



## Droits de tirage spéciaux émis par le FMI et enjeux de leur recyclage vers les pays les plus vulnérables

Le sommet pour un nouveau pacte financier mondial des 22 et 23 juin 2023 a élaboré une feuille de route pour les prochains sommets internationaux, qui vise à renforcer la solidarité financière internationale au bénéfice des pays du Sud les plus pauvres et les plus vulnérables. Les discussions ont notamment porté sur les droits de tirage spéciaux (DTS), l'actif de réserve international émis par le Fonds monétaire international (FMI). Dans leur définition actuelle, les DTS sont alloués en fonction des quotes-parts des pays, ce qui coïncide avec l'actionnariat du Fonds, mais pas nécessairement avec les besoins des États. Les discussions internationales ont par conséquent établi des options de recyclage de DTS vers les pays qui en ont le plus besoin, et d'autres propositions sont discutées : nouveau canal de recyclage, allocations générales régulières ou ciblées de DTS à ces pays.

**Bruno CABRILLAC**  
Direction générale des Statistiques, des Études et de l'International

Codes JEL  
F33, F34,  
H87, Q54

**Fabio GRIECO**  
Direction des Politiques européennes et multilatérales

**650** milliards de dollars

le montant de la dernière allocation générale de droits de tirage spéciaux (DTS) du Fonds monétaire international (FMI, août 2021)

**20%**

la part des DTS alloués (en août 2021) à des pays qui ont un besoin de réserves

**100** milliards de dollars

la cible (fixée par le G20, et atteinte) de recyclage des DTS vers les pays les plus vulnérables

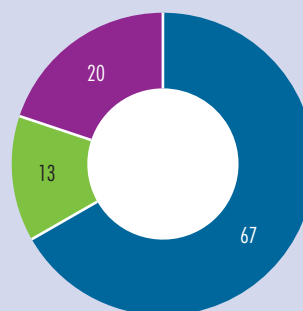
**40%**

la cible française de recyclage des DTS reçus au moment de l'allocation, soit environ 8 milliards de DTS (10,6 milliards de dollars) au profit des pays les plus vulnérables

### Répartition des droits de tirage spéciaux (DTS) émis lors de la dernière allocation générale du FMI en août 2021

(en %)

- Pays émetteurs de monnaie de réserve (32 pays, dont G7 et zone euro)
- Pays (22) avec fort niveau de réserves
- Pays (136) ayant besoin de DTS



Sources : FMI, Arslanalp *et al.* (2022), et calculs Banque de France.



### 1 La création des DTS répond au besoin de compléter les réserves officielles des États membres du FMI

#### Les allocations générales du FMI : un pouvoir de quasi-crédation « monétaire » sans conditionnalité

Depuis la modification de ses statuts en 1969, le Fonds monétaire international (FMI) émet un actif de réserve de change international, le droit de tirage spécial (DTS), pour répondre aux besoins de liquidité et compléter les réserves officielles des États membres confrontés à des crises de balance des paiements. Le DTS n'est pas une monnaie, mais un actif que les détenteurs peuvent échanger contre des devises en cas de besoin. L'allocation de DTS crée une dette des États membres envers le FMI.

Le FMI peut ainsi décider d'allouer de nouveaux DTS aux États membres. Des quatre allocations générales intervenues depuis sa création, la dernière en date (août 2021) affiche le montant le plus élevé historiquement : 456 milliards de DTS, équivalant à 650 milliards de dollars<sup>1</sup>. Les précédentes allocations s'élevaient à 9,3 milliards de DTS en 1969, 12,1 en 1979 et 161,2 en 2009. Les allocations générales de DTS présentent plusieurs avantages pour les États membres :

- Les allocations ne sont assorties d'aucune conditionnalité ex ante ou ex post pour les États. Cette caractéristique constitue une différence majeure avec les programmes d'assistance financière du FMI, qui ont pour contrepartie de fortes conditionnalités ex post (réalisation de programmes d'ajustement structurel économique et financier) ou a minima des critères de qualification ex ante (soutenabilité de la dette extérieure et capacité de remboursement au FMI) ;
- Les DTS alloués n'engendrent aucun coût pour les États membres s'ils ne sont pas convertis, et les coûts demeurent modérés en cas d'utilisation (cf. encadré 1 *infra*) ;

