

L'ARGENT DU FMI

On parle souvent des crédits accordés par le FMI et des programmes d'ajustement dont ils sont assortis mais beaucoup plus rarement de ses ressources. Ces dernières lui proviennent des États-membres qui s'engagent à le financer de manière permanente dans la limite d'un certain montant, la quote-part, et de crédits que les plus riches d'entre-eux acceptent de lui accorder, notamment en période de crise. La mesure exacte de ces ressources est toutefois rendue difficile par la complexité de concepts comptables spécifiques et des publications financières certes régulières mais d'un accès ardu. Pourtant, cette mesure offre un éclairage sur les débats en cours sur la place des pays émergents dans la gouvernance du Fonds, la taille qu'il doit avoir et le rôle qu'il est susceptible de jouer vis-à-vis de la zone Euro.

Le Fonds Monétaire International (FMI) exerce deux ministères. Le premier est celui de la parole, la "surveillance" dans son jargon et le second, celui de l'argent ("l'assistance financière") qui nous intéresse ici. Cette dernière consiste à "donner confiance aux États-membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition moyennant des garanties adéquates, leur fournissant ainsi la possibilité de corriger les déséquilibres de leurs balances des paiements sans recourir à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale."¹ L'objectif de cette assistance financière est de permettre aux bénéficiaires de reconstituer leurs réserves de change, stabiliser leur taux de change, continuer à payer leurs importations et restaurer les conditions d'une croissance économique forte.

Or, la crise financière, qui a débuté en 2007, est la première qui ait menacé profondément la stabilité financière du monde occidental depuis la création du FMI en 1944. Elle a marqué un changement d'échelle par rapport aux crises précédentes dans lesquelles le FMI était intervenu et constitue pour ce dernier un véritable test.

Le volume des financements accordé par le FMI a beaucoup augmenté depuis 2008 mais il partait de très bas et il reste à ce jour modeste au regard des enjeux de la crise : moins de 100 milliards de DTS, l'unité de compte spécifique qu'il emploie, soit environ 150 milliards de dollars. Ce montant n'épuise pas les moyens du fonds mais quantifier ces derniers est difficile alors que des discussions ont lieu depuis cinq ans pour les augmenter. Ce débat est en effet rendu peu lisible par deux considérations. D'une part, les comptes du FMI sont d'une

grande complexité et la différence entre les montants affichés et les montants réellement disponibles est importante. D'autre part, il n'y a toujours pas d'accord entre ses principaux membres sur ce que doit être exactement le rôle du FMI dans la régulation monétaire et financière mondiale.

■ Les ressources effectives du FMI sont très inférieures à ses ressources nominales

Dans le paysage des organisations financières internationales, le FMI a une structure financière originale. D'une part, contrairement aux banques de développement (BIRD, BERD, ADB...) ou à la Banque Européenne d'Investissement (BEI), il n'emprunte pas sur les marchés. D'autre part, il ne lui a pas été attribué un pouvoir de création monétaire lorsqu'il a été porté sur les fonts baptismaux en 1944, contrairement à ce que Keynes souhaitait. Le FMI n'est donc financé que par ses États-membres et quelques ressources propres. En théorie, l'essentiel de la contribution des membres est apporté sous forme de ressources assez proches d'un investissement en fonds propres, la quote-part ("quotas" en anglais). Dans la pratique, une partie seulement des quote-parts est mobilisée et le FMI se finance également par des crédits qui lui sont octroyés par certains de ses membres lorsque le montant de ses encours augmente.

1. Article 1 des statuts du FMI.

"Investissement" des États-membres, les quote-parts constituent la principale ressource du FMI mais elles ne sont mobilisées que partiellement

Lorsqu'il adhère au FMI, un État prend l'engagement de financer ce dernier à hauteur d'un montant, sa "quote-part", calculé en fonction de divers paramètres qui ont évolué dans le temps. La formule en vigueur aujourd'hui a été adoptée en 2008 et est entrée en vigueur en 2011. Elle combine le PIB calculé, pour une part, aux prix de marché et, pour une autre, en parité de pouvoir d'achat, la moyenne sur cinq ans des paiements courants, le volume des réserves de change, une grandeur représentative de la variabilité des paiements courants et des entrées nettes de capitaux et un "facteur de compression" destiné à réduire la dispersion des quote-parts. Pour chaque membre, la quote part constitue la limite maximale des sommes que ce membre pourrait avoir pour obligation de mettre à la disposition du FMI. La somme des quote-parts de tous les États-membres du FMI atteint 238 milliards de DTS.

