qui en ont besoin, qui a déjà été expérimenté après l'allocation de 2009 est envisagé à une plus grande échelle pour l'allocation de 2021, de manière à maximiser l'effet de cette allocation : c'est l'opinion exprimée par les chefs d'Etat et de Gouvernement du G7 de juin 2021².

► De quel montant parle-t-on ?

La totalité du stock de DTS à l'exception d'une dizaine de milliards de DTS déjà prêtés au PRGT (Poverty Reduction and Growth Trust fund) ou dans de rares opérations bilatérales, soit environ 650 milliards, est potentiellement concernée. Toutefois, les pays vulnérables à des chocs de balance des paiements (pays à faible revenu et pays à revenu intermédiaire fragiles) détiennent environ un tiers des DTS, donc l'encours concerné est au plus de 430 milliards de DTS. On notera qu'à ce stade, les pays du G7 se sont engagés sur un chiffre de 100 milliards d'USD³ dont il n'est pas tout à fait clair qu'il ne concerne que le G7 et que la réallocation, soit 70 milliards de DTS sur un potentiel de 260 et les États-Unis se sont engagées sur une réallocation de 22 milliards sur un potentiel de 115.

Ce montant doit être mis en regard : des flux d'APD (140 milliards de DTS pour les pays du CAD dont 40 milliards de DTS pour les contextes fragiles), des montant globaux de réserves de change (environ 10 000 milliards de DTS), des flux bruts de capitaux vers les pays émergents et en développement dont il ne représente qu'une faible fraction. De ces comparaisons, on peut tirer trois enseignements : i) la réallocation de DTS peut changer la donne si elle est ciblée sur les PFR (pays à faible revenu) ou a fortiori sur les

contextes fragiles, bien qu'elle puisse dépasser leur capacité d'absorption; ii) l'élargissement du champ de la réallocation aux PRI (pays à revenu intermédiaires) vulnérables réduit naturellement sa portée relative ; iii) l'extension à l'ensemble des PRI (hors Chine) la transformerait en ressource d'appoint.

► Nature du DTS et condition d'utilisation

Le DTS est à la fois un titre de créance et un titre de dette inscrit dans les livres du FMI (mais ni un titre de dette, ni un titre de créances **sur** le FMI), portant un taux d'intérêt identique déterminé réglementairement sur la base des taux de marché de court terme des 5 monnaies qui composent le panier du DTS. Cette caractéristique limite en pratique l'usage de la réallocation des DTS à des opérations de prêts. En effet, l'utilisation de DTS pour financer des dons ne présente pas d'avantages déterminants en termes financiers pour les États donateurs, dans la mesure où beaucoup d'entre eux se financent à des taux inférieurs à ceux du DTS. Le financement d'un don en DTS entraînerait en outre un risque de taux et de change, voire un risque de liquidité en cas d'annulation de l'allocation de DTS.

Le DTS est aussi un titre de paiements qui s'échange entre un petit nombre de détenteurs autorisés (« *prescribed holders* ») : États membres du FMI participant au DTS et institutions financières internationales (15 détenteurs autorisés en plus des États membres). Au-delà de ce cercle, les DTS doivent être convertis auprès des détenteurs autorisés. Le DTS est en effet un titre de créances sur les monnaies reconnues comme « librement utilisables » des États membres du FMI (qui vont au-delà des 5 monnaies qui composent le panier). Beaucoup de détenteurs autorisés ont signé des accords volontaires d'échanges (AVE) qui permettent de garantir cette conversion, mais les plafonds de ces AVE doivent être redimensionnés. Accessoirement, une conséquence de

2. <https://www.g7uk.org/wp-content/uploads/2021/06/Carbis-Bay-G7-Summit-Communique-PDF-430KB-25-pages-3-1.pdf>

3. We are resolved to deepen our current partnership to a new deal with Africa, including by magnifying support from the International Monetary Fund for countries most in need to support our aim to reach a total global ambition of \$100 billion.

la réallocation des DTS sera une position nette positive et croissante en DTS des pays qui vont racheter une partie des DTS ainsi réalloués.

Le DTS est également conçu pour être un actif de réserve, totalement fongible avec autres réserves de change. La notion d'actifs de réserves est définie par le FMI dans son 6e manuel de balance des paiements et implique que la créance libellée en DTS comporte un risque de crédit et de liquidité limité. Beaucoup de pays qui souhaiteraient prêter leurs DTS ne le feront que s'ils sont sûrs que ces DTS pourront garder le statut d'actifs de réserve, soit parce que ces DTS sont logés dans le bilan de leur banque centrale et que la perte de ce statut pourrait entraîner un financement monétaire direct des États⁴, soit que des dispositions légales internes les y obligent.

► Mise en place de canaux pour la réallocation des DTS

La décision d'utilisation des DTS est une décision souveraine et volontaire du détenteur. Toutefois, la mise en place de canaux multilatéraux pour redistribuer les DTS présente deux avantages : d'une part, elle permet d'assurer une certaine coordination multilatérale de l'usage d'instruments de financement qui présentent des caractéristiques propres, d'autre part elle peut garantir le maintien du statut d'actifs de réserve de ces DTS.