- Enfin, l'utilisation des DTS alloués est à la discrétion des États :
  - Un État peut conserver les DTS reçus en tant que réserve additionnelle, ce qui permet d'améliorer l'accès au marché (par exemple en réduisant les coûts d'emprunt) et d'alléger les contraintes de financement extérieur. Ainsi, en pratique, la banque centrale peut couramment conserver les DTS en opérant en contrepartie un prêt à l'État en monnaie locale ;
  - Un État peut également affecter les DTS alloués au remboursement de ses éventuelles dettes envers le FMI ;
  - Un État peut également échanger des DTS contre des devises librement utilisables (dollar américain, euro, livre sterling, yen, yuan) afin d'ajuster la composition de ses réserves internationales, rembourser d'autres dettes extérieures que celles liées au FMI, ou encore financer des dépenses budgétaires supplémentaires.

À titre d'exemple, dans un rapport d'évaluation ex post de l'allocation de 2021, paru fin août 2023, le FMI s'appuie sur les données issues du *SDR-Tracker*<sup>2</sup>, qui suit 142 des 190 États membres, pour déterminer les modalités d'utilisation des DTS alloués. Il constate ainsi que l'utilisation la plus courante de l'allocation a été la constitution de réserves, au moins en partie, pour 115 pays. Si le soutien budgétaire est la deuxième utilisation la plus courante de l'allocation (46 pays), le rapport relève que seuls 5% des DTS de l'allocation ont été échangés contre des devises librement utilisables (dollar US, euro, livre sterling, yen, yuan).

L'allocation générale de DTS correspond ainsi à un pouvoir de quasi-crédation « monétaire ». Il convient donc de distinguer dans l'action du FMI les allocations générales de DTS (partant de ce pouvoir d'émission) et les programmes d'assistance financière (grâce aux ressources issues des contributions des États membres). Dans le premier cas,

1 Au taux de change 1 USD = 0,706 SDR (29 octobre 2021). SDR pour *special drawing rights*, ou DTS en français.

2 <https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right/SDR-Tracker>



l'allocation équivaut à une création monétaire de type banque centrale (base monétaire). Dans le second cas, le FMI crée de la monnaie à la manière d'une banque commerciale, selon même l'expression « les crédits font les dépôts » : le prêt est inscrit à l'actif du FMI comme créance. En parallèle, le Fonds crédite au passif le compte de l'État membre concerné. L'équilibre comptable est ainsi

préservé, mais une injection de liquidité a bien été réalisée *ex nihilo*.

L'émission de DTS n'équivaut toutefois pas totalement à un pouvoir de création monétaire, car le DTS n'est pas une monnaie. D'une part, le DTS ne peut être détenu par des acteurs privés et, d'autre part, le DTS est un actif de réserve dans le sens où les statuts du FMI prévoient qu'« un participant utilisera ses DTS seulement s'il a besoin de le faire à cause de sa balance des paiements ou de la situation ou de l'évolution de ses réserves » (article XIX, section 3, a).

### ENCADRÉ 1

#### Les coûts associés à la détention et à l'utilisation de droits de tirage spéciaux

Le Fonds monétaire international (FMI) rémunère les droits de tirage spéciaux (DTS) effectivement détenus par un pays donné (avoirs en DTS – *SDR holdings*) et prélève parallèlement des charges en fonction du niveau d'allocation initial en DTS (allocations de DTS – *SDR allocations*), au même taux (taux d'intérêt du DTS – cf. *infra*). Par conséquent, si les DTS ne sont pas utilisés, les flux d'intérêts se neutralisent.

Une allocation augmente concomitamment l'actif et le passif en DTS d'un pays donné. Si les DTS alloués ne sont pas utilisés (par absence de besoin ou pour les conserver comme coussin supplémentaire de réserves), ils accroissent le niveau d'endettement d'un pays, mais n'engendrent pas de coûts supplémentaires puisque le ratio « avoirs en DTS / allocations » reste constant. En revanche, si les DTS reçus sont ensuite utilisés (pour être convertis en devises et les employer), le ratio « avoirs en DTS / allocations » devient inférieur à 100% : cela signifie que le pays enregistre des flux de charges supérieurs aux flux de rémunérations. Tout DTS utilisé (conversion en devises, prêt, etc.) peut donc générer un coût à hauteur du taux d'intérêt du DTS.