Dans la pratique, le FMI ne mobilise toutefois pas la totalité des quote-parts des États-membres (tableau 1). Les quote-parts des membres, dont la position extérieure n'est pas jugée suffisamment solide pour que le FMI puisse les mobiliser et celles des pays qui eux-mêmes bénéficient de financements du Fonds, ne sont pas mobilisables. Fin octobre 2012, les quote-parts de 137 des 188 pays membres, représentant 37,3 milliards de DTS (environ 16% du total), n'étaient pas mobilisables. Les 198,3 milliards de DTS qui sont considérés comme mobilisables incluent certains gros contributeurs comme l'Espagne et l'Italie (6% du total des quote-parts à eux deux) en dépit de la dégradation de leur situation financière. Enfin, le FMI ne mobilise pas la totalité des quote-parts mises à sa disposition avant d'avoir recours à d'autres sources de financement. Le *Financial Transactions Plan* (FTP), que le FMI rend public tous les trois mois, détaille par pays le niveau des quote-parts effectivement mobilisées. En théorie, le tirage sur les quotes-parts relève d'une décision du Conseil d'administration sur la base d'une série de critères prenant en compte la position financière extérieure, la diversité géographique et le niveau de développement.

Tableau 1 – Ventilation des quote-parts du FMI selon leur degré de disponibilité au 31 octobre 2012 (en milliards de DTS)

Quote-parts total	238,1
Quote-parts non-mobilisables	39,8
dont quote-parts des membres qui bénéficient d'un financement du FMI ou dont la position extérieure est jugée "faible"	37,3
Quote-parts mobilisables (<i>Quotas of members that finance transactions</i>)	198,3
Quote-parts effectivement mobilisés (au 30/06/2012)	62,0

Source : FMI.

Dans la pratique, on constate que le pourcentage des quotes-parts effectivement mobilisé est faible : 31,3% du total des quote-parts mobilisables au 30 juin 2012 (26,0% du total des quote-parts). De plus, ce taux de mobilisation est assez stable dans le temps et il varie peu d'un pays à l'autre : il est compris entre 29% et 35% pour tous les pays à quelques exceptions près pour lesquelles il est inférieur (Chine, Japon, Brunei et Afrique du Sud).

Au total, le FMI est loin d'épuiser les ressources en quote-parts dont il dispose. Tout se passe comme s'il y avait un accord implicite pour que la mobilisation de ces dernières n'excède pas 35% et, sauf exception, varie assez peu d'un pays à l'autre.

La capacité d'endettement du FMI auprès de ses membres tend à s'accroître en période de crise mais les montants effectivement mobilisés sont limités

Le FMI n'attend donc pas d'avoir épuisé la ressource que représentent les quote-parts mobilisables pour faire appel à l'endettement. Les critères qui le conduisent à s'endetter ne sont pas formulés clairement. Dans une – très rare – allusion à ce débat, le communiqué des Ministres des Finances du G20 du 26 février 2012 mentionnait l'engagement des ministres à ce que le FMI reste une institution essentiellement financée par les quotes-parts ("*quota-based institution*") toute en reconnaissant que le recours à l'emprunt était une voie possible pour accroître ses ressources à court terme.