Le premier canal, le plus évident, est celui du FMI lui-même. Depuis 2010, plusieurs pays, dont la France, ont volontairement prêté des DTS au *Trust Fund* FRPC qui finance les facilités accordées aux PFR. Les créances à ce titre ont pu garder leur statut d'actif de réserves grâce d'une part à des dispositions prudentielles qui obligent le *Trust Fund* à conserver un niveau minimum de liquidités et d'autre part au statut de créancier privilégié

du FMI. Le FMI envisage de créer de nouveaux *Trust Funds* qui présentent des caractéristiques similaires, avec une couverture géographique plus large (incluant les PRI) et ou des utilisations particulières (santé, climat). L'utilisation du canal du FMI présente deux autres avantages : d'une part, l'usage du DTS reste dans la logique qui a prévalu à sa création, c'est-à-dire la prévention et le traitement des crises de balance des paiements ; d'autre part, les circuits de conversion des DTS resteraient ceux, bien balisés du FMI.

Le deuxième canal possible est celui d'autres « *prescribed holders* » multilatéraux pertinents, c'est-à-dire des banques multilatérales de développement. Il faut encore explorer les dispositions qui permettraient à ce canal de conserver une grande partie des avantages du canal du FMI. Mais, en tout état de cause, la logique de ces financements sera différente et correspondra naturellement à l'objet social des banques multilatérales de développement (développement soutenable, ODD). Une autre question est celle du coût de la ressource, plus élevé pour le DTS que celui que peuvent actuellement obtenir la Banque mondiale, voire certaines banques régionales et entraînant un risque de taux puisque le DTS est à taux variable.

Enfin, un troisième canal est celui de fonds ad hoc multilatéraux ; le champ des possibles est très vaste, mais les contraintes liées à la nature du DTS sont fortes et on est encore aujourd'hui dans une phase exploratoire sur ce canal.

► À qui réallouer des DTS ?

Un premier sujet est celui de la couverture géographique de la réallocation. Le premier cercle est naturellement celui des PFR. Compte tenu des montants en jeu, la réallocation des DTS pourrait cependant saturer rapidement la capacité d'absorption des PFR, dans la mesure où il s'agit de ressources d'emprunts à des taux de marché. Bien sûr, des mécanismes de subven-

4. La perte du statut d'actif de réserves impliquerait qu'il y aurait à l'actif de la banque centrale des créances liées à la politique d'aide publique de l'État.

tion pourraient réduire les taux d'intérêt, mais le financement de ces subventions peut constituer une première contrainte, comme on le voit pour le FRPC où l'abondement du Fonds de subvention bride l'augmentation de la capacité de financement. En outre, une part importante des PFR est déjà en situation d'endettement critique, avec une part importante de la dette due à des créanciers privilégiés, ce qui limite les possibilités d'endettement additionnels. Dans ces conditions, les PFR peuvent absorber au plus 15% du potentiel de réallocation. La proposition du FMI de créer un autre véhicule pour la réallocation des DTS dont le champ géographique s'étendrait aux PRI vulnérable s'inscrit dans ce contexte.

Le calibrage de la réallocation pour chaque pays est une autre question clé. Les canaux utilisés impliquent un type de réallocation largement basé sur la taille de l'économie (pour le FMI) ou sur la performance (pour les banques multilatérales de développement), plus que sur la vulnérabilité intrinsèque ou liée à des défis particuliers (changements climatiques, pandémie...). La problématique de la réallocation des DTS doit conduire à s'interroger sur la pertinence de ces modes d'allocation qui manquent de flexibilité pour mieux répondre à une logique de besoins.

► Des DTS pourquoi faire ?

Une première option est d'affecter ces DTS à des appuis budgétaires globaux. C'est l'option naturelle si la réallocation des DTS se fait à travers le canal du FMI et une des options possibles par le canal des banques multilatérales de développement (BMDs) qui versent également des appuis budgétaires globaux. Le canal des BMDs ouvre aussi la possibilité du concours à des appuis ciblés : aide programme, aide projet, etc. qui entrent dans leur savoir-faire. Une troisième option, dans le cadre de fonds ad hoc spécialisés est une utilisation ciblée transversale (santé, climat...) éventuellement attaché à la gestion d'un bien public mondial (un bon amorçage du finan-

cement de tels fonds ?). Enfin, une quatrième option également compatible avec des fonds spécialisés, serait d'affecter ces financements à des mécanismes de levier de financements privés (par exemple pour faciliter l'accès de pays frontalières aux marchés internationaux). Ces options peuvent, dans une certaine mesure se combiner, au risque cependant d'affaiblir l'impact de la réallocation des DTS et de réduire leur additionnalité.

Une deuxième question est celle de la maturité des financements réalisés à travers cette réallocation. Dans un contexte de courbe des taux relativement plate, l'intérêt relatif d'utiliser des DTS est plus grande pour des maturités très élevées qui peuvent, pour certains ne pas être compatibles avec la nature quasi monétaire des DTS.

Enfin se pose la question de la conditionnalité. Les DTS sont par nature alloués de manière inconditionnelle. La réallocation est *a priori* conditionnelle, pour limiter l'aléa moral, assurer la soutenabilité de la dette externe et éviter l'arbitrage avec d'autres financements conditionnels. Dans le cas de l'utilisation du canal du FMI (et dans une moindre mesure de celui des BMDs), la conditionnalité est celle des programmes/stratégies de développement auxquels la réallocation est adossée.



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.



Contact

www.ferdi.fr

contact@ferdi.fr

+33 (0)4 73 17 75 30

n° ISSN : 2275-5055