Le taux d'intérêt du DTS équivaut à la moyenne des taux d'intérêt des obligations à court terme (trois mois) des États dont la monnaie entre dans le panier de devises sur lequel est adossé le DTS (dollar US, euro, livre sterling, yen, yuan). Il représente donc le coût de la liquidité internationale (sans prime de risque).

#### Le recours à des allocations générales est lié au besoin de liquidité internationale

Les conditions qui encadrent le recours à une allocation générale soulignent bien le caractère de création monétaire des DTS. Ce recours est conditionné par « la reconnaissance collective de l'existence d'un besoin global d'ajouter aux réserves, la réalisation d'un meilleur équilibre des balances des paiements et la probabilité d'un fonctionnement plus efficace du processus d'ajustement à l'avenir » (article XVIII, b). Le même article prévoit que l'allocation doit également « éviter la stagnation économique et la déflation, aussi bien que l'excès de la demande et l'inflation dans le monde ».

En amont de la dernière allocation générale d'environ 456 milliards de DTS (650 milliards de dollars US), en août 2021, le FMI a ainsi procédé à une évaluation des besoins à long terme (cinq ans en pratique dans son approche) en matière d'actifs de réserve. Face à la crise Covid-19, ces besoins ont été estimés entre 1,1 et 1,9 trillion de dollars. Le FMI a par ailleurs évalué des sources alternatives d'obtention de ces réserves (surplus de comptes courants, flux entrants nets de capitaux privés, aide financière bilatérale), estimées à 0,5-0,6 trillion de dollars sur cinq ans. Le montant de l'allocation générale décidée visait donc à répondre à 30-60% du besoin total.

Le risque de pressions inflationnistes générées par l'allocation a été estimé faible. Le FMI souligne en effet dans le rapport susmentionné d'août 2023 que l'allocation ne représentait qu'une petite fraction (moins de 0,5%) du total de la monnaie au sens large au niveau mondial en 2021 et qu'elle a été mise en œuvre lorsque l'écart de production mondiale était important et négatif.



### Les modalités de la répartition des DTS bénéficient principalement aux pays du G7

La répartition des DTS dans le cadre d'une allocation générale se fonde sur les quotes-parts des États membres (cf. encadré 2 *infra*). Elle bénéficie ainsi principalement aux pays qui n'ont pas besoin de DTS (80% des DTS alloués), c'est-à-dire d'une part les pays émetteurs de monnaie de réserve (67%, dont les pays du G7<sup>3</sup>, atteignant 45%), et d'autre part les pays qui disposent déjà préalablement d'un fort niveau de réserves (13%) – cf. graphique 1. Ainsi, sur les 650 milliards de dollars de la dernière allocation générale de DTS, environ 375 milliards (264 milliards de DTS) ont été attribués aux pays à revenus élevés, tandis que 275 milliards (193 milliards de DTS) ont été dirigés vers les marchés émergents et les pays en développement, dont environ 21 milliards (15 milliards de DTS) vers les pays à faible revenu (FMI, 2021).

Le FMI nuance toutefois ce constat en soulignant que la plupart des pays à faible revenu ont reçu une allocation de DTS supérieure à la moyenne des pays émergents ou avancés en pourcentage du PIB 2021 (FMI, 2023) – cf. graphique 2.

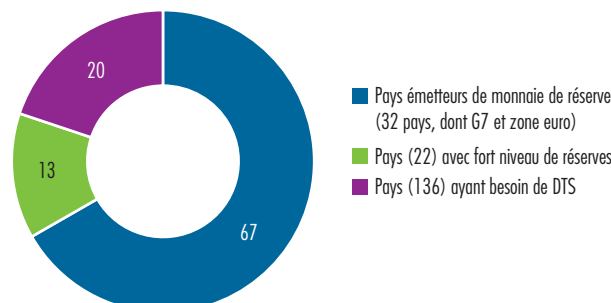
Plus généralement, ce lien entre quotes-parts et allocations de DTS a pour conséquence que 70% environ (450 milliards) du total des DTS émis lors des quatre allocations générales historiques du FMI ont été octroyés aux 57 pays les plus riches. Par contraste, les pays les plus vulnérables ont reçu une plus faible part du total des différentes allocations de DTS par le FMI : ainsi, les pays à revenu faible ont été les bénéficiaires de moins de 2% (10,5 milliards) du total des DTS alloués. Plus largement, l'ensemble des pays qui n'appartiennent pas au groupe des pays les plus riches ont reçu environ 204 milliards de DTS (30%) – cf. graphique 3 *infra*.