Historiquement, le recours aux emprunts a d'abord eu lieu dans le cadre d'accords bilatéraux avec le pays membre prêteur mais, dès 1962, un cadre global de la politique d'emprunt a été adopté : le *General Arrangement to Borrow* (GAB). Le GAB a été complété à la fin des années 1990, au moment de la crise asiatique, par le *New Arrangement to Borrow* (NAB) lequel a été réactivé et fortement accru avec les décisions d'augmentation des ressources prises après la crise de 2008, après que, dans un premier temps, le FMI eût accru ses moyens grâce à des financements bilatéraux. Le NAB est désormais la seconde ressource du FMI après les quote-parts. Il est constitué d'un ensemble d'accords-cadre de crédit signés entre le FMI, qui est l'emprunteur, et 38 de ses membres qui sont les prêteurs. L'enveloppe globale de ces accords de crédit est aujourd'hui de 370 milliards de DTS. Le recours effectif à l'endettement par le FMI dans le cadre du NAB n'est toutefois possible que si le Conseil l'autorise pour une période donnée, jusqu'à présent assez courte (6 mois) mais renouvelée.

En théorie, le FMI peut également mobiliser le GAB qui lui permet d'emprunter 18,5 milliards de DTS supplémentaires à 11 pays industrialisés et à l'Arabie Saoudite mais, dans les faits, cette source de financement n'a pas été activée depuis 1998.

2. La quote-part se décompose en deux tranches : la *Reserve Tranche Position*, qui correspond à la mise à disposition du FMI d'une partie de ses réserves en échange d'une créance sur le Fonds ; le reste, libellé dans la monnaie du pays, qui s'apparente à une créance réciproque de l'État-membre sur le FMI et du FMI sur l'État-membre. La mobilisation de la *Reserve Tranche Position* d'un État-membre consiste à confier une partie de ses réserves au FMI qui a son tour les prête aux bénéficiaires de ses financements. La mobilisation de l'autre tranche consiste à mettre des sommes libellées dans la monnaie du pays à la disposition du FMI qui, si nécessaire, les échange sur des marchés contre des liquidités internationales qu'il prête aux bénéficiaires de ses financements.

Au 30 novembre 2012, les ressources rendues effectivement disponibles au titre des enveloppes d'endettement s'élevaient à 225 milliards de DTS (19,3 milliards pour le reliquat de crédits bilatéraux et 205,7 milliards pour la part mobilisée de l'enveloppe NAB). Ce montant est proche du total des quote-parts. Les sommes effectivement tirées sur ces lignes de crédit n'étaient que de 42,7 milliards de DTS (tableau 2).

Le FMI dispose d'un stock d'or qu'il ne peut mobiliser que dans des circonstances exceptionnelles

La principale ressource propre du FMI est son stock d'or. Ce stock provient d'une dotation initiale des États-membres et d'achats effectués avant la fin des années 1970. Il est relativement important : 2 814 tonnes au 17 août 2012, soit 146 milliards de dollars à sa valeur de marché. Les statuts du FMI imposent que ce stock soit enregistré dans les comptes à sa valeur historique qui est très faible (environ 4,5 milliards de dollars), puisque le prix en dollars de l'or était fixé à 35 dollars l'once entre 1944 et 1971, période durant laquelle l'essentiel du stock a été acquis.

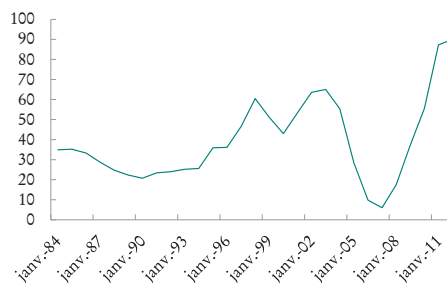
Des règles très restrictives de mobilisation du stock d'or ont été définies en 1978. Depuis 1980, deux ventes d'or seulement ont eu lieu. La première, fin 1999, était destinée à financer la participation du FMI au programme de réduction de la dette des pays les plus pauvres. La seconde a été décidée en décembre 2009. Dans l'année qui a suivi, le huitième du stock d'or (403,3 tonnes métriques) a été cédé. Le produit de cette vente (9,5 milliards de DTS) a été placé dans l'*Investment Account*. Les revenus tirés de ce placement couvrent, pour une part, certaines dépenses de fonctionnement du Fonds, en remplacement d'intérêts débiteurs versés par les bénéficiaires des crédits et, pour une autre part, une partie de la réduction des intérêts sur les prêts à taux concessionnels accordés aux pays les plus pauvres.