Par ailleurs, certains États n'ayant pas besoin de réserves ont tendance à accumuler les DTS, entre l'allocation obtenue et les DTS supplémentaires reçus lorsqu'ils acceptent une transaction avec des États souhaitant échanger leurs DTS contre des devises librement utilisables. Cela explique que leur taux d'utilisation puisse être négatif (cf. graphique 4 *infra*).

3 Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni.

### G1 Répartition des quotes-parts, droits de vote et DTS émis lors de la dernière allocation générale du FMI en août 2021

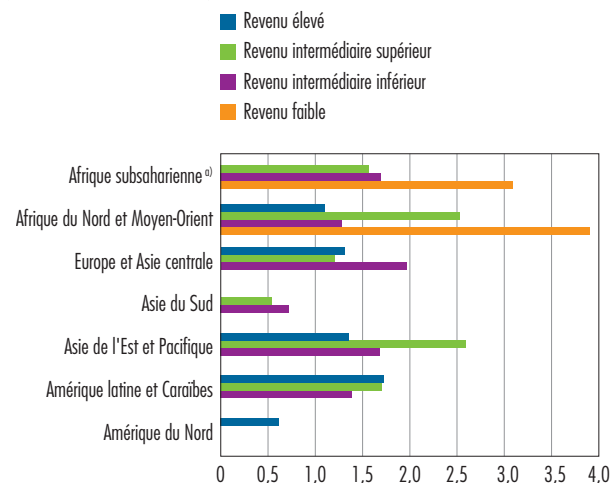
(en %)



Note : Les pays émetteurs de monnaie de réserve se rapportent aux dollar américain, euro, livre sterling, yen, yuan, mais aussi dollars australien, canadien, singapourien, néo-zélandais et hongkongais, couronnes suédoise, danoise et norvégienne, franc suisse, won. Les pays avec fort niveau de réserves sont ceux qui possèdent, en 2020, le plus de réserves selon la métrique d'évaluation de l'adéquation des réserves (*assessing reserve adequacy* [ARA]; ici supérieure ou égale à 1,5), et les pays du Golfe exportateurs de pétrole.  
Sources : FMI (base de données ARA), Arslanalp *et al.* (2022), et calculs Banque de France.

### G2 Répartition des DTS émis lors de la dernière allocation générale du FMI en août 2021, par région et par revenu

(en % du PIB de 2021)



a) Les Seychelles constituent une exception dans l'ensemble « Afrique subsaharienne » en tant que seul pays de la région classifié par la Banque mondiale comme pays à revenu élevé. Afin de ne pas fausser la lecture du graphique, il n'est pas représenté.

Note : Les pays à revenu faible ont reçu en moyenne plus de droits de tirage spéciaux en proportion du PIB de 2021.  
Sources : FMI, Banque mondiale, et calculs Banque de France.

Or, les besoins des États à revenu intermédiaire ou faible pour faire face au changement climatique et aux pertes de biodiversité excèdent leur capacité financière. Selon

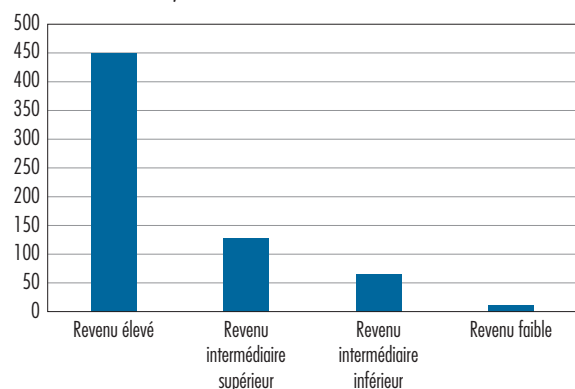


un rapport produit dans le cadre de la COP 27, les besoins annuels de financement pour l'action climatique sont de l'ordre de 1 000 milliards de dollars par an d'ici à 2030 pour les marchés émergents et les pays en développement (EMDC, *emerging markets and developing economies*) autres que la Chine (Songwe *et al.*, 2022). S'ajoutent les besoins d'investissement pour la préservation de la biodiversité estimés au niveau international à 8,1 trillions de dollars d'ici à 2050 (Pnue, 2021).