■ Le débat sur l'augmentation des ressources du FMI révèle l'absence d'un consensus sur sa gouvernance et sa place dans la régulation monétaire et financière internationale

Comme toutes les organisations internationales, le FMI entre en conflit avec la souveraineté des États. Il est, de ce fait, confronté à un problème de légitimité. Cette difficulté est particulièrement aigüe en ce qui le concerne dans la mesure où la monnaie est perçue comme un attribut essentiel de la souveraineté et que le système monétaire international issu des accords de Bretton Woods (1944), fondé sur des parités fixes mais ajustables et sur la convertibilité du dollar en or, qui était sa raison d'être originelle, a été bouleversé.

Le FMI a donc dû se réinventer à plusieurs reprises au cours de ses presque 70 ans d'existence. Il a témoigné d'une réelle capacité à le faire. Après une décennie d'interrogations existentielles, dans les années 1970, il s'est positionné comme un rouage essentiel de la gestion de la crise de la dette des pays en développement à partir des années 1980. Les politiques qu'il a alors prononcées ont été controversées mais l'institution n'a pas été fondamentalement remise en cause. L'essentiel de cette crise ayant été absorbé, le Fonds a géré à la fin des années 1990 et au début des années 2000 des crises en Asie, en Amérique Latine, en Russie et en Turquie dont le dénominateur commun était l'insoutenabilité des politiques de change fixe mises en œuvre par les autorités locales. Ces crises ayant été résorbées au milieu des années 2000, le montant des financements accordés à ses membres s'est effondré de 2003 à 2007, l'encours des crédits passant de 72 milliards de DTS à 10 milliards de DTS³ et le Fonds a connu un nouveau moment de doute existentiel, qui a notamment conduit à un plan de réduction de ses effectifs. La crise financière a radicalement changé la perspective à partir de 2008. L'encours de crédit a ainsi été multiplié par 9 entre fin 2007 et la mi-2012 (graphique 1) dans un premier temps, principalement en raison de prêts à des pays à la périphérie de l'Europe victimes directes ou collatérales de la crise puis, à partir de 2010, auprès des pays à la périphérie de la zone Euro (Grèce, Irlande et Portugal) en commun avec le Fonds de stabilité créé à cette fin par les Européens et – de manière circonscrite – la BCE.

Graphique 1 – Encours des crédits du FMI au titre du "General Resources Account" (en milliards de DTS)



Source : FMI.

Cette dynamique en a entraîné une autre du côté des ressources. À l'automne 2010, à Séoul, les pays du G20 ont convenu de doubler les quote-parts, ce qui aurait pour effet de porter le montant nominal de ces ressources permanentes du Fonds de 238 à 477 milliards de DTS. Cette décision n'a été rendue possible que parce que les pays industrialisés ont accepté une augmentation des quotes-parts des principaux pays émergents, ce qui entraîne un accroissement de leurs droits de vote et, par suite, de leur représentation au sein du Conseil d'Administration. Il a de plus été décidé de procéder à une nouvelle réforme de la formule de calcul des quote-parts pour qu'elles reflètent mieux la taille réelle des économies (la précédente réforme, qui allait déjà en ce sens, remonte à 2008)⁴.

3. Au 31 août 2012, 1 DTS équivalait à 1,522 dollar américain (USD).

4. Le 30 janvier 2013, le Conseil d'administration du FMI a rendu un rapport dans lequel il constate des avancées mais pas d'accord sur la réforme des modes de calcul des quotes-parts.

Toutefois, les États-Unis n'ont toujours pas ratifié les deux textes issus de l'accord de 2010 et il n'est pas certain que la majorité requise des deux tiers émerge au Sénat en leur faveur. Sans augmentation des quotas, la dette est la seule ressource disponible pour accroître les marges de manœuvre financière du FMI. Son augmentation a, en outre, l'avantage pour les pays industrialisés de ne pas avoir d'incidence sur la gouvernance du Fonds.

Tableau 2 – Total des ressources du FMI au 30/10/2012
(en milliards de DTS)

	Quote-parts	Dette	Total
Montant total théorique	238	688	926
Montant mobilisable	198	225	423
Montant effectivement mobilisé	62*	43	105
Encours de crédit au titre du <i>General Resources Agreement</i>		90,6	

* au 30 juin 2012.