Ces besoins de financement sont à mettre en perspective avec d'autres défis économiques et financiers auxquels ces pays ont dû et doivent faire face : niveaux d'endettement élevés, impact financier de la crise Covid-19 et de la guerre en Ukraine, etc. (Grieco *et al.*, 2023). Comparativement, les pays les plus riches ont en moyenne moins tendance à faire usage de leurs DTS que les pays les plus pauvres (cf. graphique 3, courbe « Pays éligibles au FRPC »<sup>4</sup>).

### G3 Total des allocations de DTS du FMI par groupes d'États selon le niveau de revenu, à l'issue de la dernière allocation de 2021

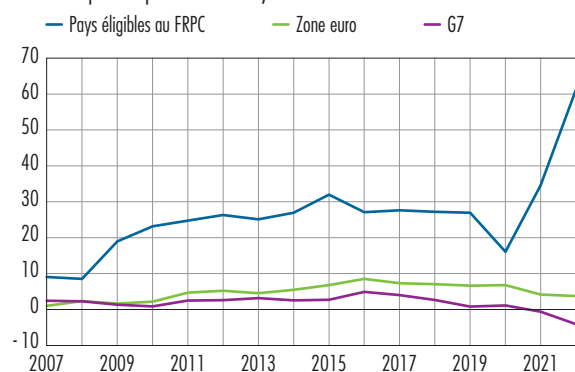
(en milliards de DTS)



Sources : FMI, Banque mondiale (classification des pays par niveau de revenu).

### G4 Taux d'utilisation des DTS sur la période 2007-2022

(en % des quotes-parts au FMI)



Notes : FRPC, fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (ou PRGT, *Poverty Reduction and Growth Trust*). G7 composé de l'Allemagne, du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon, du Royaume-Uni.

Le taux d'utilisation des droits de tirage spéciaux (DTS), en proportion de la quote-part du FMI) correspond à la différence entre les allocations et les avoirs en DTS, divisée par la quote-part (suivant la méthodologie de ECA-ECLAC [ONU], 2022). La catégorisation effectuée masque d'importantes disparités. Dans la zone euro par exemple, la Grèce présente un taux d'utilisation supérieur ou égal à 10% sur l'ensemble de la période étudiée, pouvant atteindre 95% en 2022.

Source : FMI.

### ENCADRÉ 2

#### Les quotes-parts du Fonds monétaire international

Une quote-part est attribuée à un État lors de son adhésion au Fonds monétaire international (FMI), en fonction de sa position relative dans l'économie mondiale. Les quotes-parts représentent à la fois des enjeux de financement et de gouvernance, et déterminent pour un État membre : le montant de sa contribution aux ressources du FMI ; le niveau maximal d'assistance financière qu'il peut obtenir du Fonds ; sa part des droits de vote au conseil d'administration ; le prorata de DTS qui lui revient en cas d'allocation générale.

Pour déterminer la position relative d'un pays membre dans l'économie mondiale, le FMI emploie une formule à valeur de guide, sans être contraignante.

La formule actuelle des quotes-parts comporte différentes variables, différemment pondérées, avec notamment :

- le produit intérieur brut (60% du PIB marché et 40% du PIB PPA – parité de pouvoir d'achat) ;
- l'ouverture (paiements et recettes courants – en biens, services, revenus et transferts) ;
- la variabilité (variabilité des recettes courantes et des flux de capitaux) ;
- les réserves (réserves officielles d'or et de devises) ;
- un facteur de compression (K) de 0,95.

La formule s'écrit ainsi :  $(0.50 \cdot \text{PIB} + 0.30 \cdot \text{Ouverture} + 0,15 \cdot \text{Variabilité} + 0,05 \cdot \text{Réserves})^K$

L'intégration du montant des réserves dans la formule (même avec une pondération faible, de 5%, par rapport aux autres variables) souligne la contradiction du mécanisme d'allocation : les États qui possèdent le plus de réserves sont susceptibles de recevoir plus de DTS.

4 Le fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC, ou PRGT, *Poverty Reduction and Growth Trust*), créé en 1999 et dédié aux pays à faible revenu, a pour objectif de fournir des programmes d'assistance financière qui mettent davantage l'accent sur des stratégies de développement économique, social et de réduction de la pauvreté.



## 2 Recycler les DTS alloués vers les pays qui en ont le plus besoin

### Les engagements de recyclage des DTS au profit des pays les plus vulnérables

Le recyclage (ou réallocation) des DTS n'est pas inédit : depuis 2010, plusieurs États, dont la France, ont volontairement prêté des DTS au fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC ou PRGT, *Poverty Reduction and Growth Trust*). Depuis la dernière allocation générale d'août 2021, d'un montant de 650 milliards de dollars, un peu plus de 100 milliards de dollars de promesses de recyclage ont été officialisés, en provenance principalement des membres du G7 et de la Chine. La France est le pays dont l'objectif de réallocation est le plus ambitieux (40% de l'allocation, soit environ 8 milliards de DTS), aux côtés du Japon et du Canada. Sa contribution, que ce soit par des prêts de DTS ou des apports budgétaires (cf. *infra*), doit toutefois intervenir dans des conditions de juste partage international

de l'effort en veillant à ce que les pays qui ont une position extérieure solide participent également de façon ambitieuse.

### Les canaux de recyclage existants et les plus immédiats présentent des limites

Au-delà de l'engagement des pays à recycler des DTS, les aspects opérationnels doivent être clarifiés pour que ce recyclage soit compatible avec les contraintes et règles juridiques propres à chaque État.

Le moyen le plus simple pour mobiliser les DTS au bénéfice des pays les plus vulnérables est de s'appuyer sur deux fonds administrés par le FMI : le FRPC, déjà en partie financé par des DTS recyclés depuis 2010 donc (cf. *supra*), et le fonds pour la résilience et la durabilité (FRD ou RST, *Resilience and Sustainability Trust*), créé en octobre 2022<sup>5</sup>. Ces deux fonds, dans leur configuration financière, permettent en effet de maintenir le statut d'actifs de réserve pour les contributions reçues (cf. encadré 3).

### ENCADRÉ 3

#### Droits de tirage spéciaux et réserves de change des banques centrales européennes

Pour les banques centrales de l'Union européenne, qui gèrent les avoirs en DTS de leurs États, le maintien du statut d'actif de réserve est une des conditions nécessaires pour qu'un prêt en DTS à l'un des fonds (*trusts*) du Fonds monétaire international (FMI) ne soit pas considéré comme du financement monétaire, sous peine de contrevenir à l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). L'exigence clé est que l'actif de réserve soit liquide, avec un faible niveau de risque. La liquidité des DTS prêtés aux fonds du FMI est sécurisée sur certains comptes de ces fonds. Pour ces comptes, la banque centrale prêteuse peut demander le remboursement anticipé du prêt si nécessaire, c'est-à-dire en cas de difficulté de balance des paiements ou de retrait de l'allocation, tout en autorisant le recours à leurs propres prêts pour faire face aux demandes de remboursements anticipés d'autres prêteurs.

Au-delà des enjeux juridico-opérationnels autour du maintien du statut d'actif de réserve, un débat plus principal a cours notamment au sein de l'Eurosystème, mais pas exclusivement, sur l'utilisation de ces actifs de réserve. L'article 123 du TFUE interdit d'une part le financement monétaire « direct » des États européens par leurs banques centrales (acquisition de titres d'État, par de la création monétaire ou des réserves), mais peut être interprété comme interdisant d'autre part aussi un financement monétaire « indirect », soit le financement de politiques publiques des États (sous réserve de l'article 127 du TFUE).

En l'occurrence, certains États ont une approche plus conservatrice de la préservation de la nature monétaire des DTS et assimilent certaines options de recyclage des DTS à un financement monétaire indirect de la politique d'aide au développement des États. Ils considèrent que le recyclage des DTS peut marquer un franchissement de nature entre actif de réserve et instrument de financement du développement. Pour le fonds pour la résilience et la durabilité (FRD ou RST, *Resilience and Sustainability Trust*) du FMI par exemple, certains États européens, comme l'Allemagne ou l'Estonie, participent uniquement par des contributions budgétaires et n'envisagent donc pas à ce stade de recycler des DTS à travers ce fonds. Cela a également des conséquences sur le positionnement des banques centrales envers l'option de recyclage par les banques multilatérales de développement (cf. *infra*).

<sup>5</sup> Ou RST, *Resilience and Sustainability Trust* : fonds destiné à fournir des financements de long terme dédiés aux enjeux structurels, comme le changement climatique ou la préparation aux pandémies.