Source : FMI, calculs de l'auteur.

Or, à l'automne 2011, l'idée d'une forte augmentation des ressources du FMI financée par les pays émergents s'est fait jour. Cette augmentation aurait notamment permis au fonds d'intervenir massivement au bénéfice des pays en crise de la zone Euro. Ce débat a abouti en avril 2012 à un accord entre les Ministres des Finances du G20 pour accroître l'endettement bilatéral du FMI. Selon les comptes du FMI au 31 octobre 2012, le total des engagements pris au titre de cette nouvelle ressource s'élevait à 300 milliards de DTS, ce qui porte le montant théorique des ressources du FMI à 926 milliards de DTS (tableau 2).

Cette ressource est cependant présentée comme une "seconde ligne de défense", un "relais" dans l'attente de la prochaine augmentation des quote-parts (la précédente n'étant toujours pas ratifiée) et non comme un outil offensif d'intervention dans la crise de la zone Euro. Le Communiqué du G20 de Los Cabos du 19 juin 2012 précise explicitement que ces ressources ne doivent pas être "fléchées" (*earmarked*) au bénéfice d'une région en particulier. Deux arguments s'opposent à une intervention massive en Europe. D'abord, la concentration des risques portés par le FMI sur la seule zone Euro est déjà très élevée (les trois quart de son encours de crédit à la fin de l'année dernière). Ensuite, les Européens disposent des ressources financières pour faire face à la crise en mobilisant (i) la solidarité entre les membres, les marchés financiers – au travers du FESF et de son successeur le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui, contrairement au FMI, peuvent, eux, lever des capitaux sur les

marchés – et (ii) la capacité de création monétaire de la BCE. Les événements de la fin 2011 et de 2012 (l'augmentation de la capacité de financement du FESF-MSE, l'intervention massive de la BCE en faveur des banques, fin 2011 et début 2012, et la décision prise par cette dernière en septembre 2012 d'intervenir directement sur la dette des États) ont plutôt donné raison aux tenants de cette thèse.

Conclusion

La structure financière du FMI fait de ce dernier un intermédiaire financier de nature coopérative, un fonds d'investissement mutuel à effet de levier, mais dont les créanciers ne peuvent qu'être ses investisseurs, les États-membres. Son mode de gouvernance lui permet d'intervenir de manière relativement souple : il peut mobiliser les engagements financiers de ses membres quand il en a besoin et, si nécessaire, accroître ses ressources en s'endettant. Depuis la crise, toutefois, la dette joue un rôle croissant dans le financement du Fonds. La structure financière de ce dernier n'est pas fragilisée dans la mesure où les quote-parts, équivalant peu ou prou à des fonds propres, contribuent à plus de la moitié de son financement. Le Fonds continue, par ailleurs, à bénéficier d'un statut de créancier privilégié. Il en serait peut-être autrement si le Fonds avait été amené à financer par la dette une intervention massive au bénéfice des pays de la zone Euro, d'autant que ses capacités de tirage effectives pour financer les crédits qu'il octroie semblent restreintes par un "plafond de verre" de 35% du montant des quote-parts que la situation financière des pays souscripteurs permet, par ailleurs, de mobiliser. Par ailleurs, le financement par la dette est toujours présenté comme temporaire. Il permet d'accroître les marges de manœuvre financières du Fonds sans avoir à poser la question de l'augmentation de ses ressources permanentes et, donc, de sa gouvernance. Financer de cette manière l'intervention du Fonds en faveur de la zone Euro peut être ressenti par certains pays émergents comme un moyen de capter leurs ressources au bénéfice de ceux-là mêmes qui décident de leur allocation et en bénéficient directement ou indirectement.

Christophe Destais
christophe.destais@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2013
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)

France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
61,90 € HT
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adressez votre commande à :
**Direction de l'information légale et
administrative (DILA)**
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
tél. : 01 40 15 70 01

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

25 février 2013
Imprimé en France par le
Centre d'Analyse Stratégique

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII. Les
opinions qui y sont exprimées sont celles
des auteurs.