Le FMI espère qu'environ 76 % (environ 57 milliards de DTS) de l'engagement à recycler 100 milliards de dollars en faveur des pays vulnérables soient prêtés à ces deux fonds à court terme. Cela suppose évidemment que les objectifs fixés par le FMI soient atteints, respectivement 12,6 milliards de DTS pour le FRPC et 33 milliards pour le FRD (45 depuis le sommet pour un nouveau pacte financier mondial, en juin 2023). Atteindre les objectifs fixés par le FMI nécessite des démarches de persuasion auprès des pays qui n'ont pas encore mobilisé 20 % de leurs DTS (environ 12 milliards de dollars potentiellement), ainsi que des partenaires qui peuvent même accentuer leur effort jusqu'à 30 % des DTS (environ 13 milliards de dollars).

Indépendamment de l'atteinte de ces objectifs, ces canaux de recyclage des DTS présentent néanmoins des limites. D'une part, l'accès aux financements délivrés par ces fonds reste subordonné à une conditionnalité semblable à celle des autres financements du FMI ; cela en limite la demande, alors que les DTS sont alloués de façon inconditionnelle (mais ils viennent accroître l'endettement des pays). D'autre part, le recyclage des DTS s'effectue sous la forme de prêts au taux d'intérêt du DTS (cf. encadré 1 *supra*) de la part des États contributeurs aux deux fonds fiduciaires FRPC et FRD. Comme ces fonds prêtent ensuite aux États bénéficiaires à des taux inférieurs, dits concessionnels (par exemple, 0 % pour le FRPC), il faut trouver des ressources sous forme de dons pour financer cette concessionnalité.

Ce besoin s'est amplifié sous l'effet conjoint de la hausse de la demande de prêts et de la remontée du taux des DTS en lien avec le cycle de resserrement monétaire. Le FMI estime le besoin de financement du fonds de subvention de la concessionnalité à 3,5 milliards de DTS. Le recyclage de DTS au FRPC est donc tributaire de la volonté des États membres du FMI d'abonder le fonds de subvention pour financer cette concessionnalité. Pour le FRD, la même logique opère, et encore plus directement en raison d'une règle de proportionnalité qui lie les versements de nouveaux financements aux différents comptes qui le composent.

### Le recyclage des DTS par les banques multilatérales de développement constituerait une troisième voie

En plus des deux premières options de recyclage évoquées, une troisième option est discutée, avec deux variantes : i) la première consiste pour les pays dotés en DTS à acheter, avec ces DTS, des instruments de capital hybride émis par les banques multilatérales de développement (BMD) ; la seconde consiste pour les mêmes pays à acheter des obligations émises par la Banque mondiale ou les autres BMD, libellées en DTS, mais réglées en devises.

La première variante est portée notamment par la Banque africaine de développement (BAD, 2022) et la Banque interaméricaine de développement (BID). Elles proposent comme véhicule de recyclage des DTS un instrument de capital hybride que les BMD peuvent comptabiliser comme fonds propres. Elles pourraient ainsi emprunter davantage sur les marchés de capitaux, avec, selon les porteurs de la proposition, un effet de levier important (estimé à 4 par la BAD). Cet effet de levier dépasse largement celui des options existantes, puisque pour un DTS recyclé par le FRPC ou le FRD, moins d'un DTS peut être prêté, en raison de l'architecture financière de ces fonds.

Le mécanisme proposé vise de plus à répliquer le mécanisme d'encaissement des FRPC et FRD pour maintenir le statut d'actif de réserve et ne nécessiterait pas, toujours selon les porteurs de la proposition, de contributions budgétaires, à la différence des deux fonds FRPC et FRD.

Cette proposition a constitué l'un des enjeux du sommet pour un nouveau pacte financier mondial, organisé par la France en juin 2023.

Au niveau de l'Union européenne, selon une interprétation dominante à ce stade, le cadre institutionnel n'autorise pas cette option pour les États membres, par référence à l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) et à l'article 7 du règlement (CE) n° 3603/93 (dérogation à l'interdiction du financement monétaire, qui ne vaut que pour le FMI,



et non pour les BMD). Une modification de l'article 7 cité ou a minima une évolution de son interprétation par la BCE serait nécessaire pour ouvrir cette voie. Au-delà de cette question juridico-institutionnelle se noue également un débat principal sur la nature et la finalité des DTS (cf. encadré 3 *supra*).

La seconde variante a été développée par Brad Setser et Stephen Paduano (2023). Cependant, à l'instar du recyclage des DTS par le FRPC et le FRD, cette solution n'offre pas d'effet de levier, ce qui en diminue l'intérêt pour les BMD et leurs débiteurs. Elle se heurte par ailleurs, pour les pays européens, aux mêmes contraintes que celles rappelées précédemment.

\*

\*\*

D'autres options sont proposées. Plusieurs chercheurs et organisations non gouvernementales, mais aussi l'initiative de Bridgetown, portée par Mia Mottley, Première ministre de la Barbade, ainsi que le Secrétariat général de l'Organisation des Nations unies (2023), plaident pour de nouvelles allocations générales de DTS. Celles-ci pourraient être soit régulières (sur base annuelle par

exemple), soit indépendantes des quotes-parts des États membres (mais liées aux besoins, avec par exemple la vulnérabilité comme critère d'allocation – Cabrillac et Guillaumont Jeanneney, 2022), soit à la fois régulières et fondées sur les besoins.

Toutefois, cela supposerait d'avaliser l'utilisation des DTS pour des politiques d'aide au développement, ce à quoi certains États ou banques centrales peuvent s'opposer (cf. *supra*). D'autre part, l'opinion dominante (au sein du G7, et même du G20) est l'absence actuelle de besoins globaux de liquidités. Enfin, une allocation ciblée nécessiterait de réviser les statuts du FMI.

L'ensemble de ces réflexions sur la création de DTS et leur répartition n'épuise pas bien sûr le débat sur l'optimisation du financement des biens publics mondiaux (biens, services ou ressources accessibles et bénéficiant à tous). Les forts besoins en la matière incitent à poursuivre les réflexions pour intégrer, dans une vision d'ensemble des instruments de financement disponibles, cette source particulière que constituent les DTS. Trois voies sont possibles : monopole du Fonds monétaire international, recours aux banques multilatérales de développement, ou utilisation de fonds transversaux avec ou sans coordination par le G20 et les Nations unies.





## Bibliographie

Arslanalp (S.), Eichengreen (B. J.) et Simpson-Bell (C.) (2022)

« The stealth erosion of dollar dominance: Active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies », *IMF Working Papers*, n° 2022/058, mars.

Banque africaine de développement (2022)

« Channel IMF special drawing rights through multilateral development banks », *News & Events*, mai.

Cabrillac (B.) et Guillaumont Jeanneney (S.) (2022)

« Les défis de la réallocation des DTS en faveur des pays vulnérables », *Documents de travail*, n° 298, Ferdi, janvier.

FMI, Fonds monétaire international (2021)

« Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations », *Policy Paper*, n° 2021/059, août.

FMI (2022)

« Proposal to establish a resilience and sustainability trust », *Policy Paper*, n° 2022/013, avril.

FMI (2023)

*2021 Special Drawing Rights Allocation. Ex-Post Assessment Report*, août.

Grieco (F.), Guerronière (H. de la), Marsilli (C.), Paul (Q.) et Rivaud (S.) (2023)

« Financer la transition climatique et écologique dans les économies émergentes », *Bulletin de la Banque de France*, n° 245/2, avril.

[Télécharger le document](#)

Li (Bo), Natalucci (F. M.) et Prasad (A.)

« How blended finance can support climate transition in emerging and developing economies », *IMF blog*, 15 novembre.

ONU, Organisation des Nations unies (2022)

« Special Drawing Rights (SDRs) and the COVID-19 crisis », *COVID-19 Report*, Commission économique pour l'Afrique (ECA) et Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (ECLAC), avril.

ONU (2023)

*United nations Secretary-General's SDG Stimulus to Deliver Agenda 2030*, février.

Pnue, Programme des Nations unies pour l'environnement (2021)

*State of Finance for Nature. Tripling investments in nature-based solutions by 2030*, mai.

Prasad (A.), Loukoianova (E.), Xiaochen Feng (A.) et Oman (W.) (2022)

« Mobilizing private climate financing in emerging market and developing economies », *IMF Staff Climate Notes*, n° 2022/007, juillet.

Setser (B. W.) et Paduano (S.) (2023)

« How an SDR Denominated Bond Could Work », billet de blog, Council on Foreign Relations, 16 mars.

Songwe (V.), Stern (N.) et Bhattacharya (A.) (2022)

*Finance for climate action: scaling up investment for climate and development*, groupe d'experts indépendants de haut niveau sur la finance durable (HLEG, COP 27), novembre.

---

### Éditeur

Banque de France

### Secrétaire de rédaction

Didier Névonnin

### Directeur de la publication

Claude Piot

### Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

### Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

